



**İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı**

**HALKA İLK ARZDA HİSSE SENEDİ FİYATINI BELİRLEMEDE
KULLANILAN YÖNTEMLER, HALKA ARZ SONRASI KISA VE UZUN
DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI:
İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASINDA BİR İNCELEME**

Sibel ÖLMEZ

**Danışman:
Doç. Dr. Fikret OTLU**

DOKTORA TEZİ

Malatya, Ekim 2010

**HALKA İLK ARZDA HİSSE SENEDİ FİYATINI BELİRLEMEDE
KULLANILAN YÖNTEMLER, HALKA ARZ SONRASI KISA VE UZUN
DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI:
İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASINDA BİR İNCELEME**

Sibel ÖLMEZ

**İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı
Muhasebe-Finansman Bilim Dalı**

**Danışman:
Doç. Dr. Fikret OTLU**

DOKTORA TEZİ

Malatya, Ekim 2010

KABUL VE ONAY

Sibel ÖLMEZ tarafından hazırlanan “Halka İlk Arzda Hisse Senedi Fiyatını Belirlemede Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Kısa Ve Uzun Dönem Fiyat Performansları: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir İnceleme” başlıklı bu çalışma, ... tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof. Dr. Recep Güneş
Üye : Doç. Dr. Fikret Otlı
Üye : Yrd. Doç. Dr. Derviş Bortan
Üye : Yrd. Doç. Dr. Nihat Akbayrak
Üye :

ONAY

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

...../...../2010

Enstitü Müdürü

ONUR SÖZÜ

“Doç. Dr. Fikret OTLU nun danışmanlığında doktora tezi olarak hazırladığım **HALKA İLK ARZDA HİSSE SENEDİ FİYATINI BELİRLEMEDE KULLANILAN YÖNTEMLER, HALKA ARZ SONRASI KISA VE UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI: İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASINDA BİR İNCELEME** başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın tarafımdan yazıldığını ve yararlandığım bütün yapıtların hem metin içinde hem de kaynakçada yöntemine uygun biçimde gösterilenlerden oluştuğunu belirtir, bunu onurumla doğrularım”.

Sibel ÖLMEZ

ÖN SÖZ

Küreselleşmenin etkisiyle paranın sınır tanımadan özgürce dolaşabilmesi dünya ekonomisinin yeniden şekillenmesine neden olmuştur. Günümüzde, rekabet ortamı artmış ve işletmelerin hayatlarını sürdürebilmeleri bu rekabet ortamından pay alabilmelerine bağlanmıştır. Bu ortama uyum sağlamak için işletmelerin büyümeleri gerekmektedir. Bunu, işletme birleşmeleri yoluyla yapabilecekleri gibi, halka arz olarak gerekli finansmanı sağlamak yoluyla da yapabilirler.

Halka arz, işletmelerin orta ve uzun vadeli finansman gereksinimlerini karşılamaları için etkin bir yol olup, başarılı olabilmeleri için uygun zamanı ve uygun bir halka arz fiyatını belirlemeleri gerekmektedir. Düşük bir fiyatlama yapıldığı takdirde, yatırımcıların ilgisi artacak ama işletme gerekli fonları elde edemeyecektir. Yüksek bir fiyatlama ise, yatırımcıların zarar görmesine neden olacak, belki de yatırımcıların ilgisini çekmeyerek halka arz iptal edilebilecektir. Bir işletme, halka ilk arz olduğunda arz fiyatını ne kadar doğru tespit edilebilirse, hisse senedinin ikincil piyasadaki başarısı da o kadar yüksek ve istikrarlı olacaktır. Bunun da ilk aşaması işletmenin değerini doğru belirlemek ve buna göre bir halka arz fiyatı tespit etmektir.

Bu çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında 2000-2009 yılları arasında halka ilk kez arz olan işletmelerde hisse senedi değerini belirleme yöntemleri üzerinde durulmuş ve bu fiyatın sonrasında kısa ve uzun dönem fiyat performansları incelenerek düşük fiyatlama yapıp yapılmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Bunun yanı sıra, fiyat performanslarını etkileyen faktörler de belirlenmeye çalışılarak bu faktörlerin fiyat performanslar üzerinde etkili olup olmadığı araştırılmıştır.

Çalışmamda yardım ve desteklerini benden esirgemeyen başta danışman hocam Sayın Doç. Dr. Fikret OTLU ya, tezin her aşamasında yanımda olan Sayın Yrd. Doç. Dr. Ahmet U. U. ve Sayın Yrd. Doç. Dr. S. Serdar KARACA ile bana gösterdikleri sonsuz sabırları için arkadaşlarıma ve aileme teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET VE ANAHTAR KELİMELE

ÖLMEZ, Sibel. Halka İlk Arzda Hisse Senedi Fiyatını Belirlemede Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Kısa Ve Uzun Dönem Fiyat Performansları: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir İnceleme, Doktora Tezi, Malatya, 2010

Tüm dünyada işletmelerin finansman sağlamak, likiditelerini arttırmak ve kurumsallaşmak için kullandıkları en önemli araç halka açılmaktır. Halka arzlar, işletmelerin gelişimine sağladığı katkı, sermayeyi tabana yayma ve tasarrufların reel sektöre yönlendirilmesi yoluyla ülke ekonomisinin gelişmesinde de önemli bir rol oynamaktadır.

Bir işletmenin halka arz yoluyla finansman sağlaması ancak uygun zamanda ve uygun bir fiyatlamayla mümkün olmaktadır. Halka arz fiyatının belirlenmesi halka arzın en kritik aşamasını oluşturmaktadır. Bunun sebebi ise, hisse senedinin hem kısa hem de uzun dönem getirilerinin çıkış noktasının, belirlenen halka arz fiyatıyla ilişkilendirilmesidir. Ülkemizde halka arz fiyatının tespit edilmesinde en çok indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemlerinin kullanıldığı görülmektedir. Finans literatüründe, hisse senetlerinin gerçek değerinin altında bir fiyatla satışa sunulması “düşük fiyatlama”, üzerinde bir fiyatla satışa sunulması ise “yüksek fiyatlama” olarak adlandırılır.

Tezimizin konusu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda, 2000-2007 döneminde halka ilk kez arz olan işletmelerin hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını incelemek ve bu performansları etkileyen faktörleri ortaya çıkarmaktır. Bu sayede, halka ilk kez arz olan işletmelerin hisselerine yatırım yapmanın kısa ve uzun dönemde yatırımcı açısından kârlı olup olmadığı konusunda onlara bir yol göstereceği düşünülmektedir. İMKB'de 2000-2007 yılları arasında halka ilk kez arz olan işletme üzerinde yaptığımız çalışmada, diğer ülkelerde olduğu gibi, ülkemizde de düşük fiyatlama olduğu tespit edilmiştir. Bu yıllar arasında halka arz edilen işletmelerin ilk gün piyasa getirilerine göre düzeltilmiş ortalama getirileri % , olarak tespit edilmiştir. Çalışmamızda, ayrıca, çoklu regresyon analizinden yararlanılarak halka ilk kez arz olan işletmelerin fiyat performansını etkileyen faktörler tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu analiz sonucunda bağımsız

değişkenlerden işletmenin yaşının, halka arzda toplanan fon miktarının, işletmenin aktif büyüklüğünün, hissenin gelecek performansının belirsizliğini ölçmeye yarayan standart sapmanın ve ilk gün getirilerinin düşük fiyatlama üzerinde etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Halka arz, fiyatlama, halka arz fiyatı, çoklu regresyon analizi, ısa ve uzun dönem fiyat performansları

ABSTRACT AND KEY WORDS

Going public is the most important tool for the companies to provide finance, increase liquidities and institutionalize all over the world. Offering to public plays an important role in the development of the economy of the country by means of the supplement they provide for the administrations, stock spreading and directing the savings to real sectors.

An administration s providing finance by means of public offering is only available in an appropriate time and pricing. Determining the pricing of public offering is the most critical stage of public offering. The reason for this is to relate the starting points of shares both in long and short term with the determined public offering price. In our country, discounted cash flow and market multiplier methods are seen to be the mostly used methods. In finance literature, the offer of shares with a price under its real value is called “under-pricing” and the offer ith a price over its value is called “over-pricing”.

The topic of our thesis is to examine the long-term and short-term performances of the shares of administrations that offer first to public in the period of 2000-2007 in Istanbul Stock Market and to find out the factors that affects this performance. With the help of this, it is thought that whether investing on the shares of the administration the first offer to public is a benefit for the investors or not. As in other countries, under-pricing is seen in our study with the 68 administrations that first offers to public in the period of 2000-2007 in Istanbul Stock Market. Average incomes of the administrations (first offered to the public) that have been corrected according to the first day market incomes are proved to be % 6, 7. Moreover, in our study, the factors influencing the pricing performance of administrations first offered to public by using the multi-regression analyzing are tried to be found out. As a result of this analysis, it is found out that among independent variables, the age of the administrator, the fund amount collected in the public offering, active size of the administrator, standard deviation that is used for measuring the ambiguity of future performance of the shares and the fact that the first day incomes has an effect on the under-pricing.

Key words: initial public offering, under-pricing, public offering price, multi-regression analysis, short and long term pricing performances.

İ İNDEKİLER

Onur Sözü.....	i
Ön Söz.....	ii
Özet ve Anahtar Sözcükler.....	iii
Abstract and Key words.....	v
İçindekiler.....	vii
Tablolar Dizelgesi.....	iii
ekiller Dizelgesi.....	xv
Kısaltmalar Dizelgesi.....	xvi
Gİ İ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI VE MENKUL KIYMETLER BORSASI

1.1 E EL A IKLAMA	6
1.2. SE MAYE PİYASASI VE MENKUL KIYMET BORSASI	7
1.2.1. Sermaye Piyasası.....	7
1.2.1.1. Sermaye Piyasasının Ekonomideki Yeri Ve Önemi	8
1.2.1.2. Sermaye Piyasasının Sınıflandırılması	11
1.2.1.2.1. Birincil Piyasalar	12
1.2.1.2.2. İkincil Piyasalar	12
1.2.1.2.3. Üçüncül ve Dördüncül Piyasalar	14
1.2.2. Menkul Kıymetler Borsası	14
1.2.2.1. Dünya da ve Türkiye de Borsanın Tarihsel elişimi	16
1.2.2.1.1. Dünya da Borsanın Tarihsel elişimi	16
1.2.2.1.2. Türkiye de Borsanın Tarihsel elişimi	18
1.2.2.2. Menkul Kıymetler Borsasının Ekonomik İşlevleri	21

İKİNCİ BÖLÜM

HALKA ARZ VE HALKA ARZ SÜRECİ

2.1. HALKA ARZ KAVRAMI	24
------------------------------	----

2.2. HALKA ARZIN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI	27
2.2.1. Halka Arzın Avantajları	28
2.2.2. Halka Arzın Dezavantajları	31
2.3. HALKA ARZ YÖNTEMLE İ	34
2.3.1. Mevcut Hisse Senetlerinin Halka Arzı	38
2.3.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı	39
2.3.3. Karma Yöntem	41
2.4. HALKA ARZ SÜRECİ İ	41
2.4.1. Halka Arza Hazırlık Süreci	43
2.4.2. Halka Arz Süreci	47
2.4.3. Halka Arz Sonrası Süreç	52
2.5. HALKA ARZDA SATIŞ YÖNTEMLE İ	54
2.5.1. Talep Toplama Yöntemi	58
2.5.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama	58
2.5.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama	59
2.5.1.3. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama	60
2.5.2. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi	60
2.5.3. Borsa da Satış Yöntemi	60
2.6. HALKA ARZDA ARACILIK FAALİYETLE İ	61
2.6.1. En İyi Aracılık Aracılığı	65
2.6.2. Aracılık Yüklenimi Yöntemiyle Aracılık	66
2.6.2.1. Bakiyeyi Yüklenim	66
2.6.2.2. Tümünü Yüklenim	67
2.6.2.3. Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	68
2.6.2.4. Kısmen Tümünü Yüklenim	68

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HALKA ARZDA HİSSE SENEDİ FİYATINI BELİRLEMEDE

KULLANILAN YÖNTEMLER

1. GENEL AÇIKLAMA	69
2. HALKA ARZDA BELİRLEME	70

3.2.1. Halka Arz Fiyatı Belirlenirken Dikkat Edilmesi Gereken Faktörler	75
3.2.1.1. Piyasa İle İlgili Faktörler	76
3.2.1.2. Karşılaştırılabilir İşletmeler	76
3.2.1.3. Piyasa Araştırmaları	76
3.3. HALKA ARZDA HİSSE SEÇİMİNDE ETKİLELİLEME YÖNTEMLERİ	77
3.3.1. Aktife Dayalı Değerleme Yöntemleri	78
3.3.1.1. Defter Değeri	78
3.3.1.2. Tasfiye Değeri	79
3.3.1.3. Net Aktif Değer	80
3.3.1.4. Yeniden Yapma Maliyeti	82
3.3.1.5. Yerine Koyma Maliyeti İkamе Değeri	82
3.3.2. Piyasa Değerlerine Dayalı Değerleme Yöntemleri	83
3.3.2.1. Fiyat / Kazanç Oranı (F / K)	85
3.3.2.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı (PD / DD)	89
3.3.2.3. Piyasa Değeri / Satışlar Oranı (PD / S)	91
3.3.2.4. Piyasa Değeri / Nakit Akım Oranı (PD / NA)	92
3.3.2.5. Piyasa Değeri / Vergi, Faiz ve Amortisman Öncesi Kar Oranı	92
3.3.3. Gelir Yaklaşımına Dayalı Değerleme Yöntemleri	94
3.3.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İA Yöntemi)	95
3.3.3.1.1. gelecekteki nakit Akımlarının Belirlenmesi	96
3.3.3.1.2. nakit Akımlarının Tahmin Süresi	99
3.3.3.1.3. İskonto Oranının Belirlenmesi	99
3.3.3.1.4. İndirgenmiş Nakit Akımları Kapsamındaki Modeller	102
3.3.3.1.4.1. Firmaya Serbest Nakit Akımlarının İskonto Edilmesi Yaklaşımı (FCFF= Free Cash Flow to Firm)	102
3.3.3.1.4.2. Özsermayeye Serbest Nakit Akımlarının İskonto Edilmesi Yaklaşımı (FEE= Free Cash Flow to Equity)	103
3.3.3.2. İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi (Temettü Verimi Yöntemi)	105
3.3.3.2.1. Sıfır Büyüme Modeli	108
3.3.3.2.2. Sabit Oranda Büyüyen Kar Payları İskonto Yöntemi	109
3.3.3.2.3. Düzensiz Oranda Büyüyen Kar Payı İskonto Modeli	110
3.3.4. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA Yöntemi)	112

3.4. 2000-200 YILLA İ A ASI DA HALKA İLK KEZ A Z OLA İ LETMELE İ KULLA DIKLA IDE E LEME YÖ TEMLE İ	117
---	-----

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

HALKA İLK KEZ ARZ OLAN HİSSELERİN KISA VE UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI

1. E EL A IKLAMA	121
4.2. HALKA İLK A ZDA DÜ ÜK FİYATLAMAYA İLİ Kİ HİPOTEZLE	121
4.2.1. Asimetrik Bilgi Hipotezi	122
4.2.2. Örtülü Sigorta Hipotezi	123
4.2.3. Sinyal Hipotezi	124
4.2.4. Spekülatif Balon Hipotezi	124
4.2.5. Monopson üç Hipotezi	125
4.2.6. İskten Kaçınan Aracı Kurum Hipotezi	126
4.2.7. Firmanın İtelığının östergesi Olarak Düşük Fiyatlama Hipotezi	126
4.2.8. elale Etkisi Hipotezi	127
4.2.9. Kurumsal Zaman Kaybı Hipotezi	127
4.2.10. İhraç Yönteminin Seçimine öre Sinyalleşme	127
4.2.11. Aracı Kuruluşun İtibarı ile Sinyal Verme Hipotezi	128
4.2.12. Diğer Hipotezler	129
4.2.13. Düşük Fiyatlamının Kaynağı Olarak Piyasa Yapısı	130
4.3. YU T DI İ DA VE TÜ KİYE DE HALKA İLK A ZDA FİYAT PE FO MA SLA İ İLE İL İLİ YAPILA ALI MALA	131
4.3.1. enel Açıklama	131
4.3.2. Amerika Birleşik Devletleri Piyasalarında Yapılan alışmalar	134
4.3.3. Avrupa Piyasalarında Yapılan alışmalar	137
4.3.4. Latin Amerika Piyasalarında Yapılan alışmalar	139
4.3.5. Uzak Doğu Piyasalarında Yapılan alışmalar	140
4.3.6. Türkiye de Yapılan alışmalar	142

BE İNCİ BÖLÜM
İMKB DE -2007 YILLARI ARASINDA HALKA İLK
KEZ ARZ EDİLEN HİSSE SENETLERİNİN KISA VE UZUN
DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARININ ANALİZİ

5.1 A A TI MA I KO USU VE AMA I	147
5.2. A A TI MA I YÖ TEMİ	147
5.3. İMKB DE 2000-200 YILLA I A ASI DA HALKA İLK KEZ A Z OLA İ LETMELE İ KISA DÖ EM FİYAT PE FO MA S A ALİZİ	148
5.3.1. Kullanılan Veriler	148
5.3.2. Yöntem	150
5.3.3. 2000-200 Dönemlerinde İMKB de Halka İlk Kez Arz Olan İşletmelerin Sektörleri ve İlk İşlem Tarihleri	153
5.3.4. İMKB de Kısa Dönem Fiyat Performansları	155
5.3.5. Kısa Dönemde Sektör Bazında Fiyat Performansları	167
5.4. İMKB DE 2000-2007 YILLA I A ASI DA HALKA İLK KEZ A Z OLA İ LETMELE İ UZUN DÖ EM FİYAT PE FO MA S A ALİZİ	169
5.4.1. enel Açıklama	169
5.4.2. İMKB de Uzun Dönem Fiyat Performansları	170
5.4.3. Uzun Dönemde Sektör Bazında Fiyat Performansları	185
5.5. HALKA İLK A ZDA KISA DÖ EM FİYAT PE FO MA SI I BELİ LEYİ İLE İ	190
5.5.1. enel Açıklama	190
5.5.2. egresyon Analizinde Kullanılan Değişkenler	190
5.5.3. Regresyon Modelinin Analizi	195
5.5.4. Regresyon Analizinde Elde Edilen Bulgular	196
5.5.5. egresyon Analizinin enel Değerlendirmesi	205

ALTINCI BÖLÜM
SONU VE ÖNERİLER

SO U VE Ö E İLE	208
EKLER	216
KAY AK A	248

TABLolar DİZEL ESİ

Tablo 1: 2000-200 Yılları Arasında Kullanılan Halka Arz Yöntemleri.....	35
Tablo 2: 2000-200 Yılları Arasında Halka Açılan İşletmelerin Halka Arz Oranları	37
Tablo 3: 2000-200 Yılları Arasında Yapılan Halka Arzlarda Satış Yöntemleri ..	57
Tablo 4: 2000-200 Yılları Arasında Yapılan Halka Arzlarda Aracılık Türleri.....	64
Tablo 5: Nakit Akımlarının Hesaplanması.....	98
Tablo 6: 2000-2000 Yılları Arasında Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	118
Tablo : Halka İlk Arzlarda Uzun Dönem Performansa İlişkin alışmalar	132
Tablo : Halka İlk Arzlarda İlk ün Performansıylal İlgili alışmalar.....	133
Tablo 9: 2000-200 Yılları Arasında Halka Arz Olan İşletme Sayısı	150
Tablo 10: 2000-200 Yılları Arasında Halka Arz Olan İşletmelerin Sektörel Dağılımları	154
Tablo 11: 2000 Yılı 21 İşlem ünü Fiyat Performansları	156
Tablo 12: 2002 Yılı 21 İşlem ünü Fiyat Performansları	157
Tablo 1 : 200 Yılı 21 İşlem ünü Fiyat Performansları	159
Tablo 1 : 200 Yılı 21 İşlem ünü Fiyat Performansları	161
Tablo 1 : 200 Yılı 21 İşlem ünü Fiyat Performansları	162
Tablo 1 : 200 Yılı 21 İşlem ünü Fiyat Performansları	163
Tablo 1 : 200 Yılı 21 İşlem ünü Fiyat Performansları	165
Tablo 18: 2000-200 Dönemi 21 İşlem ünü Fiyat Performansları	166
Tablo 19: 2000-200 Dönemi Sektör Performansları A	168
Tablo 20: 2000 Yılı Fiyat Performansları	170
Tablo 21: 2002 Yılı Fiyat Performansları	172
Tablo 22: 200 Yılı Fiyat Performansları	174
Tablo 2 : 200 Yılı Fiyat Performansları	176
Tablo 2 : 200 Yılı Fiyat Performansları	178
Tablo 2 : 200 Yılı Fiyat Performansları	180
Tablo 2 : 200 Yılı Fiyat Performansları	182
Tablo 27: 2000-200 Dönemi Fiyat Performansları	184
Tablo 28: 2000-200 Dönemi Sektör Performansları A	186

Tablo 29: 2000-2000 Dönemi Sektör Performansları A	189
Tablo 30: 2000-2000 Yılları Arasında İlk Hafta Fiyat Performansını Belirleyen Değişkenlerin Etkileri	197
Tablo 31: 2000-2000 Yılları Arasında 2. Hafta Fiyat Performansını Belirleyen Değişkenlerin Etkileri	200
Tablo 32: 2000-2000 Yılları Arasında . Hafta Fiyat Performansını Belirleyen Değişkenlerin Etkileri	201
Tablo 33: 2000-2007 Yılları Arasında . Hafta Fiyat Performansını Belirleyen Değişkenlerin Etkileri	203

EKİLLER DİZEL ESİ

ekil 1: 2000-200 Yılları Arasında Halka Arzda Elde Edilen Hasılat Tutarları...	36
ekil 2: 2000-200 Yılları Arasında Halka Açılan İşletmelerin Halka Arz Oranları	
.....	38

KISALTMALAR DİZEL ESİ

APM	: Arbitrage Pricing Model (Arbitraj Fiyatlama Modeli)
AR	: Abnormal Return (Ortalama Anormal Getiri)
AR-GE	: Araştırma geliştirmeye
CAMP	: Capital Asset Pricing Model Menkul Varlık Fiyatlama Modeli
CAR	: Cumulative Abnormal Return (Birikimli Ortalama Anormal Getiri)
EVA	: Ekonomik Katma Değer
F / K	: Fiyat / Kazanç Yöntemi
F / NA	: Fiyat / Nakit Akımı
F / S	: Fiyat / Satış
FCFE	: Free Cash Flow to Equity Özsermayeye Serbest Nakit Akımlarının İskonto Edilmesi Yaklaşımı
FCFF	: Free Cash Flow to Firm Firmaya Serbest Nakit Akımlarının İskonto Edilmesi Yaklaşımı
HAAO	: Halka Açık Anonim Ortaklıklar
HİA	: Halka İlk Arz
IPO	: Initial Public Offering Halka İlk Arz
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İNA	: İndirgenmiş Nakit Akımları
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
PD / AFVÖK	: Piyasa Değeri / Amortisman, Faiz ve Vergi Öncesi Kar
PD / DD	: Piyasa Değeri / Defter Değeri
PD / NA	: Piyasa Değeri / Nakit Akım
ROIC	: Return on Invested Capital Yatırılan Sermayenin Getirisi
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn.	: Sermaye Piyasası Kanunu
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
WACC	: Weighted Average Cost of Capital Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)

İRİ

Teknoloji alanındaki hızlı gelişmeler ile birlikte ülkelerinin birbirleriyle özellikle de ekonomi alanındaki iletişimleri artmıştır. Dünya, artık küreselleşmenin etkisiyle işletmeler açısından daha çok rekabet edilmesi gereken bir yer haline gelmiştir. Artık, işletmeler ayakta kalabilmek ve rekabet edebilmek için büyümek ve kurumsallaşmak zorundadırlar. Bunun için de işletmelerin finansmana ihtiyaçları vardır. İşletmeler, bir süre kendi iç kaynaklarından bu fonları sağlasalar bile zamanla dış kaynaklara da ihtiyaç duymaktadırlar. Ülkemizde, özellikle uzun yıllardır süren enflasyonun da etkisiyle işletmelerin kredi kuruluşlarından uzun süreli fon sağlamaları mümkün olmamaktadır veya maliyeti çok yüksek olmaktadır. Rekabet etmek ve büyümek isteyen işletmeler için, ucuz maliyetli ve uzun süreli fon sağlamanın en kolay yolu ise işletmelerini halka arz etmeleridir.

Ülkemizde, işletmelerin yapısına baktığımızda özellikle “aile şirketleri” dediğimiz küçük ölçekli ve ömürleri birkaç nesille sınırlı olan bir yapı olduğu görülmektedir. Küresel işletmeler liginde işletmelerimizin temsil edilebilmesi için gerekli olan hareketliliği sağlayabilmek adına bu aile şirketlerinin kurumsallaşması ve sermaye piyasasına adım atmaları gerekmektedir. Küçük ve Orta Boy İşletmeler ya da kısaca KOBİ olarak bilinen bu işletmeler hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin belkemiğini oluşturmaktadırlar (Akdeniz, 2004: 22). İşletme sayısı ölçü olarak alındığında, KOBİ lerin toplam ekonomi içindeki payı ABD de .2, aponya da . , İngiltere de , üney Kore de . ve Türkiye de . dur. Dünya daki KOBİ borsalarına baktığımızda, 200 yılında NASDAQ (Amerika) borsasında işlem gören işletme sayısının .100, ASDA aponya) borsasında 1 ve AIM İngiltere borsasında ise 1. 00 işletme olduğu görülmektedir Öztangut, 200 : 1 . Halka arz olmaya karar vermek ve çok ortaklı bir yapıya dönüşmek işletmeler için verilmesi gereken zor bir karardır. Bununla birlikte ülkelerin ekonomik gelişmişliğinin en büyük ölçülerinden birisi de borsada işlem gören işletme sayısıdır. Ülkemizde 2002 yılı itibariyle toplam işyeri sayısının 1. .1 1 adet olduğu tespit edilmiştir. 200 yılı içinde Türkiye de kurulu olan anonim şirket sayısının 100.000 civarında olduğu tahmin edilmektedir Öztangut, 2008: 14). Tüm bu rakamlara bakıldığında ve 2010 yılında İstanbul Menkul

Kıymetler Borsası'nda İMKB) işlem gören işletme sayısının olduğu düşünüldüğünde ülkemizde borsada bulunan işletme sayısının çok az olduğunu ve bu sayının artması gerektiğini söylemek mümkündür.

Halka arz, sadece işletmelerin finansman sağlamaları için değil aynı zamanda gelişimlerine katkıda bulunmasında, sermayeyi tabana yaymada ve tasarrufların reel sektöre yönlendirilmesi yoluyla da ülke ekonomisinin gelişmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

Halka arz sayısının artırılmasının ülkemizin gelişimine önemli katkılar sağlayacağı aşırıdır. Bunun için, devletin de gerekli düzenlemeleri yapması gerekmektedir. Örneğin, halka arzlardaki bürokratik bir takım işlemleri kolaylaştırılmak ve vergisel alanda bazı teşvikler sağlayarak bu alanın gelişimine katkıda bulunması gerekmektedir. İlk adım olarak 6-7.0 .2010 tarihinde dört büyük kuruluşun bir araya gelmesiyle “halka arz seferberliği” adı altında bir çalışma başlatılmıştır. Bu dört kuruluş, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İMKB ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği TSPAKB'dir. İstanbul'da başlatılan bu seferberliğin amacını kısaca, “halka arzları ülke geneline yaymak ve ülkemizin uluslararası rekabet gücüne kavuşmasını sağlamak” şeklinde özetlemek mümkündür. Halka arz seferberliğinde SPK Başkanı Prof. Dr. Vedat AK İ AY, “ülkemizin bugünkünden üç kat daha büyük bir borsayı yaşatabilecek büyüklükte bir potansiyele sahip olduğunu ve önümüzdeki -10 yıllık dönemde bir trilyon doların üzerinde bir borsayı hedeflediklerini” söylemiştir.

Halka arzda bir taraf işletme iken, diğer taraf ise, bu işletmelerin hisselerini satın alarak belli bir kazanç sağlamayı hedefleyen yatırımcılardır. Özellikle halka ilk kez arz olan işletmelerde en önemli aşama halka arz fiyatının tespit edilmesidir ki bunun için de işletme değerinin doğru tespit edilmesi gerekmektedir. Bir halka arzın başarılı olarak nitelendirilebilmesinin en temel şartı yatırımcıların almak istedikleri, halka arza konu olan işletmelerin ise satmaya razı oldukları hisse senedine olan talebi artırarak ikincil piyasada da hisse senedinin performansını devam ettirebilmektir. Bunun yanı sıra, halka ilk kez arz olan işletmenin istediği h sılatı da kazandıracak bir fiyatın tespit edilmesidir. Halka arz fiyatı yüksek belirlendiği takdirde yatırımcıların

halka arza ilgisi az olacak ve belki de halka arzdan vazgeçilmesi gerekecektir. Bu da hem halka arz edilecek işletmenin hem de halka arza aracılık eden kuruluşun itibarının zedelenmesine neden olacaktır. Fiyatın gerçek piyasa fiyatının altında belirlenmesi ise halka arza konu olan işletmenin mevcut hissedarlarını alternatif bir maliyetle karşı karşıya bırakacak ve yine aracı kuruluşun itibarında zedelenme meydana gelecektir. Bu dengenin en iyi sağlanacağı fiyatın tespit edilmesi halka arzın en önemli aşamasını oluşturmaktadır. Çünkü halka ilk arzda fiyat ne kadar doğru tespit edilebilirse, hisse senedinin ikincil piyasadaki başarısı da o kadar yüksek ve istikrarlı olacaktır.

Halka ilk arzlarda hisse senetlerinin fiyat performanslarının değerlendirilmesine ilişkin yapılan çalışmaların büyük bir çoğunluğu halka ilk kez arz olan hisse senetlerinin *düşük fiyatlandırıldığını* ve dolayısıyla birincil piyasadan hisse senedi alan yatırımcıların, halka arzın ilk günlerinde bu hisse senetlerini ikincil piyasada satarak piyasa getirisinin üzerinde anormal bir getiri elde edeceğini göstermek amacıyla yapılmaktadır. Bu araştırmaların sonuçlarına göre, araştırma yapılan piyasaların büyük çoğunluğunda halka ilk arz fiyatının, genellikle alım-satımın başladığı ilk gün sonundaki fiyatından düşük olduğunu doğrulayan önemli sayıda sonuç elde edilmiştir. Bununla birlikte, uzun dönemde bu düşük fiyatlandırmanın devam etmediği ve çoğu zaman hisse fiyatlarının piyasa getirisinin de altına düştüğünü gösteren çalışmalar da mevcuttur.

Bu çalışmanın amacı ise dünyadaki birçok ülkenin borsasında geçerli olan halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinde düşük fiyatlama olgusunun, 2000-2007 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda var olup olmadığını ortaya koymak ve halka ilk kez arz olan hisse senetlerinin hem kısa hem uzun dönemde fiyat performanslarını ve aynı zamanda bu performansı etkileyen faktörleri araştırmaktır.

“Halka İlk Arzda Hisse Senedi Fiyatını Belirlemede Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Kısa Ve Uzun Dönem Fiyat Performansları: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir İnceleme” adlı bu doktora tez çalışması altı bölümden meydana gelmektedir.

Araştırmanın ilk bölümünde sermaye piyasası ve menkul kıymet borsaları, ekonomideki önemleri ve tarihsel gelişimleri anlatılmıştır.

Araştırmanın ikinci bölümünde halka arz kavramı ve süreci üzerinde detaylı olarak durulmuştur. Bu bölümde; halka arzın avantajları ve dezavantajları, halka arz yöntemleri, halka arz süreci ve sonrasındaki fiyat istikrarı çalışmaları, halka arzlarda satış yöntemleri ve halka arzda aracılık faaliyetleri mevzuat çerçevesinde açıklanarak ülkemizde 2000-200 yılları arasında tercih edilen satış yöntemleri ile aracılık faaliyetleri tablolar üzerinde gösterilmiştir.

Araştırmanın üçüncü bölümünde, halka arzın en önemli aşaması olan halka arz fiyatını belirlemede kullanılan yöntemler üzerinde durulmuştur. Bu bölümde, halka arzda değerlemede ilk olarak işletmenin değerinin tespiti için finans literatüründe kabul edilen teknik ve temel analiz ile modern yaklaşım kısaca açıklanmıştır. Daha sonra, hisse senedi değerini belirlemede kullanılan yöntemler aktife dayalı, piyasa değerine dayalı ve gelir yaklaşımına dayalı değerlendirme yöntemleri olarak üç sınıfa ayrılarak kullanılan yöntemler açıklanmıştır. Ülkemizde 2000-200 yılları arasında halka arz olan işletmelerde kullanılan değerlendirme yöntemleri bir tablo şeklinde sunulmuş olup en çok “*indirgenmiş nakit akımları*” (İ A) ve piyasa çarpanları yöntemlerinin kullanıldığı tespit edilmiştir. Alternatif bir değerlendirme yöntemi olarak “*ekonomik katma değer*” (EVA) yöntemi üzerinde de durulmuştur.

Araştırmanın dördüncü bölümünde, halka ilk arzlarda hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performansları kuramsal olarak ele alınmıştır. Bu bölümde ilk olarak, halka ilk arzlarda düşük fiyatlamaya ilişkin hipotezler açıklanmıştır. Daha sonra yurtdışında ve ülkemizde halka ilk arzlarda fiyat performanslarıyla ilgili yapılan literatür çalışmasına yer verilmiştir.

Araştırmanın beşinci bölümünde, İMKB de 2000-200 yılları arasında halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansları “Olay alışması” yöntemi kullanılarak analiz edilmeye çalışılmıştır. Bu bölümde hem kısa hem de uzun dönem fiyat performansları tablolar üzerinde gösterilmiş ve sektörel ayırım da

analiz edilmiştir. Bunların dışında, kısa dönemde fiyat performansını etkileyebilecek faktörler belirlenerek çoklu regresyon analizi yapılmıştır.

Araştırmanın altıncı bölümünde ise sonuç ve öneriler üzerinde durulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI VE MENKUL KIYMETLER BORSASI

1.1. ENEL A IKLAMA

ünümüzde ülkeler gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olarak sınıflandırılmaktadırlar. Bu sınıflandırma yapılırken öncelikli olarak ülkelerin ekonomik gücüne bakılmaktadır. Finansal gelişme ile ekonomik gelişme arasında güçlü bir bağ olduğu, ülke ekonomilerinin gelişim süreçleri izlendiğinde açık bir şekilde ortaya çıkmaktadır.

Her ülke; ekonomisinin büyümesini, işsizlik oranının düşmesini, gelir düzeyinin artmasını, imalat sanayinde kapasite kullanım oranlarının yükselmesini ve bunun gibi birçok makro ekonomik göstergelerin pozitif sinyaller vermesini ister.

Planlı ve istikrarlı bir şekilde büyüyen ülke ekonomisinde sermaye piyasasının gelişimini aynı zamanda ekonomik gelişmenin de izlemesi gerekmektedir. Ekonomik gelişmeyi yaratan reel sektör ile finansal gelişmeyi sağlayan finansal kuruluşlar bir madalyonun iki yüzü gibidir. eel sektör ve finans sektörü arasındaki ilişkilerin sağlıklı bir ortamda gelişmesi, ülke ekonomisinin sürdürülebilir istikrarı yakalamasının ve dolayısıyla sürdürülebilir büyüme ve kalkınma hedeflerine ulaşılmasının yolunu açmaktadır Alptekin, 2008:7). Ekonomik kalkınmayı sağlamak için de sermayeye ihtiyaç vardır. Sermaye birikiminin sağlanması da sermaye piyasasının gelişmesine bağlıdır.

Sermaye piyasasında taraflardan biri tasarruf sahipleridir. Bu tasarruf sahipleri, birikimlerini k r sağlayacak alanlarda değerlendirmek isterler. Burada sermaye piyasasının ikinci tarafı olan ve bu birikimlerle yatırım yapmak veya mevcut yatırımlarını genişletmek isteyen girişimciler ortaya çıkar. Sonuçta, tasarruf fazlası olanlarla tasarruf açığı olanların bir araya gelmesinin sağlanması ve bu tasarrufların yatırıma dönüşmesi için gerekli bir ortama ihtiyaç olduğu açıktır. Mali veya Finansal piyasalar bu ihtiyaçtan ortaya çıkmıştır.

Mali piyasalar bir ekonomide tasarrufların, bu tasarrufları daha verimli kullanacak olanlara finansal araçlarla aktarılmasını sağlayan piyasalardır. Daha geniş

bir tanım yaparsak tasarruf fazlası olan ekonomik birimlerle, tasarruf açığı olan ekonomik birimlerin karşılaşmasını sağlamak, bu birimler arasında fon akışını gerçekleştirmek için kurulan kurumlara finansal kurumlar, bu kurumların oluşturduğu kesime de finans kesimi denir Bolak, 2001: 8).

Mali piyasaları veya finansal piyasaları para piyasası ve sermaye piyasası şeklinde bir sınıflamaya tabi tutmak mümkündür.

Para piyasası, genellikle bir yıldan kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı, sermaye piyasası ise bir yıldan uzun süreli fonların arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır Konuralp, 200 : 19).

Sermaye piyasasında fonlar genellikle, tahvil, hisse senedi gibi uzun veya sonsuz vadeli finansal varlıklar karşılığında el değiştirir. İşletmeler, para piyasasına genellikle işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak üzere başvururken, sermaye piyasasına, uzun vadeli yatırım projelerini finanse etmek, sermayelerini artırmak üzere başvururlar (Bolak, 2001: 8).

Sermaye fonları, menkul kıymetlerin alım ve satımı ile el değiştirdiğinden, sermaye piyasasının menkul kıymetler piyasası ile eş anlamlı kullanıldığı görünse de menkul kıymetler piyasası daha dar bir piyasa olup, sadece hisse senedi ve borçlanma senetlerinden oluşmaktadır. Menkul kıymetler piyasalarının arz ve talebin örgütlü olarak karşılaştığı yerler ise borsalardır.

. . SERMAYE PİYASASI VE MENKUL KIYMETLER BORSASI

1.2.1. Sermaye Piyasası

Ülkelerin en temel amacı, mevcut sınırlı kaynaklarını akılcı bir biçimde kullanarak ekonomik büyümelerini artırmak ve böylece ekonomik kalkınma sürecini hızlandırmaktır. Bu işletmeler için de söylenebilir; bununla beraber günümüzün rekabetçi ortamında işletmelerin büyümeleri ve kurumsallaşmaları zorunluluk haline gelmiştir. İşletmelerin bunları yapabilmesi için de kaynak bulmaları gerekmektedir. Bu kaynağı bulabilecekleri ortamlardan biri de sermaye piyasasıdır.

Sermaye piyasasını sadece işletmeler için kaynak bulabilecekleri yerler olarak görmek yanlış olacaktır. Yapılan araştırmalar, gelişmiş ve fonksiyonlarını

etkin şekilde yerine getiren finansal sistemlerin, bireylerin ellerinde bulunan küçük değer taşıyan mevduatları, büyük yatırımlara yönlendirme, yatırım çeşitlenmesini mümkün kılarak, tasarruf sahiplerinin risklerini azaltma, uygulanması düşünülen projeler hakkında bilgi toplama ve değerlendirme maliyetlerini, uzmanlaşmış kurumları vasıtasıyla azaltma ve kaynakların yönetilmesini izleme gibi fonksiyonlar üstlenerek, verimliliği ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi arttırabildiğini göstermektedir Aslan ve Küçükaksoy, 200 : 12 .

Küreselleşme sürecinde ve teknolojinin de gelişmesiyle birlikte dünya çapında tüm finansal piyasalar hızla gelişmektedir ve her ülke mali yapılarını ve sistemlerini güçlendirmek için çeşitli reformlar yapmaktadırlar. Dünya çapında özellikle ekonomik ve ticari anlamda ama yine de her alanda, rekabet artmıştır Özgen, 1 : 50).

Ülkemizin de içinde bulunduğu ve “gelişmekte olan ülkeler” konumunda olan ülkeler, finansal piyasalarını hızla geliştirerek, dünya yatırım fonlarından daha büyük bir oranı ülkelere çekmeyi ve uluslararası piyasa hareketlerinden daha fazla pay almayı amaçlamaktadırlar. Tüm bu yapılanların ardındaki temel amaç ise, ekonomik yapılarını güçlendirerek, üretim ve ihracatın önündeki engelleri aşmaktır Özgen, 1 : .

Günümüzde sermaye piyasasından yoksun bir mali sistemi düşünmek imk nsızdır. Para piyasası ve sermaye piyasası birbirini tamamlamakta ve ekonomiye işlerlik kazandırmaktadırlar.

1.2.1.1. Sermaye Piyasasının E onomi e i Yeri Ve Önemi

Ülke ekonomisi açısından sermaye piyasasının önemi, tek başına ekonomiye yararı bulunmayan küçük tasarrufların menkul kıymetlere yatırılmasıyla büyük birikimlerin oluşması ve bu birikimlerin büyük yatırımlara akmasını sağlamaktır. Menkul kıymetlerin halka arzı birincil piyasa ve menkul kıymetlerin el değiştirmesi (ikincil piyasa) sermaye piyasasının esasını teşkil eder. Piyasanın temel kurumları menkul kıymetler borsası ve aracı kuruluşlardır (Tekinalp, 1982: 15).

Yatırımcılar, yatırımlarını belli bir getiri beklentisi ile aracı kuruluşlar vasıtası ile sermaye piyasasındaki yatırım araçlarında değerlendirirler. Banka ve

Aracı Kurumları kapsayan aracı kuruluşlar, yatırımcıların talepleri ve beklentileri doğrultusunda sermaye piyasası işlemlerini gerçekleştirirler. İrişimciler ise sermaye piyasasında ihraç ettikleri hisse senetleri veya borçlanma senetleri aracılığıyla yatırımcıların tasarruflarını reel yatırımlara dönüştürürler. Böylece ekonomik büyümeye ve gelişmeye katkıda bulunurlar (Jourdan, 2006: 14).

elişmekte olan bir ekonomide, mali piyasaların ya da finans kesiminin gelişmesinin ekonomiye sağlayacağı yararlar şu noktalarda toplanabilir: (Bolak, 2001: 9-10)

- **eliş ve re a artışına at ır:** elişmiş bir mali piyasa ülke kaynaklarının en verimli bir şekilde dağılımını sağlayabilir. Fertlerin düşük verimli yatırımlar yapmaları yerine, kaynakların kurumsal yatırımcıların eline geçerek, yüksek verimli yatırımlarda değerlendirilmesi milli gelir ve refah artışına katkı sağlayacaktır.

- **Va e ayarlamaları:** elişmiş bir mali ortamda gerek fon sunanlar, gerekse fonlardan yararlananlar için, alternatif piyasalar ve kaynaklar ortaya çıkar. Fon sunanlar, bu fonlarını kısa, orta veya uzun vadeli değerlendirmek isterlerken yine kısa, orta veya uzun vadeli fon ihtiyacı olan kişiler mevcuttur. elişmiş bir mali piyasa, çeşitli kurum ve araçlarla, iki kesim arasındaki vade ayarlamalarına olanak sağlar.

- **Miktar ayarlamaları:** Mali piyasalar, dağınlık durumdaki küçük tasarrufların, güven sağlayan geniş tabanlı bir finans havuzunda bir araya getirilip biriktirilmesini sağlar. Böylece, tek başlarına yatırım yapmaya yeterli olmayacak boyutlardaki fonlar birleşerek büyük yatırımlara dönüşebilir.

- **Ris ayarlamaları:** elişmiş mali piyasalarda, risk bakımından farklılıklar gösteren çeşitli mali araçlar bulunacaktır. Böylece yatırımcılar risk tercihlerine göre istedikleri mali araca yatırım yapabileceklerdir. İyi çalışan bir mali piyasada risk ile getiri arasında doğru ilişki bulunmalı, daha yüksek riskin karşılığı, daha yüksek getiri olmalıdır. Ancak yüksek kazanç için daha fazla risk göze alındığında, yüksek kazanç kadar yüksek zarara da uğranabileceği kabul edilmelidir.

- **Büyü ölçe li ırmaların urulması:** Finans kesimine akan birikimler ile sanayi kesimi arasında etkin işleyen kanalların kurulmasıyla, sanayi kesiminde

büyük ölçekli sermaye şirketlerinin doğup büyümesine olanak verilir.

- **Re abet artışı:** Mali piyasaların gelişmesi, mali kurumlar arasında, menkul kıymetler arasında, yatırım danışmanlığı, yönetim, değerlendirme gibi çeşitli fonksiyonlar arasında rekabeti de artıracaktır. Tabi bunun için rekabeti kısıtlayıcı kurumsal ve yasal engellemelerin bulunmaması gerekir. Rekabet sonucu, piyasa faiz oranının reel büyüklüklere göre belirlenmesi şansı artarken, tasarrufların kazandığı faiz oranıyla kredi faiz oranları arasındaki diğer bir deyişle, fon arz edenlerin sağladığı kazanç oranıyla, kullanım maliyeti arasındaki fark giderek kapanacaktır.

- **Mül iyetin eniş al to lulu larına yayılmasıyla to lum a aha en eli bir elir a ılımı sa lanması:** Özellikle sermaye piyasasının gelişmesi ve küçük tasarruf sahiplerinin hisse senetlerine yatırım yaparak sınai işletmelere ortak olması hem mülkiyetin yayılmasına olanak sağlayacak, hem de küçük tasarrufların k r payı geliri elde etmesiyle gelir dağılımında nispi bir düzelme sağlanabilmesi mümkün olacaktır.

Yukarıda sermaye piyasasının ekonomiye sağlayacağı yararlar sayılmıştır. Bunların dışında, sermaye piyasasının işlevi diyebileceğimiz ve önem arz eden başka özellikleri de vardır. Bunlar

- **Yatırımcı a larının orunması:** Sermaye piyasasında işlem görmek isteyen işletmeler belirli özelliklere sahip olmak zorundadırlar. Menkul kıymetlerini menkul kıymet borsalarına kote ettiren işletmeler sürekli denetim ve gözetim altındadır ki bunun amacı da yatırımcı haklarının korunmak istenmesidir.

- **Yatırım ararlarını et ilemesi:** Sermaye piyasasında işlem gören işletmelerin mali yapısına ilişkin her türlü bilgiye kolaylıkla ulaşılabilir. Bu bilgiler ilgi duyan kişilerce kullanılmaktadır. Böylece, bu işletmelere yatırım yapmak isteyenler kararlarını daha sağlıklı bir şekilde alabilmektedirler.

- **Veri yaratması:** Halka açılmış işletmelerin hisse senetlerine göre düzenlenen menkul kıymet fiyat endeksleri, ülkenin genel ekonomik gidişi hakkında fikir veren ve gelecek hakkında tahminlerde bulunabilmek için bir veridir. Enflasyonun, yatırımların, gelişme ve kalkınmanın, ekonomi dışı etkenlerin savaş tehlikesi, politik istikrarsızlık ekonomideki etkilerinin en iyi izlenebildiği yerlerden

biri sermaye piyasasıdır. İMKB Eğitim Seti, 200 :)

Yukarıdaki maddeler sermaye piyasasının ekonomideki önemini ortaya koymaktadır. Kısaca baktığımızda; sermaye piyasasının gelişiminin ülke kalkınmasına ve ekonomik büyümenin hızlandırılmasına, kaynakların verimli alanlarda değerlendirilmesine, tasarrufların birikimlerini şeffaf ve güvenli bir ortamda sağlamasına, sermayenin tabana yayılmasına, uzun vadeli yatırım ve fonlama imk nlarının artmasına, geleceğe ilişkin tahmin ve öngörülerin daha tutarlı hale gelmesine, ekonominin risklerinin ve kırılganlığının azalmasına katkı sağladığını söyleyebiliriz.

1.2.1.2. Sermaye Piyasasının Sını lan ırılması

Sermaye piyasasının yapısını hukuki çerçeve, sermaye piyasasının kurumları, sermaye piyasasının araçları, menkul kıymet arz edenler, menkul kıymet talep edenler ve aracılar olarak incelemek gerekir. Sermaye piyasası orta, uzun ve sonsuz vadeli fonların arz ve talebinin aracı kuruluşlar aracılığıyla ve menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Yani, sermaye piyasasında fonlar kıymetli evrak hükmündeki belgeler karşılığında el değiştirmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu SPKn. 3. madde “b” bendinde, “sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır” şeklinde düzenlenmiştir. Yine aynı madde de menkul kıymetler “ortaklık veya alacaklık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel getiri getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları kurulca belirlenen kıymetli evraktır” şeklinde tanımlanmıştır. Sermaye piyasasının temel araçları olan menkul kıymetler ise; hisse senetleri ve tahvillerdir (Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 57). Diğer sermaye piyasası araçları ise menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraklardır.

Sermaye piyasasında menkul kıymetler el değiştirdiğine göre, fon sahipleri bunları iki şekilde satın alabilirler. Birincisi, ilk ihraçtan ya da birincil piyasa dediğimiz piyasalardan ikinci ise, ikinci elden ya da ikincil piyasalardan.

ünümüzde üçüncül ve dördüncül piyasalar da ortaya çıkmıştır.

1.2.1.2.1. Birincil Piyasalar

Hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri piyasaya arz eden işletmeler ile tasarruf sahibi alıcıların direkt olarak karşılaştıkları piyasalardır. Arada işletmenin bizzat bulunmayıp bir banka ya da aracı kurumun bulunması bu alımın birincil piyasadan olmasına engel değildir. Eğer işletmeler ihraç ettikleri menkul kıymetleri, doğrudan fon talep edenlere sunarlarsa, buna doğrudan çıkarım denir. Doğrudan çıkarımda herhangi bir finansal aracı yer almayacağından ödenecek bir komisyon yoktur. Söz konusu bu durum ihraç maliyetlerinde önemli bir tasarruf sağlayarak üstünlük yaratır. Sakıncası ise ihracın başarısız olma riskinin yüksek olmasıdır çünkü bu süreç oldukça karmaşık işlemler gerektirmekte ve bir uzmana ihtiyaç duyulmaktadır. İşletmeler, menkul kıymetlerini arz ederken aracı kurumların hizmetlerinden yararlanıyorlarsa dolaylı çıkarım söz konusudur (Eylan ve Korkmaz, 2000: 18). Dolaylı çıkarımda ise finansal aracıya komisyon ödenmesine karşın ihracın başarısız olma riski daha düşüktür.

Birincil piyasaya en güzel örneklerden biri, işletmelerin hisse senetlerinin halka arzıdır. İşletmeler, orta ve uzun vadeli fonları birincil piyasada sağlarlar. Birincil piyasada yapılan menkul kıymet ihraçları ile bu menkul kıymetleri talep edenlerden işletmelere nakit girişi olur ki bu da sermaye piyasasının temel işlevini oluşturmaktadır. Diğer bir ifadeyle sermaye piyasasının ekonomiye kaynak yaratma işlevini yerine getirdiği en önemli piyasa birincil piyasalardır.

1.2.1.2.2. İkincil Piyasalar

Birincil piyasada ihraç edilmiş menkul kıymetlerin tekrardan alınıp satıldığı piyasalar ikincil piyasalardır.

İkincil piyasalar, menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasayı geliştirir ve birincil piyasaya talep yaratır ki hiçbir tasarruf sahibi likiditesi olmayan yani istediği zaman paraya çevrilemeyen menkul kıymetleri satın almak istemez (İnam, 2000 :). Bu anlamda, ikincil piyasalar menkul kıymetlerin paraya dönüşmesini sağlamaktadırlar ki bu ortamı sağlayan en önemli kurumlar ise “menkul kıymet borsaları”dır. Menkul kıymet borsalarında yapılan işlemlerde şirketlerin kasasına nakit girişi sağlanmamakta sadece menkul kıymetlerin sahiplerinde

değişiklik yaratan işlemler gerçekleşmektedir. İkincil piyasada fonlar ve menkul kıymetler yatırımcılar arasında el değiştirir. Buradan ikincil piyasaların daha az önemli olduğu anlamı çıkarılmamalıdır, çünkü, yatırımcılar ancak aldıkları menkul kıymetleri ikincil piyasada kolaylıkla satabileceklerini düşünürlerse birincil piyasadaki işletmelere kaynak aktarmaya karar verirler.

İkincil piyasaları da kendi aralarında “teşkilatlanmış piyasalar” bir diğer ifadeyle organize piyasalar veya örgütlenmiş piyasalar ve “teşkilatlanmamış piyasalar” tezgah üstü piyasalar olarak ikiye ayrılırlar. Teşkilatlanmış piyasalar, menkul kıymet borsaları ile teşkilatlanmış diğer piyasalardan oluşmaktadır. Teşkilatlanmamış piyasalar ise tezgah üstü piyasalardır. Bu piyasalar, paralel piyasalar ya da alternatif piyasalar adıyla da anılmaktadırlar. Bu tür piyasalar genellikle hukuki bir alt yapısı ve operasyonel düzenlemesi olmayan, işlem yapabilmek için piyasa üyesi olmanın zorunlu bulunmadığı, fiyatın alıcı ve satıcı arasında piyasa fiyatından bağımsız olarak kararlaştırılabildiği, borsalardan farklı olarak, alım- satım emirlerinin doğrudan karşılaştığı bir fiziki mekanı bulunmayan, işlemlerin elektronik ortamda gerçekleştiği araçlar arası piyasalardır Ayoğlu, 200 : 13).

Menkul kıymetlerin belli kural ve sınırlamalar altında işlem gördüğü ve haberleşme kolaylıklarının bulunduğu borsa gibi somut piyasalar organize piyasalardır. Bu piyasada, sadece kote edilmiş menkul kıymetler işlem görmekte ve işlemler borsaya üye olanlar tarafından yerine getirilmektedir Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 59).

İkincil piyasada işlem yapanlar kendi aralarında menkul kıymetleri alıp satarlar ve dolayısıyla menkul kıymetler yatırımcılar arasında sürekli el değiştirirler. İkincil piyasalarda, alınıp satılan, sermaye fonları değil, bir takım kağıtlardır. Herhangi bir mal alınıp satılıyormuşçasına kağıtlar alınıp satılır ve yatırımcılar bunların fiyat farklarından k r veya zarar ederler.

. Üçüncül ve Dör üncül Piyasalar

Üçüncül piyasalar, borsaya kayıtlı menkul kıymetlerin, borsa dışında alınıp satılmasıyla oluşmaktadır Sarıkamış, 1 0: 1 . Bu piyasaların yapısı, organize

olmamış piyasalara ya da diğer bir adıyla tezgah üstü piyasalara benzemektedir. Piyasadaki aracılar her yerde pazar oluşturmaya çalışırlar. Aracılar, borsadaki menkul kıymetlerden oluşan büyük menkul kıymet stoklarına sahiptirler ve ayrıca organize borsalardaki acentaların rakibi haline gelerek onların komisyonlarının azalmasına sebep olabilirler (Eylan ve Korkmaz, 2000: 1).

Dördüncül piyasalar ise, menkul kıymetlerin transferi sırasında taraflar arasında aracının bulunmadığı, işlemlerin doğrudan gerçekleştiği piyasalardır. Bu piyasalarda özellikle, zengin kurum ve kişiler faaliyette bulunmaktadır. Amaç, aracılar komisyon ödemedi menkul kıymet alış verişini doğrudan doğruya yapmaktır. Bu piyasayı oluşturan birkaç kişi, al ve sat emirlerini taraflara ileterek karşılığında komisyon almaktadırlar (Eylan ve Korkmaz, 2000: 1). Dördüncül piyasada alım ve satımlar blok olarak yapılmaktadır.

Bu piyasaların çıkış sebebi, işlem masraflarını azaltmak olarak görülmektedir.

. . . Menkul Kıymetler Borsası

Alıcı ve satıcıların, menkul kıymetler üzerine alım-satım yapmak üzere bir araya geldikleri ve belirlenen kural ve yönetmeliklere göre çalışan pazarlara Menkul Kıymetler Borsası (*Stock Exchange Securities Bourse*) denilmektedir. Bu tip borsalarda, daha önce ilgili kuruluşlar tarafından ihraç edilmiş olan ve kotasyon işlemleri tamamlanmış menkul kıymetler işlem görür (Apanoğlu, 1998: 12). Menkul kıymetler borsalarında yalnızca o borsaya kayıtlı finansal varlıklar alınıp satılabilmektedir (Eylan ve Korkmaz, 2000: 1).

Bununla birlikte, menkul kıymetlerin alım-satım işlemleri sadece borsadan yapılmamaktadır. Tezgah üstü piyasalar olarak adlandırılan piyasalarda, borsada belirlenen fiyatlara paralel olarak alım-satım işlemleri yapılmakta, sadece işlemlerin büyüklüğü ve ödenen komisyon tutarlarında farklılıklar bulunmaktadır (Büker, 2000: 362).

Borsada arz ve talebe göre oluşan fiyatlar, çok kısa zamanda borsa dışına, bütün ülkeye, hatta ülke dışına yayılmaktadır. Borsada işlem gören finansal varlıklardan alınan ücret ve giderler minimum tutulmaktadır. Bunun nedeni ise, tam

rekabet şartlarına uygun bir piyasa oluşturabilmektir. Böylece, borsada işlem gören tahvil ve hisse senetleri için, doğru fiyat oluşturulması sağlanabilmektedir. Doğru fiyatın oluşması, hem halka açık şirketleri hem de ülke ekonomisini olumlu yönde etkilemektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 39).

Menkul kıymet borsaları, yatırımcıların istedikleri anda menkul kıymetlerini elden çıkarmalarını sağlayan ve finansal bilgi ile zaman uyumu sağlayan özellikler göstermektedirler. Ayrıca tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde önemli bir rol oynamaktadırlar. Menkul kıymet borsalarında genel olarak fiyat düzeyleri yükselme veya düşme eğiliminde bulunabilmektedir. Yükselen piyasaların boğa davranışı¹, düşen piyasaların ayı davranışı² içinde bulundukları kabul edilir.

Borsaların kurulma şekilleri ve gelişimleri, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik ortamla yakın ilişki içinde bulunmaktadır. Ülkelerde tasarruf eğiliminin az olması veya kişi başına düşen milli gelir rakamının düşük düzeyde bulunması, sermaye piyasasının dolayısıyla borsanın gelişiminde olumsuz rol oynamaktadır. Bunun sebebi, menkul kıymetler borsalarının sermaye piyasasının bir kurumu olması ve gelişiminin de sermaye piyasasının gelişimine bağlı olmasıdır.

Menkul kıymet borsalarını kuruluşları itibarıyla devlet borsaları ve özel borsalar olarak sınıflamanın yanında, ayrıca süper borsalar, büyük borsalar, orta çaplı borsalar ve küçük borsalar şeklinde de sınıflandırabiliriz. Devlet borsaları, genellikle bir kanunla kurulan ve yönetimi, resmi aracılardan oluşturduğu kurallara bırakılan resmi kuruluşlardır. Özel borsalar ise, anonim şirket statüsünde ve özel hukuk hükümlerine göre oluşturulan kuruluşlardır Bolak, 2001: 1 . Süper borsalar, dünyadaki iş hacminin yaklaşık 0 mın gerçekleştiği Londra, Tokyo ve e York borsalarıdır. Büyük borsalar, Hong Kong, Paris, hicago, Amsterdam borsalarıdır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ise küçük borsalar içinde yer almaktadır. Bu sınıflandırmada esas olarak borsaların işlem hacimleri önem kazanmaktadır.

¹ **Boğa Piyasası:** Talebin arzdan daha çok olduğu ve borsada fiyatların tırmanışa geçtiği dönemi ifade eder.

² **Ayı Piyasası:** gelecekle ilgili korku ve fiyatların düşeceği beklentisinin hakim olduğu piyasalardır. Bu piyasalarda kişiler ellerindeki hisse senetlerini gelecekte daha düşük fiyattan satın alabilecekleri düşüncesi ile satarlar.

ünkü, sermaye piyasasının gelişme derecesinde en geçerli ölçü, menkul kıymet borsaları ve burada görülen işlem hacimleridir apanoğlu, 1 : 1 1 .

Menkul kıymet borsalarının gelişimi için, tasarruf eğilimini yükseltmek, halka açık şirket sayısını çoğaltmak ve arz edilen menkul kıymet tür ve sayısının arttırmak önemlidir. Ayrıca alternatif yatırım alanlarına göre borsada elde edilen getirinin yüksekliği yatırımcıları bu alana çeken etkilere biri olmaktadır. gelişmiş ülkelere baktığımızda, tüm bunların gerçekleştiğini yani hem sermaye piyasasında hem de menkul kıymet borsalarında gerek iş hacimleri, gerekse halka açık kuruluşların sayısı ve halka arz edilen menkul kıymet hacminin çok yüksek seviyelerde olduğunu görürüz.

Gelişmiş ülkelerdeki borsalarda oluşan fiyatlar, menkul kıymet tür ve sayısının fazla olması, kurumsal yatırımcıların piyasalarda yer alması nedeniyle fazla dalgalanma göstermemektedir. Ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerin borsalarında ise, keskin fiyat inişleri ve çıkışları görülebilmektedir. Sermaye piyasası geliştikçe borsalar da gelişecek ve etkin bir yapıya kavuşacaklardır Büker, 2000: .

. . . . Dünya a ve Tür iye e Borsanın Tari sel elişimi

. Dünya a Borsanın Tari sel elişimi

Borsaların başlangıcı çok eski devirlerde kurulan pazar ve panayırlardır. Bu pazar ve panayırarda her türlü ticari mal, kıymetli madenler ve ticari senetler de alınıp satılmaya başlanmıştır. Zamanla bu pazarlar devamlılık kazanmış, pazar ve panayırın kurulmasına bağlı olmaktan çıkmış, sonra belli kapalı mahallerde yerleşmeye başlamıştır. Mal borsalarından sonra, para ve altın borsaları, daha sonra da ticari evrak borsaları kurulmuştur. Ticari evrak borsalarının kurulması gelişimin son halkasını teşkil etmektedir (Bolak, 2001: 54).

Pusulânın icadı, denizciliğin ve dünya deniz ticaretinin gelişmesi, İngiltere, İtalya, Belçika, Hollanda gibi denizci ülkelerde büyük ticari merkezlerin kurulmasına yol açmış, bu ticari merkezlerdeki faaliyetler ise aracılarn rolünü artırmış, ticari senetlerle kredi belgelerinin doğmasına ve 1 . yüzyılda ilk poliçelerin kullanılmaya başlamasına yol açmıştır. 1 . yüzyıldan itibaren yaygınlaşan ticari senetlerin kullanılmasına ve el değıştirmesine ilişkin bazı kurallar ortaya çıkmıştır. O zamanki

Hollanda'nın Brugge şehrinde bazı yahudi aileler para ticaretini meslek haline getirmişlerdir. Hatta "borsa" deyiminin de bu şehirdeki Van der Burse ailesinin adından geldiği iddia edilmiştir. Karşılı, 1 : 10 .

1500 yılında, İstanbul'un fethinden sonra, Bizans'tan İtalya'ya göç etmiş bulunan uzman ve teknik adamlar burada Rönesans döneminin başlamasına yol açmışlar ve sonuçta, Avrupa'da yaşanan sanayi devrimi ve sömürgecilik faaliyetleri, büyük anonim şirketlerin oluşmasına neden olmuş ve sermaye piyasasına materyal sağlamıştır. Apanoğlu, 1 : 1 .

Borsacılığın geçmişinin M.Ö. 1000 yılında Roma'ya kadar uzandığı söylenir. Dünyada ilk borsa 15. yüzyılda kurulmuştur. Ticaretin gelişmesi ve satışların vadeli yapılması, tüccarları sattıkları mal karşılığında aldıkları poliçeleri nakde dönüştürmeye zorlamıştır. Poliçelerin iskonto ettirilmesi, menkul kıymetlerin el değiştirmesine neden olmuştur. İlk menkul kıymetler borsası 1500'de Anvers'de kurulmuştur. Bu borsa bugünkü anlamda sabit faizli menkul kıymetlerin ihraç ve değişimine aracılık yapmıştır. Amsterdam Borsası 17. yüzyılda Anvers'deki borsanın yerini almıştır. Aynı yüzyılın içinde ve daha sonraları Avrupa'nın çeşitli ülkelerinde borsalar kurulmuştur. İlk hisse senedi ihracı Hollanda Doğu Hindistan şirketi tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu hisse senetleri Amsterdam Emtia Borsası'nın yan odalarında işlem görmüştür. Böylece yatırımcılar faiz geliri yanında ilk defa kâr payıyla tanışmışlardır. Tanör, 1 : 1 .

Sanayi devrimiyle birlikte hızla artan yatırımlar, menkul kıymet borsalarının gelişimine ve yaygınlaşmasına katkıda bulunmuştur.

Bugün dünyanın önde gelen borsalarından olan New York Borsası'nın kuruluş tarihi 15 Mayıs 1792'dir. Bu tarihten önceki yıllarda şirketlerin hisse senetleri ve tahvillerini satan tüccarlar, New York'un Wall Street olarak bilinen semtinde kurulan piyasaya gelen kişilere serbest piyasa koşulları ile satış yapmışlardır. Daha sonra, 15 Mayıs 1792 tarihinde 24 tüccar bir araya gelerek, New York Borsası'nın kuruluşu için bir anlaşma imzalamışlardır. Bu anlaşmaya kadar hisse senedi alım satımları Wall Street'de bir çınar ağacının altında yapılmıştır. Anlaşmadan sonra, borsa işlemleri 1792 yılına kadar aynı yere yakın bir

kahvehanede yapılmıştır. Borsa 11 de “*New York Stock and Exchange Board*” adı ile çalışmaya devam etmiş ve borsanın ismi, 1 de “*New York Stock Exchange*” olarak değiştirilmiştir (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 39).

Menkul kıymet borsaları, asıl karakterini, 19. yüzyılda yatırım alanı arayan kapitalin çoğalması sonucunda kazanmıştır. 19. yüzyıla kadar, ellerindeki menkul kıymetleri değiştirmek isteyen kişilerin, belli buluşma yerleri bulunmamaktaydı ve işlemler genellikle sokaklarda yapılmaktaydı. Sonraları, değişim işlemleri çoğalınca kahveler, lokantalar, menkul kıymet değişimi amacıyla kullanılmaya başlanmıştır. İşlemlerin artması ve resmi nitelik kazanması nedeniyle işlerin yönetiminin belli kurallara bağlanması gerekmişti (Apanoğlu, 1998: 1).

ünümüzde, birçok ülkede, çalışmalarını sürdüren menkul kıymet borsaları bulunmaktadır. Söz konusu borsaların, bazıları yerel, bazıları ulusal, birkaçı ise uluslararası alanda çalışmalarını sürdürmektedir. Uluslararası çalışan borsaların en önemlileri New York, Londra, Tokyo, Toronto, Paris ve Frankfurt menkul kıymet borsalarıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 40).

İşlem hacmi bakımından Dünya'nın en büyük borsaları sırasıyla: New York, Tokyo ve Londra borsalarıdır. Bu üç borsanın toplam iş hacmi tüm dünyadaki borsaların iş hacminin %40'ını oluşturmaktadır (Bolak, 2001: 55).

1.2.2.1.2. Türkiye'de Borsanın Tarihsel Gelişimi

Türkiye'de borsanın tarihsel gelişimini “Osmanlı Dönemi” ve “Cumhuriyet Dönemi” olmak üzere iki dönemde incelemek mümkündür.

Osmanlı dönemindeki başlangıç 1839 yılındaki Osmanlı-Kırım Savaşına dayandırılmaktadır. Sanayi devrimini kaçıran Osmanlı Devleti, sanayi devrimi sayesinde gelişen batılı ülkelerce pazar haline getirilmeye çalışılmıştır. Özellikle İngiltere ve Fransa'nın çabalarıyla ithal gümrük vergileri indirilmiş ve ihraç gümrük vergileri tamamen kaldırılmıştır. 1840 yıllarındaki bu anlaşmalar ilk yıllarda ticareti artırmış ve olumlu sonuçlar vermiş olmakla birlikte birkaç yıl sonra Osmanlı Devletinin bütün altın ve gümüş stoklarının eridiği görülmüştür.

1840 yılındaki Osmanlı-Kırım Savaşına kadar dışarıdan borç alma alışkanlığı olmayan Osmanlı Devleti ilk kez bu savaşı finanse edebilmek amacıyla

tahvil çıkartmış ve bu tahviller ilk elden yurt dışına satılmıştır. Daha sonra çeşitli amaçlarla çıkardığı tahviller ve ülkemizde faaliyet gösteren yabancı şirketlerin, özellikle şimendifer, elektrik, gaz ve tramvay şirketlerinin çıkardıkları tahvil ve hisse senetleri piyasada alınıp satılmaya başlanmıştır (apanoğlu, 1 : 134). Meşrutiyetten sonra ise, yerli işletmelerin tahvil ve hisse senetleri alınıp satılmaya başlanmıştır.

1 Kırım savaşı ile başlayan Osmanlı borçları nedeniyle Türkiye de menkul değerler borsasının kurulması hem kolaylaşmış, hem de hızlanmıştır. Osmanlı Devleti borçlanma tahvilleri çıkarılmaya başladıktan sonra, bunun İstanbul da bir piyasası oluşmuş ve gayrimüslim bankerler alata da bu işle uğraşmaya başlamışlardır. Türkiye de bir borsa kurulması gereği bu dönemde ortaya çıkmış ve alata Bankerleri kendi aralarında, 1 yılında bir dernek kurarak bu harekete öncülük etmişlerdir (İMKB Eğitim Seti, 200 : .

1 yılında Türkiye den alacaklı olan devletlerin de desteği ile İstanbul da bir Dersaadet Tahvilat Borsası kurularak çalışmaya başlamış ve borsaya Maliye Nezaretince bir komiser atanmıştır. Bu borsanın adı 1 0 yılında çıkarılan bir nizamname ile Esham ve Tahvilat Borsasına dönüştürülmüş ve bu kuruluş Cumhuriyet dönemine kadar devam etmiştir (İMKB Eğitim Seti, 200 : .

umhuriyet in ilanından sonra, kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, kambiyo kontrolünün getirilmesi, altın para ekonomisinden milli ve dışa kapalı ekonomi düzenine geçilmesi sermaye piyasasını etkisiz hale getirmişti (apanoğlu, 1 : 1 .

1926-1 2 yılları arasında bir takım düzenlemeler yapılmışsa da ilk ciddi düzenleme 1 2 yılında yapılmıştır. 1 2 yılında 1 sayılı kanunla “İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası” kurulmuş ama kayda değer bir gelişme gösterememiştir (Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 1 .

İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası, 1 yılında Ankara ya taşınmıştır. Ancak, Türkiye nin iş merkezinin İstanbul olması nedeniyle, borsa 1941 yılında tekrar İstanbul a taşınmıştır (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 44).

Ülkemizde sermaye piyasasının yeniden doğuşu 1980 li yıllarda Hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile başlamıştır. Tasarruf bonoları tamamen, Hürriyet tahvilleri ise kısmen mecburi tasarruf mahiyetinde olduğu için kısa zaman sonra bunları alanlar paraya çevirme imkânı aramaya başlamışlardır. Böylece, piyasaya, bu tip menkul kıymetleri faiz oranlarına ve vadelerine göre kırarak satın alan kişiler girmişlerdir. Zamanla ara simsarlar türemiş ve üstüne belli bir komisyon koyarak, bunları parasını değerlendirmek isteyenlere satmışlardır ki bu da ikinci el menkul kıymetler piyasasını oluşturmuştur (İMKB Eğitim Seti, 2000 : 2).

Tasarruf bonoları 1980 lerde tamamen piyasadan çekilmiştir. Ancak Menkul Kıymetler piyasası artık kurulmuştur. Başlangıçta halka açık olarak kurulan ya da sonradan halka açılan şirketler başarı kazanıp güçlendikçe, bunların hisse senetleri piyasada alınıp satılmaya başlanmıştır. 1980 li yıllarda bazı büyük holdingler halka açılmanın avantajlarını görerek 2- 3 bin ortaklı büyük şirketler kurmuşlardır.

1980 yılındaki banker krizi nin patlamasından sonra, sermaye piyasasının hukuki altyapısını kurmak, menkul kıymet ticaretini düzenlenmek ve takip etmek amacıyla, 20.10.1980 tarihinde Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış ve 1982 de Sermaye Piyasası Kurulu faaliyete geçmiştir. 30.10.1980 de, Menkul Kıymetler Borsaları hakkında KHK ne yayınlanmıştır. 1981 de ise, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuş ve 2 Aralık 1981 günü faaliyete geçmiştir.

Yayımlanan 1 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname KHK ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının özel bütçeli ve tüzel kişiliğe sahip kamu kurumu niteliğini muhafaza edilmiştir. Buna karşılık, borsa, Sermaye Piyasası Kurulu nun SPK gözetim ve denetimine verilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu nun görevi, yasada verilen görevleri ve gerekli düzenlemeleri piyasa koşullarına göre yapmaktır. Kurul un kuruluş amacı, yatırımcıyı ve bunun doğal sonucu olarak, tüm sermaye piyasasını korumak ve piyasanın ülke yararına çalışmasını sağlamaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 44).

1.2.2.2. Menkul Kıymetler Borsasının Ekonomik İşlevleri

Piyasa ekonomilerinin temel kurumlarından biri olan borsaların ekonomik işlevlerini ve yararlarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.

1. Devamlı ve Likit Bir Piyasa Oluşturması borsalar halkın elindeki menkul kıymetlerin en kolay paraya çevrildiği yerlerdir. Ayrıca borsalar, ikincil piyasada menkul kıymetlerini elinden çıkarabilen kimselere birincil piyasadan yeniden menkul kıymet alma imkânını sağlar. Böylece birincil piyasadaki menkul kıymet ihraçlarına da talep potansiyeli sağlanmış olur ki bu da devamlı bir piyasanın varlığını gerektirir. Borsanın likiditesinin yüksek olması yani tasarruf sahiplerinin istedikleri zaman ellerindeki menkul kıymetleri paraya ya da başka bir menkul kıymete dönüştürebilmeleri önemli bir gerekliliktir Bolak, 2001: 2 .

Devamlı bir piyasanın özellikleri, işlem hacminin büyüklüğü, alım ve satım fiyatı arasındaki marjın küçük olması, zaman bakımından fiyatlarda büyük dalgalanmaların olmaması ve yeteri kadar alıcı ve satıcının bulunmasıdır. Bu koşulların varlığı, menkul kıymetler için devamlı bir piyasa oluşturur. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde, piyasaya giren ve dolayısı ile likit bir pazar oluşumunda büyük katkı sağlayan tasarrufların çoğu, kişisel tasarruflar olmayıp, kurumsal tasarruflardır. Tasarruflarını çeşitli menkul kıymetlere yatıran kurumsal yatırımcılar, sigorta şirketleri, emekli sandıkları, vakıflar ve diğer sosyal kurumlardır ve sermaye piyasasına en büyük, en istikrarlı ve en uzun fonları sağlarlar apanoğlu, 1 : 1 .

2. Piyasa Aracılığıyla Bir Fiyat Oluşumunun Sağlanması borsalar tüm alıcı ve satıcıları karşı karşıya getirerek her menkul kıymet için tek bir fiyat oluşmasını sağlarlar. Oluşan fiyatlar, borsa bültenlerinde yayınlanarak ülkenin her yanına, hatta uluslararası düzeyde işlem gören menkul kıymetlerde, tüm dünyaya yayılır. Bir takım işlemler borsa dışında, tezgah üstü piyasalarda bile yapılsa, bu işlemlerde borsada oluşan fiyatlar esas alınır. Böylece küçük tasarruf sahiplerinin menkul kıymet fiyatları konusunda aldatılmaları önlenmiş olur Bolak 2001: 2 .

3. Sermaye Mülkiyetini Geniş Bir Toplumda Yayıma İşlevi; geniş halk kitlelerinin menkul kıymetlere yatırımda bulunmaları güven ortamının varlığı ile

mümkündür. Menkul kıymetlerini borsaya kote ettiren işletmelere borsanın yarattığı güven ve teşvik ortamından yararlanmış olurlar. Halk borsa kotuna alınan ve en küçük miktarlarla işlem görebilen menkul kıymetlere daha fazla güven duyup rahatlıkla yatırım yapacağından, geniş kitlelerin borsaya ilgisi artar. Dolayısıyla yatırım araçları geniş kitlelerce tanınmış ve kullanılmış olur. Bu sayede de mülkiyetin tabana yayılması sağlanmış olur Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 1 .

4. E onomiye Kayna Sa lama Menkul kıymet borsaları, işletmelerin finans ihtiyaçlarını gidermede etkin bir öneme sahip olduklarından, ekonomiye kaynak sağlamada da etkin bir rol üstlenmişlerdir. İşletmeler kısa vadeli finans gereksinmelerini uygun bir maliyetle para piyasalarından karşılayabilecekleri gibi uzun vadeli finans ihtiyaçlarını da sermaye piyasasından karşılayabilirler. Para piyasasının içindeki kaynaklar, zaten ekonominin içinde olduğundan, burada önemli olan, sermaye piyasasının ekonomiye kaynak sağlamasıdır. Küçük tasarruflarını altın veya diğer kıymetli madenlere yatıran yatırımcının, bu yönü ile ekonomiye kaynak yaratmada bir rolü olmayacaktır apanoğlu, 1 : 1 .

5. üvence Ortamı Sa lama borsalara her isteyen şirketin menkul kıymetleri kabul edilmez ve işlem görmez. Bir şirketin menkul kıymetlerinin borsaya kote edilmiş olması her ne kadar o şirketin geleceği hakkında herhangi bir garanti unsuru oluşturmuyorsa da, yine de söz konusu şirketin incelemeye tabi tutulmuş, gerekli koşulları sağlamış ve denetim altında bulundurulmuş bir şirket olduğunu göstermektedir. Ayrıca borsalarda uygulanan çeşitli kurallar ve alınan tedbirlerle, menkul kıymetlerin fiyatlarındaki aşırı dalgalanmalar ve spekülasyonların fiyat oyunları engellenmeye çalışılır. Tüm bu faktörler, tasarruf sahipleri için güvenli bir yatırım ortamının oluşmasına hizmet ederler Bolak, 2001: 53).

6. Ekonominin öster esi Olma İşlevi borsalarda her gün yüzlerce hisse senedi ve tahvil işlem görmekte ve bunların fiyatları hemen yayımlanmaktadır. Böylece bu tür menkul değerleri çıkarmış bulunan kuruluşlar, sürekli bir sınav ve değerlendirmeye tabi tutulmuş olurlar. Menkul değerlere olan talebin şiddetine ve sunulan menkul değerlerin hacmine göre, fiyatlar sürekli olarak değişir. Fakat borsada menkul değerlerin fiyatını etkileyen asıl faktör bunları ihraç eden şirketlerin mali bünyeleri, başarı dereceleri ve k rlılık durumlarıdır. Eğer şirket başarılı ise hisse

senetleri için talep arttığı gibi, fiyatlar da yükselir. Böylece borsada oluşan fiyatlar tasarruf sahipleri, yatırımcılar, teşebbüs sahip ve yöneticileri ve iktisatçılar için çok yararlı bir gösterge olmaktadır. Bunların yanı sıra, borsada kote edilen hisse senetlerine göre düzenlenen menkul değer fiyat endeksleri, ülkenin genel ekonomik gidişi hakkında toplu fikir veren ve gelecek hakkında önceden tahminler yapmaya yarayan veri niteliğindedir. Enflasyonun, yatırımların, gelişme ve kalkınmanın, ekonomi dışı etkenlerin (örneğin savaş tehlikesi, politik istikrarsızlık gibi durumların) ekonomideki etkilerinin en iyi izlenebildiği yerlerden biri borsalardır.

7. Sermayeye Hare etlili Ka an ırma ve Sanayi e Ya ısal De işi li leri Kolaylaştırma İşlevi ekonomide bir sektör, ya da bir sektör içinde bazı firmalar diğerlerine nazaran daha hızlı bir gelişme sağarlarsa, sermaye o tarafa akmak ister. Buna en büyük kolaylığı borsalar sağlar. Başarılı şirketlerin menkul kıymetlerine olan talep arttıkça fiyatları yükselir ve söz konusu şirketlerin sermaye temin etmeleri kolaylaşır. Bir anlamda, tasarruf sahiplerinin ellerindeki fonlar, en verimli şirketlere doğru yönelmiş olur. Öte yandan borsadaki menkul kıymet işlemleri yoluyla, güçlü şirketlerin, mali durumları zayıflayan ve menkul kıymetleri değer kaybeden şirketlerin hisse senetlerini toplamaları ve birleşme merger ya da ele geçirme take over diye adlandırılan faaliyetleri gerçekleştirmeleri mümkündür. Bu da sanayide yapısal değişikliğin kolaylaşması, kötü yönetilen, güç durumdaki işletmelerin borsa kanalıyla, tecrübeli ve başarılı kadrolara aktarılabilmesi anlamına gelmektedir (Bolak; 2001: 54).

8. Men ul Kıymetlerle İl ili Bil ilere Kolay Ulaşma İşlevi; borsalar; birinci el piyasalardaki vade, fiyat ve diğer koşulların belirlenmesinde kullanılacak bilgileri sağlarlar. Bu durum, şirketlerin daha objektif bilgilere dayanarak kaynak maliyeti hesaplamalarına olanak tanır ve birinci el piyasada sınırlı kaynakların en etkin alanlarda kullanılması sağlanır. İkinci el piyasalarda kullanılacak fiyat ve oranların belirlenmesinde borsalarda oluşan fiyat ve oranlar dikkate alınır. Borsa bülteni ve diğer basın yayın organları vasıtasıyla borsada oluşan fiyat ve oran bilgileri yatırımcılar tarafından en ucuz maliyetle ve kolaylıkla edinilir.

İKİNCİ BÖLÜM

HALKA ARZ VE HALKA ARZ SÜRECİ

2.1. HALKA ARZ KAVRAMI

Ticaret hayatında, bir işletmenin hayatta kalması için, büyümek zorunda olduğu klişesi sık sık tekrar edilir. İşletme, pazar payını artırmak ve müşteri tabanını genişletmek için büyümek zorundadır. İşletme, yeni bir ürün geliştirmek veya var olan ürününü yenilemek için Araştırma- elıştırma (AR-GE) harcamalarına fon ayırmak ve bu araştırmasını üretime döndürmek için de üretim kapasitesini artırmak zorundadır. Tüm bunlardan sonra da bu ürünleri pazarlamak ve dağıtmak zorundadır. Bütün bunları yapabilmek için de işletmenin paraya ihtiyacı vardır ve hatta çok paraya ihtiyacı vardır. Nakit para toplamak için test edilmiş ve sınanmış birçok metottan birisi de **“halka arz”** yöntemidir (Geddes, 2003: 1).

Küreselleşme ve teknolojinin gelişmesiyle birlikte işletmeler arasında rekabet her geçen gün artmaktadır. Yukarıda da belirtildiği gibi, işletmeler bu rekabet ortamında ayakta kalabilmek için büyümek zorundadırlar. Bunun için gerekli finansmanı iç kaynaklarından sağlamaları çok zordur. Bu sebeple, işletmeler gerekli kaynağı dışarıdan bulma yoluna giderler. Dışarıdan kaynak sağlamanın bir yolu, bankalar veya diğer kredi kuruluşlarından kredi almaktır ki bunun dezavantajı işletmenin faiz yüküyle karşı karşıya kalmasıdır. Diğer bir yolu ise, işletmenin sermaye artırımını yaparak yeni hisse senetleri çıkarması ve bunları sermaye piyasasında satarak gerekli kaynağı sağlamasıdır ki bu da halka arz yöntemidir. Bu yöntemde, işletmelere “nakit sermaye” girişi olmaktadır.

Halka arzla ilgili literatürde iki kavram göze çarpmaktadır: Halka Açılma ve Halka Arz.

Halka açılma kavramını, en genel ifadeyle, “kapalı bir şirketin sermaye yapısında, bu şirkete halkın katılmasına imkan verecek düzeltmelerin yapılması” olarak tanımlamak mümkündür (Akbulak S., 2004: 3). Eğer halka arz, ilk defa halka kapalı bir şirket tarafından yapılırsa, literatürde buna **“halka açılma”** denilmektedir (Akbulak S, 2004: 95)

Türk Ticaret Kanununa göre, anonim ortaklık, bir ünvana sahip, esas sermayesi belirli ve hisselerle bölünmüş ortaklık olarak tanımlanmaktadır. Halka açık anonim ortaklık ise, hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıktır. Halka arz ise, 249 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun SPKn. “Tanımlar” başlıklı 3. maddesinde, “sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini bu Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı” olarak tanımlanmıştır. Ayrıca, SPKn’nın 11. maddesinde pay sahibi sayısı 20’yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetlerinin halka arz olunmuş sayılacağı ifade edilerek halka arz kavramını genişletmiştir. Menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, halka arzı ve satışı, bunları ihraç veya halka arz edenler, Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi tutulmuşlardır (Bolak, 2001: 87).

Sermaye Piyasası Kanununda “halka açılma” kavramına rastlanmamaktadır. Bunun sebebi, halka arz kavramının halka açılma kavramını da içermesidir. Sonuçta, halka arzın temelinde önceden halka arz edilmiş hisse senetlerinin yeniden halka arzı vardır. Halka açılmada ise hisselerin ilk defa halka arz edilmesi durumu söz konusudur.

Birinci bölümde bahsedildiği gibi, sermaye piyasalarını birincil ve ikincil piyasalar olarak sınıflandırmak mümkündür. Birincil piyasa hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç edenler ile tasarruf sahiplerinin doğrudan karşılaştıkları piyasadır. Birincil piyasada uzun vadeli fonların, tasarruf sahibinden ihraççı şirkete akışı söz konusudur ve birincil piyasada yapılan hisse senedi satışları sonucunda şirkete nakit sermaye girer. Bir anonim şirketin finansman sağlamak için hisse senedi veya tahvil ihraç ederek bunları ilk elden satması birincil piyasalarda gerçekleşir. Birincil piyasaya en güzel örneklerden biri, işletmelerin hisse senetlerini ***halka arz*** etmeleridir. Birincil piyasalarda halka arz kavramının karşılığı, İngilizce de “***initial public offering***” ***IPO*** terimi oluşturmaktadır.

Birincil piyasalarda gerçekleşen halka arzlarda, yeni ihraç olunan sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırımcılar, bu araçların ilk sahibi olmaktadır. Bu piyasada gerçekleştirilen işlemlerin tamamında, satıcı konumunda bulunan, ihraççı kuruluş yani işletmedir. İhraççı kuruluşun satıcı konumunda bulunduğu ve yeni ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarını satışa sunduğu tüm işlemler, birincil piyasada halka arz (IPO işlemi niteliği taşımaktadır).

İkincil piyasalarda halka arz ise, daha önce ihraç edilmiş olunan sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kimseler tarafından halka satılmasını ifade eder. İkincil piyasalarda gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde, satıştan elde edilen gelir, ihraççıya değil satıcı konumunda bulunan halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluşa ait olmaktadır. Bu türdeki halka arz işlemleri, İngilizce de **secondary offering** ya da kısaca **SPO** olarak ifade edilmektedir. Ülkemiz uygulamasında, daha önceden hisse senetlerini halka arz etmiş bulunan bir şirketin sermaye artırımını sonucunda yeni ihraç ettiği payları halka arz etmesi ihtimalinde, “ikinci kez halka arz” anlamına gelmek üzere (**secondary public offering- SPO**) deyiminin kullanıldığı görülmektedir. Bu da kavram kargaşasına sebep olmaktadır. Aslında anlatılmak istenen, daha önceden hisse senetlerini halka arz etmiş bulunan bir şirketin sermaye artırımını sonucunda yeni ihraç ettiği payları halka arz etmesidir ki bu da özü itibarıyla yine bir IPO yani birincil piyasada halka arz işlemidir. Çünkü, sonuçta yeni ihraç olunan bir sermaye piyasası aracının ilk sahiplerine ulaştırılması söz konusudur. (Ayoğlu, 200 : 0 .

Birinci bölümde de açıklandığı gibi, sermaye piyasası, tasarruf fazlası olanlarla tasarruf açığı olanların bir araya gelmesini ve bu tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlayarak ülkelerin ekonomik kalkınmasına önemli katkılar sağlamaktadırlar. Anılan piyasalar, bu fonksiyonlarını, ihraç veya halka arz olunan sermaye piyasası araçlarının halka ve kurumsal yatırımcılara satılmaları suretiyle yerine getirmektedirler. Bu bakımdan, “ihraç” ve “halka arz” kavramlarının, Sermaye Piyasası Hukuku nun üzerine kurulu olduğu temel kavramlar olduğu ifade edilebilir Ayoğlu, 200 : 6).

SPKn. nin 0. maddesinin I. fıkrasının b bendinde, “kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılığın

aracı kuruluşlarca” yürütülmesi düzenlemiştir. Bu düzenlemeyle oldukça karmaşık işlemler gerektiren ihraç ve satış işlemlerinin başarı ile tamamlanması, yatırımcıların haklarının korunması ve piyasalarda güven ve istikrarın sağlanmasının amaçlanmıştır.

elişmiş ülkelere bakıldığında, sermaye piyasasının geçmişinin yüz yıllarca önceye dayandığı görülmektedir. ünümüzün dev ekonomilerinin etkin ve hacimli bankacılık sektörü ve sermaye piyasası sayesinde sürdürülebilir bir büyüme sürecini yakalayarak bulundukları noktaya ulaştıkları bilinmektedir. Amerika Birleşik Devletleri nde, birincil piyasalarda, 1 0 yılının başlangıcından 1 9 yılının sonuna değin gerçekleştirilen toplam halka arz sayısı 10.000 i bulmaktadır; sadece 1990 yılında .100 şirket halka açılmıştır (Draho, 2004: 3 . Bu veri dahi, anılan ülkede tasarrufların üretime ne derece etkin bir biçimde aktarıldığını ve sermaye piyasasının ne denli efektif şekilde kullanıldığını kanıtlamaya yeterlidir Ayoğlu, 200 : 6).

Tüm dünyada işletmelerin finansman sağlamak, likiditelerini arttırmak ve kurumsallaşmak için kullandıkları en önemli araç halka açılmaktır. Halka arzlar, işletmelerin gelişimine sağladığı katkı, sermayeyi tabana yayma ve tasarrufların reel sektöre yönlendirilmesi yoluyla ülke ekonomisinin gelişmesinde önemli rol oynamaktadır.

2.2. HALKA ARZIN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI

Halka kapalı bir işletmenin, halka açılarak çok ortaklı bir yapıya dönüşmeye karar vermesi çok kolay değildir (Megginson, Smart ve Lucey, 2008: 389). Bununla birlikte, bir işletmenin halka açılmasının birçok sebebi olsa da en önemlisi, işletmenin ticari faaliyetlerini büyütmek için gerekli fonları bulmak istemesidir (Heim, 2002: 14).

Halka açılarak özsermayesini artıran bir işletme, aynı zamanda, işletmenin kurucuları ve diğer pay sahipleri için de sahip oldukları zenginlikleri gelecekte nakde çevirmek için gerekli piyasa ortamını yaratmış olurlar itter ve elch, 2002: 1 .

Halka açık olmayan bir ortaklığın, halka açılma kararını alabilmesi için halka açılmanın sağladığı avantajlar ve oluşturduğu dezavantajlar karşılaştırılmalıdır. Halka açılmanın şirket açısından cazip olabilmesi için bir takım maliyetlerin ve

dezavantajların üzerinde bir getirinin oluşması gereklidir. Bu avantaj ve getiriler ülkelerin yasal düzenlemelerine bağlı olmakla birlikte çeşitlilik göstermektedir (Ayaz, 2006: 7)

2. . . Halk a Ar ın Avanta ları

Halka arzın başlıca avantajları işletmenin finansman sağlaması ve pazardaki rekabet gücünü artırması, işletmenin değerinin artması ve likidite sağlaması, düşük maliyetli fon sağlaması, prestij kazanması ve isminin tanınması ve şirket birleşme ve ele geçirme avantajını kullanabilmesi olarak sıralanabilir.

• Finansman Sa lama ve Pa ar a i Re abet ücünün Artması:

Halka arzın temelinde, işletmelerin; özellikle, sermaye artışı yoluyla yeni hisse senetleri çıkarması ve bunların satın alınması için halka çağrıda bulunarak ek fon sağlanması amacı yatmaktadır. Halka arz yoluyla satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak nakden ödenmesi kanunen şart olduğu için işletmenin kasasına nakit girişi olmaktadır. Bu yolla işletmeler, yabancı kaynak maliyeti olmaksızın fon temin etmiş olmaktadırlar Sancak, 1 : . Halka arzın en büyük avantajlardan bir diğeri de, halka arz sonrasında daha likit bir ikinci el piyasasına sahip olunabilmesi nedeniyle hisse senetlerinin daha yüksek bir fiyata satılabilesidir Ayoğlu, 2006: 89).

Halka arzla elde edilen sermaye artışı, işletmenin rakipleri karşısında önemli avantajlar kazanmasında da kullanılabilir. Bu yeni sermaye, işletmenin ve ürünlerinin tanıtılması için reklam ve pazarlama harcamalarına ayrılırsa, işletmenin satışlarında önemli ölçüde bir artış sağlanabilir Heim, 200 : 1 .

• İşletmenin De erinin Artması ve Likidite Sa lanması:

Halka arz edilen hisse senetlerini birincil piyasadan alan ve ilk sahibi olan yatırımcılar, genellikle, bu hisse senetlerini daha yüksek bir fiyattan satarak k r elde etmek için satın alırlar ve bunları satmak için de menkul kıymetler borsasına başvururlar. Aktif bir piyasada işlem gören hisse senetlerini almak isteyen yatırımcılar ise, likidite özelliğinden dolayı belli bir prim ödemeye razı olurlar, çünkü, hisseler artık kolaylıkla alınıp satılabilecek ve paraya çevrilebilecektir. Halka açık olmayan işletmelerin likiditesi ise ya hiç yoktur ya da çok sınırlıdır. Eğer, hisse sahiplerinden birisi, hissesini satmak isterse fiyatını belirlemek ve potansiyel alıcı bulmakta çok

zorlanacaktır. Bu sebeple, Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı işletmelerin hisseleri, benzer özelliklere sahip ama halka açık olmayan diğer işletmelere göre genellikle daha değerlidir (Geddes, 2004: 24).

Likiditesi artan işletmenin bir diğer avantajı ise, yeni hisse senedi ihraç etmesinin daha kolay olması ve bunun yanında yeni tip sermaye piyasası araçları yoluyla fon yaratmasını sağlayabilmesidir Yükseltürk, 200 : .

- **Düşü Maliyetli Fon Sa lanması:** Halka arzın bir diğer avantajı da, işletmenin gelecekte ihtiyacı olan fonlar için alternatif kaynaklara ulaşabilmesini sağlamaktır. Borsaya kayıtlı işletmeler, büyümek için gerekli fonları, halka kapalı işletmelerden daha kolay ve uygun şartlarda bulabilirler.

Ayrıca halka arz edilen işletmelerin genellikle borç-özkaynak oranı, özkaynak lehine düzelmekte ve bu da daha kolay borç bulmalarına olanak sağlamaktadır. Pagona 1 yılında yaptığı çalışmada, İtalyan şirketlerin halka arzdan sonra çok daha ucuza fon bulabildiklerini ortaya koymuştur. Ayrıca aynı çalışmada, bankaların bu işletmelere uygun koşullarda kredi verdikleri sonucuna ulaşılmıştır eddes, 200 : 2 .

Bir işletmenin düşük maliyetle fon bulabilmesi işletmenin, ürünlerinin ya da hizmetlerinin maliyetlerinin düşürebilmesine ya da daha yüksek bir k r marjıyla çalışabilmesine de olanak sağlayacaktır. Yüksek bir rekabetin olduğu iş hayatında, düşük maliyetli fon sağlayabilmek, işletmenin rakipleri karşısında çok büyük bir avantaj elde etmesi anlamına gelmektedir (Heim, 2004: 23).

- **İşletmenin Presti Ka anması ve İsminin Tanınması:** İşletme, halka açıldığında ve hisseleri borsada alınıp satılmaya başladığı zaman, analistler işletmeyi izlemeye başlarlar. Ayrıca, finans haberlerinde işletme hakkında yazılar yazılabilir. Eğer, işletme güçlü bir büyüme potansiyeli gösterirse, yatırımcılar işletmenin hisselerini satın almakla ilgilenebilirler. İşletmenin tanınması; ürünlerinin ve hizmetlerinin de büyük ölçüde fark edilmesini sağlayacak ve bu da işletmenin daha çok satış yapabilmesine olanak verecektir (Heim, 2004: 24). Ayrıca, hisse senetleri menkul kıymetler borsasında işlem gören bir işletme, yabancı yatırımcılar tarafından

da tanınacağından, işletmenin ürünlerinin sahip olduğu pazarın sınırları daha da genişleyebilecek ve ihracatın artmasına olanak sağlayabilecektir Tille, 2000: 2 .

Halka açılma sonucunda, işletme “halka açık anonim ortaklık” statüsünü kazanacaktır. Halka açık anonim ortaklık (HAAO), mali tablolarını belirli dönemlerde bağımsız denetim kuruluşlarına denetlettirmek, ortaklarını ve kamuyu düzenli olarak bilgilendirmek, SPK ve İMKB nin sürekli denetimine tabi olmak gibi bazı yükümlülükleri yerine getirmek durumundadır. Bu yükümlülükler ise, hem yatırımcıların hem de kredi kuruluşlarının nezdinde işletmenin prestijini artırmaktadır.

Bunların dışında, hisse senetlerinin borsaya kote edilmesi de, kotasyon şartlarının yerine getirilmesini gerektirmesi nedeniyle, yatırımcı nezdinde güven ve prestiji artıran bir etken oluşturmaktadır Ayoğlu, 2006: 90).

- **İrket Birleşme ve Ele Geçirme Avantajının Kullanılabilirliği:**

Halka açık olmayan bir işletmenin, başka bir işletmeyi ele geçirmesi için tek yol nakit ödeme yapmasıdır. Bununla birlikte, şirket birleşme ve ele geçirmelerinde sadece borsaya kote edilmiş hisselerin kabul görmesi sebebiyle, halka açılmayla birlikte artık borsaya kote olan işletme, kendi hisselerini vererek başka bir işletmeyi ele geçirebilir (Megginson, Smart ve Lucey, 2008: 389). İşletme, aynı sektördeki işletmeleri ele geçirmeye başlarsa, rekabet azalacaktır. Rekabetin azalması da fiyatların yükselmesine ve teknolojik gelişmelerin azalmasına yol açacaktır (Heim, 2004: 26). Bunu engellemek üzere, birçok ülke, antitröst yasaları olarak bilinen düzenlemeler yapmaktadırlar. Böylece, piyasadaki haksız ya da tekelci sayılan uygulamalar yasalarla kısıtlanmaktadır.

İrket birleşme ve ele geçirmelerin ve keza halka açılmanın da önemli bir sebebi işletmenin devamlılığını sağlamak için büyümek zorunda olmasıdır. Büyüyen işletmeler ölçek ekonomilerinden yararlanma, daha kalifiyeli insan kaynağı istihdam edebilme, ürünlerini büyük hacimde ve düşük fiyatla pazarlama olanağına sahip olma ve ulaştırma giderlerinden tasarruf gibi bir takım üstünlükler elde ederler. Bunun yanı sıra, işletmeler, büyüme sonucunda işletme fonlarını daha etkin kullanabilirler

ve bu da riskin azalması anlamına gelir ki bu sayede işletmenin hisse senetleri daha cazip hale gelir Yılmaz 200 : .

- **Di er Avantaj lar:** Halka arz, işletmelerin riski dağıtmasına olanak verir. Örneğin halka açık olmayan bir işletme, yüksek maliyetli ve riskli bir projeye başlamak isterse, bunun için gerekli finansmanı halka arz yoluyla elde etmeyi düşünebilir. Bu yolla, hem gerekli finansmanı sağlamış hem de riski yeni hissedarlarla paylaşmış olur.

Bir diğer avantajı da hisse senedi ile finansmanda, işletme ancak k r elde ederlerse ortaklarına temettü ödemesi yapmak zorundadır. Diğer taraftan, borçla finansman sağladığında, işletme k r elde etsin veya etmesin faiz ödemesini yapmak zorundadır.

Diğer bir avantajı ise, vergi avantajı sağlamasıdır. elişmekte olan pek çok ülkede HAAO lara vergi ve benzeri konularda avantaj sağlanmaktadır. Ülkemizde de bu amaçla benzer düzenlemeler yapılmıştır. Bu doğrultuda Kurumlar Vergisi Kanunu Madde 2 te şirketlerin halka açıklık oranı arttıkça kurumlar vergisi oranı gerileyen bir düzenleme getirilmiştir. Ancak, giderek bozulan kamu maliyesi çerçevesinde 1 yılında yapılan bir düzenleme ile halka açık şirketlere tanınan söz konusu Kurumlar Vergisi avantajları kaldırılmıştır. u anda yürürlükte olan mevzuata göre halka açık şirketler ile halka açık olmayan şirketler arasında kurumlar vergisi açısından bir fark bulunmamaktadır (Arıkan, 200 : 10 .

Halka açık işletme sayısının çok olması, bir ülkenin sermaye piyasasının gelişmiş olduğunu ve sermayenin tabana yayıldığının bir göstergesidir. Bu sebeple, ülkemizde de halka arzları teşvik etmek adına, en azından vergi avantajının sağlanması düşünülmelidir.

. . . Halk a Ar ın De avantaj ları

Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte halka arzın başlıca dezavantajları halka arz maliyetinin yüksek olması, kamuyu aydınlatma zorunluluğu, işletmenin yönetim kontrolünü kaybetme riski ve düşük fiyatlandırma maliyeti olarak sıralanabilir.

- **Halka Arz Maliyeti:** İşletme, halka arza karar verdiğinde, önemli miktarda bir ek maliyete katlanmayı göze almalıdır. Özellikle küçük ve halka kapalı işletmeler için bu maliyetler önemli miktarlara ulaşabilmekte ve halka arz kararını değiştirebilmektedir (Feldman ve Dresner, 2006:14).

Ülkemizde halka arz maliyetinin ilk unsuru, aracı kuruluşlara ödenen ücrettir ki bu ücret halka arz tutarının büyüklüğüne ve verilen aracılık hizmetinin türüne göre değişmektedir. Bunun yanı sıra, SPK a ödenen kayıt ücreti İMKB e ödenen kotasyon ücreti Merkezi Kayıt Kuruluşu A. . e ödenen giriş aidat ücreti ile bağımsız denetim raporu için bağımsız denetim kuruluşuna ödenen ücretler de halka arzın diğer maliyet unsurları olarak görülmektedir. Bu ücretler genellikle halka arz edilen tutarın üzerinden nispi bir oran belirlenerek hesaplanır (www.imkb.gov.tr). Ayrıca, halka arza aracılık eden kuruluşun menkul kıymeti satın alma fiyatı ile menkul kıymeti halka satış fiyatı arasındaki fark *spread / discount* da halka arzın maliyet unsurlarından birisi olarak görülmelidir (Ayaz, 2006: 9).

- **Kamuyu Aydınlatma Zorunluluğu:** Halka açık işletmelerin, yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek her türlü bilgiyi, kamuyu aydınlatma ilkesi gereği tam zamanında açıklama zorunluluğu bulunmaktadır. Menkul kıymetleri halka arz edilen işletme hakkındaki bilgilerin en kısa sürede açıklanmasının zorunlu olmasının sebebi ise, “*insider trading*” olarak bilinen içerdekilerin ticareti faktörüdür. İşletmenin bilgilerine ulaşabilecek kişiler hatta işletme yöneticileri, piyasada alım satım işlerine girdiklerinde, bu bilgileri bilenler ve bilmeyenler arasında önemli bir avantaj farkı olacaktır. Bu sebeple, ileri hukuk sistemlerinin tümünde, işletme ile ilgili ve menkul kıymetin değerini etkileyebilecek düzeyde bir gelişme olduğunda, bu konuların derhal açıklanması yükümlülüğü getirilmiştir (Apanoğlu, 1998: 10).

Ülkemizde ise, SPK'nın Seri: VIII. No: 26 sayılı “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile, işletmenin sermaye yapısında ve yönetim kontrolüne ilişkin bir değişiklik olması ya da ortaklığın faaliyetlerinde veya yatırımlarında veya idari ve mali yapısında ve buna benzer diğer herhangi bir konuda değişiklik olması durumunda bunların en kısa sürede kamuya açıklanması gerektiğiyle ilgili düzenlemeler yapılmıştır. İşletmeler, finansal raporlar, özel durum

açıklaması, faaliyet raporu, izahname ve sirküler gibi belgeleri düzenleyerek kamuoyunu bilgilendirirler (Yükseltürk, 2006: 36). Kamuyu aydınlatma zorunluluğu, yatırımcıların korunması için olumlu bir durum yaratsa da, işletme açısından bakıldığında tüm bilgilerinin herkes tarafından özellikle de rakip işletmeler tarafından bilinecek olması işletme adına bir dezavantaj olarak görülebilir.

- **İşletmenin Yönetim Kontrolünü Kaybetmesi Riski:** Halka açık olmayan işletmelerin birçoğunda, yöneticiler aynı zamanda işletmenin sahibidir. Bu yüzden, yönetimin kararlarını sadece yasal düzenlemeler ve yöneticinin sağduyusu belirlemektedir (Geddes, 2003: 2). Halka açılmayla birlikte, işletmenin sahiplik yapısı birkaç kişiyi kapsayan bir yapıdan daha çok kişi ve kurumu kapsayan geniş bir yapıya dönüşmüş olur (Yılmaz, 2000 : 76). Artık, işletmenin eski yönetiminin tek başına karar alması durumu söz konusu olmayacaktır. Burada, işletmenin halka sattığı hisse senetlerinin oranı önem taşır. Halka açıklık oranı yüksekse ve halka açık hisselerin toplamı işletmede çoğunluğu sağlamaya yetiyorsa, işletmenin halka açık hisse senetleri bir kişi veya kuruluş tarafından satın alınarak işletme yönetiminin bu gruba geçmesi olasılığı söz konusu olabilir (Yükseltürk, 2006: 37). Bu durum, işletmenin tüzel kişisi bakımından değil ama işletmenin kontrolünü ellerinde bulunduran hisse sahipleri bakımından ciddi bir risk teşkil edebilir. Bu nedenle, halka açılma oranının yüksek tutulması istendiğinde, kontrolün kaybedilmemesi için, esas sözleşme değişikliği yapılarak işletmenin mevcut ortaklarına imtiyazlı hisse senedi yaratılması ve pay sahipliği yapısının yeniden şekillendirilmesi yöntemi seçilebilir (Ayoğlu, 2006: 92).

- **Düşük Fiyatlandırma Maliyeti:** Halka arza karar veren bir işletme için ilk adım, hisse senetlerinin arz fiyatının belirlenmesidir. Halka arz fiyatı belirlenirken, işletme ile halka arzı gerçekleştiren aracı kurumun kriterleri farklı olmaktadır. İşletme, kendisine en yüksek h sınırları sağlayacak bir fiyat belirlenmesini isterken; aracı kurum, halka arzın başarısız olmaması ve yatırımcıların hisseleri düşük fiyattan alarak kısa dönemde yüksek getiri beklentisini karşılayabilmek için arz fiyatını düşük belirlemek istemektedir. Finans literatüründe, hisse senetlerinin gerçek değerinin altında bir fiyatla satışa sunulması “düşük fiyatlandırma” olarak adlandırılmaktadır (Ünlü, 2000 : 120). Düşük fiyatlandırma olması durumunda,

işletme elde etmesi gereken bir gelirden mahrum kalmış olacaktır. Bu tür bir maliyet, özellikle geçmiş verileri az olan küçük ve/veya yeni piyasaya girmeye çalışan işletmeler için ciddi bir gelir kaybına yol açmaktadır. Bu sebeple, küçük veya yeni işletmelerin halka arzı büyük ve eski işletmelere göre daha azdır Ayaz, 200 : 10 .

- **Diğer Dezavantajlar:** Halka açık işletmelerin uymak zorunda oldukları yasal yükümlülükler artmaktadır. Ülkemizde, halka açık işletmeler hem Türk Ticaret Kanununa (TTK) hem de SPKn. e tabidirler. SPKn. na tabi olmak, Kurul denetimi altına girmeyi ve onun getirdiği formalitelerin külfetine katlanmayı gerektirir. Örneğin, HAAO lar, k r dağıtım yapma, şeffaf bir yönetim mekanizması oluşturma ve mali tablolarını bağımsız denetim firmalarına incelettirme gibi yükümlülüklerle tabi olmaktadır.

Diğer bir dezavantaj yasal düzenlemeler ve/veya ortaklardan gelen baskılar sebebiyle, HAAO larda k r dağıtım oranının yüksek belirlenmesidir ki bu durum işletmenin iç kaynaklara fon ayırarak özsermaye artışı sağlamasının zorlaşmasına yol açmaktadır Akgüç 1 : .

.. HALKA ARZ YÖNTEMLERİ

Halka arz yöntemleri, Sermaye Piyasası Kurulu nun Seri: I, o: 2 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir.

İşletmelerin hisselerini halka arzı, kuruluşta halka arz ve kuruluştan sonra halka arz şeklinde ikiye ayrılır.

Hisse senetlerinin kuruluş aşamasında halka arz edilmesi, işletmenin halka açık şekilde kurulması anlamına gelmektedir ki bu kuruluş şekline tedrici kuruluş denmektedir. Tedrici kuruluş, Sermaye Piyasası Kurulu kurulmadan önce uygulanırken, Kurul kurulduktan sonra, aşırı formaliteler nedeniyle terk edilmiştir (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 103).

Kuruluştan sonra halka arz ise üç şekilde yapılabilmektedir. Bunlar; işletme ortaklarının elindeki mevcut hisse senetlerinin halka arzı, işletmenin sermaye artırımı yoluyla yeni hisse senedi çıkarması ve bunların halka arzı veya karma yöntem de diyebileceğimiz her iki yöntemin birlikte kullanılması yoluyla halka arz şeklindedir.

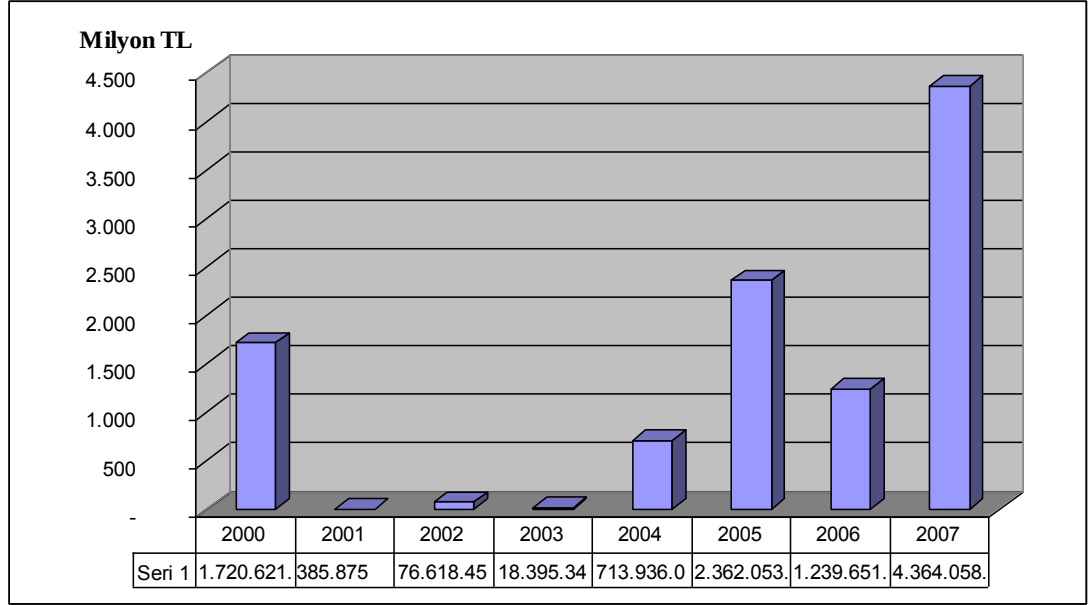
Portföyden satış ya da ortak satış da denilen yöntemde, daha önceden ihraç edilmiş hisse senetleri, söz konusu senetlere sahip gerçek ve tüzel kişilerce halka arz edilmektedir. Sermaye artırımını yoluyla halka arz yönteminde ise halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını rüçhan hakkı kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerini halka arz etmektedirler. Hisse senetlerinin halka arzında her iki yöntemin bir arada kullanılması da mümkün olup buna da karma yöntem denilmektedir.

Tablo 1: 2000- Yılları Arasın a Kullanılan Hal a Ar Yöntemleri

Yıllar	İşletme Sayısı	Hal a Ar Yöntemleri			Toplam Hasılat (TL)
		Sermaye Artırımı	Ortak Satış	Karma Yöntem	
2000	35	22	5	8	1.720.621.999
2001	1	-	1	-	385.875
2002	4	2	2	-	76.618.450
2003	2	2	-	-	18.395.343
2004	12	3	3	6	713.936.043
2005	9	2	5	2	2.362.053.076
2006	15	3	7	5	1.239.651.968
2007	9	2	3	4	4.364.058.982
Toplam	87	36	26	25	10.495.721.736

Kaynak: www.imkb.gov.tr.

e il : - Yılları Arasında Halka Açılan İşletmelerin Yaratılan Kaynak Giriş Tutarları



Kaynak: www.imkb.gov.tr

Tablo 1 de de görüldüğü gibi, 2000 yılında halka açılarak borsa şirketi statüsüne kavuşan işletmenin yaratmış olduğu yaklaşık 1,7 milyar TL lik kaynak girişine karşılık 2001 yılında halka açılan işletme, yaklaşık 4,3 milyar TL lik kaynak girişi sağlamıştır. 2002 yılında ise, halka açılan 1 işletmenin yaratmış olduğu kaynak yaklaşık 1,2 milyar TL olmuştur. 2003 yılıyla 2004 yılına karşılaştırdığımızda, 2003 yılında halka açılan işletme sayısının 2004 yılına göre 0 azalmış olmasına rağmen yaratılan kaynak girişinin 3,5 kat artmış olduğunu görmekteyiz.

2000 yılından bu yana halka açılmış olan işletme tarafından yaratılan toplam kaynak girişi tutarı ise yaklaşık 10,5 milyar TL düzeyinde olup, söz konusu tutarın yaklaşık % 76 sı 2003 ve sonrasında gerçekleşen işletmenin halka açılmasında yaratılmıştır.

Bu yıllar arasında halka açılan işletmenin tanesi sermaye artırımını yöntemini kullanırken, 2 tanesi ortak satışı ve 2 tanesi de her iki yöntemi birlikte kullanma yoluyla halka açılmayı tercih etmişlerdir.

Sermaye Piyasası Kurulu nun Seri: I No: 26 “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar” Tebliği nin 11. maddesi uyarınca; *sermaye artırımını veya ortak satış suretiyle halka açılmak isteyen işletmelerin sermaye*

büyükliklerine göre, en az % 5 ile % 25 arasında değişen oranlarda halka arz yapmaları gerekmekte olup, sermaye tutarı yükseldikçe halka arz edilmesi gereken hisse senetlerinin oranı da düşmektedir.

2000-200 yılları arasında halka açılan işletmelerin halka arz oranları açısından dağılımları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

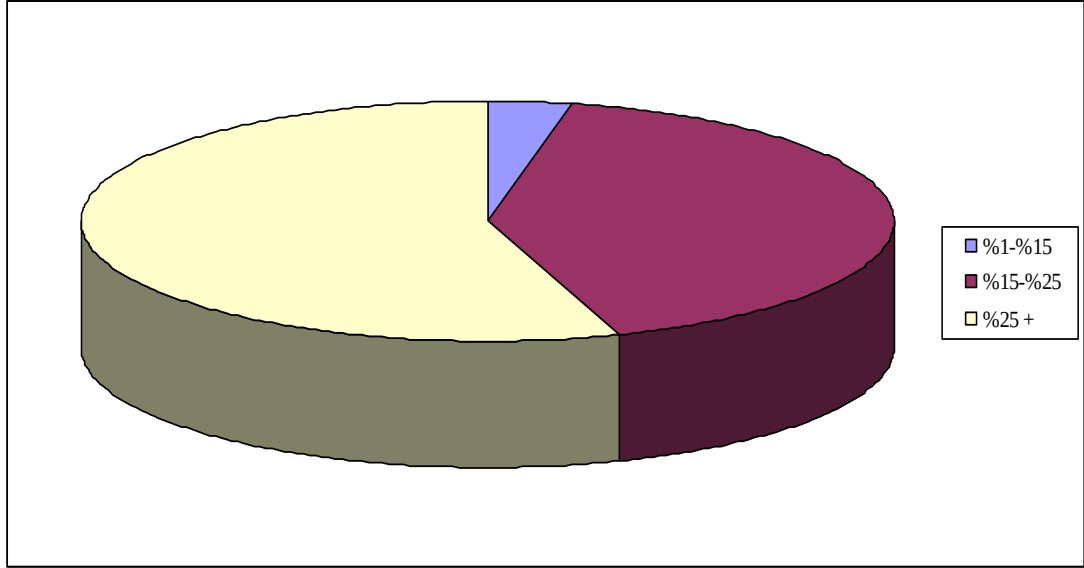
Tablo 2: 2000- Yılları Arasın a Halk a Açılan İşletmelerin Halk a Arz Oranları

Yıllar	İşletme Sayısı	Halk a Açılma Oranları			Toplam Hasılat (TL)
		% 1-% 15 a il e il	% 15-% 25 a il e il	%25 ve yu arısı	
2000	35	3	22	10	1.720.621.999
2001	1	-	1	-	385.875
2002	4	-	3	1	76.618.450
2003	2	-	-	2	18.395.343
2004	12	-	4	8	713.936.043
2005	9	-	-	9	2.362.053.076
2006	15	-	3	12	1.239.651.968
2007	9	-	3	6	4.364.058.982
Toplam	87	3	36	48	10.495.721.736

Kaynak: www.imkb.gov.tr.

Tablo 2 yi incelediğimizde 2000-200 yılları arasında halka açılan işletmenin yaklaşık inin halka açılma oranlarının 2 ve üzerinde olduğunu görmekteyiz. Bu oran, 2000 yılındaki halka arzları ihmal ettiğimizde e yükselmektedir. Bu da son yıllarda genel olarak halka arz oranlarının en yüksek kategori olan 2 ve üzerinde yapıldığını göstermektedir. İşletmelerin, tercihlerini bu yönde kullandıkları düşünülebilirse de bir sebebinin de işletmelerin sermaye tutarlarının düşük olması sebebiyle, yukarıda da belirttiğimiz mevzuat gereği, halka arz oranının en az 2 olmasının zorunlu tutulmasından da kaynaklanabileceği göz ardı edilmemelidir.

e il : - Yılları Arasın a Hal a Açılan İşletmelerin Hal a Ar Oranı



Kaynak: www.imkb.gov.tr

2.3.1. Mevcut Hisse Senetlerinin Hal a Ar ı

Portföyden satış ya da ortak satış da denilen bu yöntemde, daha önceden ihraç edilmiş hisse senetleri, söz konusu senetlere sahip gerçek ve tüzel kişilerce halka arz edilmektedir. İşletme tarafından yeni pay ihraç edilmesi söz konusu olmadığı için özsermayesinde bir artış da olmamaktadır. Portföyden satış işleminin işletme açısından sonucu, ortak sayısının artması nedeniyle halka kapalı şirket statüsünden halka açık şirket statüsüne geçilmesi, portföyündeki hisse senetlerinin bir kısmını halka arz eden gerçek veya tüzel kişi açısından sonucu ise şirket sermayesindeki pay oranının azalması ve buna karşılık satış nedeniyle belirli tutarlarda hasılat elde etmesidir. Yöntemin bir özelliği de hisse senetlerinin nominal değerinin üzerinde satılması halinde sağlanan primin hisse senetlerini halka satan kişiye ait olmasıdır. Bu yöntemde elde edilen kaynak şirkete gitmediğinden, şirketin borç/özsermaye oranının düzelmesi gibi bir sonuç da sağlanmamaktadır Akbulak S, 2004: 98).

Bu yöntemde, ortaklıklardaki mevcut 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 Kurulundan izin alınması yeterlidir. Özelleştirme kapsamında olanlar dahil ve hisse senetleri daha

önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda ise hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için hisse senetlerinin,

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

- ehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması zorunludur.

Aynı Tebliğ in . maddesine göre, halka arz edilecek hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının, Kurula başvuru tarihi itibarıyla ortaklığın nominal sermayesine oranının en az 200 yılı için ;

- Sermayesi 1 . 00.000 TL ye kadar olan şirketler için 25
- Sermayesi 1 . 00.000 TL ile . 00.000 TL arasında olan şirketler için 15
- Sermayesi . 00.000 TL üzerinde olan şirketler için 5

olması gerekmektedir ki buna halka açıklık oranı ya da halka arz oranı denilmektedir.

Yukarıda belirtilen tutarlar her yıl Maliye Bakanlığı nca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır.

2.3.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı

Bu tür halka arzlar, Sermaye Piyasası Kurulu nun Seri: I, No: 2 sayılı tebliğinin . ve 7. maddelerinde düzenlenmiştir. Tebliğin . maddesi, halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımları yoluyla halka arzını . maddesi halka açık ortaklıkların sermaye artırımları yoluyla halka arzını düzenlemektedir.

Tebliğin . maddesine göre, halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını rüçhan hakkı kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerini halka arz edebilirler. SPK ya başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler yapılır.

- Yönetim kurulu esas sözleşmenin Kurul düzenlemeleri ve Kanunun amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri ve sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarısını hazırlayarak, esas sözleşme değişikliği için SPK'nın onayını alır.

- TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

Tebliğin . maddesine göre, halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında SPK ya başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler yapılır.

- Kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kurulu artırılacak sermaye miktarını ve satış esaslarını belirleyen bir karar alır.

Temel olarak anonim ortaklıklar esas sermaye ve kayıtlı sermaye sistemi olmak üzere iki tür sermaye sistemine tabi olabilirler.

Yeni pay alma haklarının tamamen veya kısmen kısıtlanmak istenmesi durumunda bu hususun kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşme ile yetkili kılınmış *yönetim kurulunun* alacağı sermaye artırımı kararında esas sermaye sisteminde ise *genel kurulun* alacağı sermaye artırımı kararında, açıkça belirtilmesi gerekir.

Sermaye artırımı yoluyla halka arzlarda, halka arz edilecek hisse senetlerinin artırım sonrası ulaşılabilecek nominal sermayeye oranının 2009 yılı için en az;

- Sermayesi 1 . 00.000 TL ye kadar olan şirketler için 25
- Sermayesi 1 . 00.000 TL ile . 00.000 TL arasında olan şirketler için 15
- Sermayesi . 00.000 TL üzerinde olan şirketler için 5

olması gerekmektedir

Sermaye artırımının portföyden satış yöntemine göre en büyük üstünlüğü, işletmeye nakit girişi sağlanmasıdır. Bu yöntemde rüçhan hakkının kısmen ya da tamamen kısıtlanması sonucu işletmeye yeni ortakların girmesi sağlanır. İşletme satıştan elde edilen kaynakları yeni yatırımlarda veya borçların ödenmesinde veya çalışma sermayesi ihtiyaçlarını karşılamakta kullanabilir (Yükseltürk, 200 : 39).

Anonim ortaklıklar sermaye artırımını yaparken, esas sözleşmede hüküm olması ve genel kurulda karar alınması şartıyla, hisse senetlerini nominal değerinin üzerinde bir bedelle de ihraç edebilirler. Hisse senetlerinin nominal değerlerinin üzerinden bir bedelle ihraç edilmesi durumunda elde edilen satış hasılatı ile nominal değer arasındaki olumlu farka emisyon primi denilmektedir (Akbulak S, 2004: 98). Sermaye artırımını yoluyla halka arzlarda bu emisyon primleri de işletmenin kasasına girmektedir ve sonuçta bu yöntemde işletmenin özsermayesi artmaktadır.

. . . Karma Yöntem

Hisse senetlerinin halka arzında yukarıda açıklanan her iki yöntemin bir arada kullanılması da mümkündür. Bir anonim ortaklıkta bir yandan sermaye artırımına giderek çıkarılan yeni hisse senetleri halka arz edilirken, diğer yandan ortakların elinde bulunan mevcut hisse senetlerinin halka arzı yoluna gidilmesi halinde karma yöntem söz konusu olur. Bu yöntem ile halka açılmanın söz konusu olabilmesi için gerekli işlemler hakkında Seri: I No: 26 tebliğinde herhangi bir düzenleme bulunmamakla birlikte, mevcut hisse senetlerinin ortaklarca satışı ve sermaye artırımını yöntemlerine ilişkin esaslar çerçevesinde halka arzın gerçekleştirilebileceğini kabul etmek gerekir eker, 200 : . Karma yöntemle halka arzda, hem ortaklar hem de işletme kaynak sağlamış olacaktır.

2.4. HALKA ARZ SÜRECİ

Bir işletme hisselerini halka arz etmeye karar verdiğinde, şartlara bağlı olarak altı ay ile iki yıl arasında devam eden bir süreç içine girebilir Anderson, Beard ve Born, 1995: 11). İşletme, düzenli olarak ayrıntılı mali tablo hazırlama ve iş planı geliştirmeyi de içeren birçok aşamadan geçmektedir Ghosh, 2006: 21).

Hisse senetlerini halka arza karar veren bir işletmenin dikkat etmesi gereken bir konu halka arzın zamanlamasıdır. İşletmeler veya hisse senetlerini satacak olan ortaklar halka açılma sürecine başlarken halka arzın başarılı olması için, halka arzın zamanlamasına da dikkat etmelidirler. Borsa endeksinin yükseldiği dönemlerde yapılan halka arzların daha başarılı olduğu bilinmektedir. Bunun dışında, halka arzlarla endeks arasında bir ilişki olduğu gibi endeksle faiz oranları arasında da bir ilişki vardır faiz oranları düştüğü zaman endeks hemen yükselme yönünde tepki

vermektedir ve halka arzın yapılması için uygun bir ortam oluşmaktadır. Ülkemizde de endeksin artış gösterdiği dönemlerde halka arzların arttığı görülmüştür (Koç İ., 2002: 116).

İşletmenin içinde bulunduğu sektörün durumu da halka arzın başarısı için önemlidir. Bu sektörün yatırımcılar tarafından tanınan bir sektör olması, sektörün yatırımcıların ilgisini çeken bir sektör olması halka arzın başarısını olumlu yönde etkileyecektir. İşletmenin büyüme sürecine girdiği ve ürünlerine talebin arttığı bir dönemde halka açılması da halka arzın başarısı için önemli etkenlerden bir tanesidir. Alternatif yatırım araçlarının durumu da halka arzın başarısını etkileyebilmektedir. Faizlerin yüksek olduğu veya yabancı paraların ulusal paraya oranla değer kazandığı dönemlerde gerçekleşecek halka arzlara yatırımcıların ilgisi yetersiz kalabilmektedir (Yükseltürk, 2000 : 1).

Halka arzı, “sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmesini; Sermaye Piyasası Kanununa göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımını dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder” şeklinde tanımlandığını belirtmiştik.

Bu düzenleme çerçevesinde bir anonim ortaklıkta hisse senetlerinin halka arz edilip edilmediğini tespit ederken kullanılacak temel ölçüt, *halka çağrısı*dir. Hisse senetlerinin üçüncü kişilere satışından önce halka çağrı yapıldığı takdirde halka arz söz konusudur ve halka arza ilişkin hükümlere uyulması zorunludur. Halka çağrı, çok sayıda ve belirsiz kişilere yapılan hisse senedi satın alma davetidir. Bu noktada, çağrının hangi yolla yapıldığı önemli değildir (Eker, 1997 : 10). Bu çağrı, yazılı basın veya medya aracılığıyla olabileceği gibi, el ilanları dağıtılması, yapıştırılması veya herhangi bir surette dağıtılması, ilan panolarına asılması, internet ilanları ve hatta PTT kanalıyla bile mümkün olabilmektedir (Ünal, 1997 : 10). Bu yola başvurulduğu takdirde dikkat edilmesi gereken en önemli nokta, halka arz için önceden Sermaye Piyasası Kuruluna başvurulması ve hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması için başvurulması gerekliliğidir (Eker, 1997 : 10).

Kurul kaydına alınma, sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arzından önce Kurulun tebliğlerinde yer alan belge ve bilgilerle Kurula başvurulmasıdır. Kurula başvuruda bulunulması söz konusu sermaye piyasası aracının Kurul kaydına alınması anlamında değildir. Bu nedenle Kurulca yapılacak incelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa, gerekçe gösterilerek, başvuru konusu sermaye piyasası aracının Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir. Enel ve katma bütçeli idareler ve T. Merkez Bankası tarafından ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurula kaydettirilmesi zorunlu değildir. Ancak bu ihraçlar hakkında Kurula bilgi verilir TSPAKB, 200 : 1

Halka arz sürecini üç aşamada ele almak mümkündür. “Halka Arza Hazırlık Süreci” diyebileceğimiz ve halka arza gidilen yoldaki ilk süreç olan bu zaman zarfında ihraççı ortaklık halka arza hazır hale getirilir, halka arz ile ilgili hazırlıklar yapılır ve mevzuat gereklilikleri yerine getirilir. Halka arza hazırlık sürecini takip eden ikinci süreç, halka arz işleminin gerçekleştirildiği “Halka Arz” sürecidir. Üçüncü ve son aşama ise özellikle halka arz edilen hisse senetlerinin borsa ve benzeri diğer piyasalarda işlem görmesi halinde önem kazanan “Halka Arz Sonrası” süreçtir Özhan, 200 : .

2.4. . Halka Arza Hazırlık Süreci

Halka arza karar veren bir işletme, ilk olarak, işletme içinde ve dışında yapılacak bir dizi işlem olduğundan bir çalışma grubu oluşturur. Söz konusu çalışma grubu; orta düzey yöneticiler, finans departmanında ve halkla ilişkilerde görevli kişilerden oluşacak yeni bir birim olabileceği gibi danışman firma veya kişilerden de hizmet talep edilerek oluşturulabilir. Bu çalışma grubu ön hazırlık süreci de diyebileceğimiz ve İMKB ile SPK ya başvurmadan önce yapılması gereken işlemlerin listesini çıkarırlar. Halka arz ve Borsa da işlem görme talebi olan işletme ön hazırlık döneminde, işletmenin esas sözleşmesinde sermaye piyasası mevzuatı açısından değişiklik yapılması gerekiyorsa bu değişiklikleri yaparak SPK ya sunar.

İşletmenin esas sözleşmesinde hisse senetlerinde devir ve tedavülü kısıtlayıcı veya ortakların haklarını engelleyici hükümler varsa bu hükümlerin esas

sözleşmeden arındırılması gerekmektedir. Sermaye artırımında ise TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen sınırlandırılmasına ilişkin kararlar alınır (www.imkb.gov.tr).

Bu süreçte işletmeler, aracı kuruluşlarla görüşürler. Aslında, mevzuatımızda, ihraç veya halka arz işlemlerinde aracı kuruluş kullanımını zorunlu kılan genel bir hüküm mevcut değildir. İşletmeler, Kurul tarafından aksi öngörülemediği sürece sermaye piyasası araçlarını aracı kuruluş kullanmaksızın doğrudan halka arz etme imkânına sahip bulunmaktadırlar ve bu tür arz işlemleri de “doğrudan halka arz” olarak isimlendirilmektedir. Bununla birlikte doğrudan halka arz işlemlerinin sayısı oldukça sınırlıdır. Çünkü, işletmeler sermaye piyasası araçlarını kendileri pazarlayacak finansal bilgi birikimine ve potansiyel müşteriler ile gerekli bağlantıya sahip olmadıkları için bu tür halka arz işlemlerinin başarıya ulaşma şansı oldukça düşüktür. Bu nedenle, doğrudan halka arz yöntemi genellikle pazarlama aşamasında bir aracı kurumun yardımına ihtiyaç duymayan yüksek prestijli firmalar tarafından tercih edilmektedir (Ayoğlu, 2000 : 20).

Buna karşılık Kurul, Seri: I No: 2 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile, bazı hallerde aracı kuruluş ile aracılık sözleşmesi yapılmasını zorunlu tutmaktadır. Anılan Tebliğ in Seri: I No: 2 sayılı Tebliğ ile değişik 31. maddesinde halka açık olmayan ortaklıkların pay sahipleri tarafından yapılacak halka arzlar ile bu tür ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla halka açılmak istemeleri halinde aracılık sözleşmesi yapılması zorunlu kılınmıştır. Ayrıca, bahsi geçen 1. maddenin II. fıkrası ise hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklarca, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların borsada satışı için de aracılık sözleşmesi yapılmasını zorunlu tutmaktadır.

Halka arz için tek bir aracı kuruluş seçilebileceği gibi, halka arz tutarı arttıkça birden çok aracı kuruluşun içinde bulunduğu bir konsorsiyum aracılığıyla da halka arz gerçekleştirilebilir. Konsorsiyumun içerisinde lider aracı kurum olarak genelde bir yatırım bankası, bir ya da iki yardımcı aracı kurum ve konsorsiyumun diğer üyeleri bulunmaktadır (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2006: 4).

İşletmenin halka arzda beraber çalışacağı aracı kuruluşun belirlenmesinin ve bu kuruluşun yetkili kılınmasından sonra halka arz süreci başlar. Bu yetkilendirmenin ardından taraflar birbirlerine karşı yükümlülükler üstlenirler Özhan, 200 : . Bu sözleşmede aracılardan ve işletmelerin hak ve sorumlulukları yanında aracılık yönteminin ve halka arz yönteminin tespiti ve diğer esaslı unsurlara da yer verilir. Aracı kuruluşlar, en iyi gayret aracılığı veya aracılık yüklenimi olmak üzere iki yöntemden birini kullanarak halka arzda aracılık işlevlerini yerine getirirler. Bu yöntemler ayrı bir başlık altında incelenecektir.

Yine bu süreçte aracı kuruluş, hisse senetlerinin halka arz edilmesi ile ilgili olarak işletme ile birlikte ihraç fiyatı, miktarı ile halka arz sürecinin belirlenmesine yönelik çalışmalar yapılması, izahname ve kayıt başvurusu için sunulacak diğer bilgi ve belgelerin hazırlanarak Kurul a başvuruda bulunulması, bu belgelerde yer alacak bilgilerin doğruluğunun sağlanmasını teminen her türlü danışmanlık hizmetinden yararlanılması, konsorsiyum oluşturulması, gişe hizmetleri vermek üzere bir satış grubu oluşturulması, talep toplanması yoluyla halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satışına ve tanıtımına yönelik olarak yurt içi ve yurt dışı organizasyonlar düzenlenmesi ve satışın organize edilmesi gibi kurumsal finansman faaliyetlerinin yürütülmesi ve benzeri faaliyetler ile aracılık sözleşmesinde belirlenen diğer yükümlülüklerin yerine getirilmesi görevlerini üstlenmektedir.

Halka arz için başvuruda bulunan işletmeler, mali tablolarını sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak hazırlamak ve son üç yıl ve ilgili ara dönem mali tablolarını yetkili bağımsız denetim kuruluşunun denetiminden geçirmek zorundadırlar.

Aracı kuruluş, halka arz sırasında yayınlanacak olan izahname ve sirküler ile yurtdışı pazarlamada kullanılacak olan “izahnamenin” prospectus³ hazırlanmasını temin eder ve bu dokümanların hazırlanması sürecinde yardımına ihtiyaç duyduğu hukuk danışmanlarını bulur. Bunun yanı sıra SPK ya yapılan başvuruda ve izahnamelerde yer verilen, yurtdışında ve yurtiçinde yapılacak olan

³ Yurtdışında yapılan pazarlama çalışmalarında kullanılmak üzere ayrıca bir izahname hazırlanmaktadır. Prospectus olarak adlandırılan bu doküman ortaklığın yabancı yatırımcılara olan taahhütlerini içermekle birlikte herhangi bir resmi otorite tarafından kontrol edilmemekte ve bir onaya tabi olmayıp kaydedilmemektedir.

pazarlama sürecinde de yatırımcılar tarafından talep edilecek olan mali tabloların mevzuat tarafından kabul edilen uluslararası standartlara göre hazırlanmasını temin etmek için ihtiyaç duyulan denetçi kuruluşun ve yardımına ihtiyaç duyulabilecek diğer danışmanların seçilmesini sağlar.

Özellikle halka arz işleminde yabancı yatırımcılara satış yapılması durumunda seçilecek danışmanlar işlemin başarısı için çok önem taşımaktadırlar. Yabancı yatırımcılar, halka arz olan işletmeye ait mali tabloları ve diğer bilgileri incelerken, bu raporları hazırlayanların uluslararası çevrede tanınan ve çeşitli işler kapsamında daha önce çalışmış oldukları ve finans alanında başarılı uluslararası firmalar olmalarına dikkat ederler Özhan, 2000 : .

Yurtdışında satış yapılması düşünülen halka arzlarda aracı kuruluşun yetkilileri ve bazı hallerde işletme temsilcileriyle beraber uluslararası finans merkezlerine ve kurumsal yatırımcılara bir veya iki haftalık tanıtım gezileri düzenleyerek halka az edilecek olan ortaklığın tanıtımını yaparlar. Bu tanıtım gezilerine “*roadshow*” adı verilmektedir. Yurtdışında yapılan tanıtımlar sırasında, yurtiçinde SPK tarafından onaylanarak kayda alınacak olan izahname henüz onaylanmamış olduğundan, yabancı yatırımcılara sadece yurtdışı yatırımcılara verilen “prospectus” verilir. Yurtdışında gerçekleştirilen çalışmalar süresince lider aracı kuruluş pazarlamasını yaptıkları şirketin paylarına olan talebi belirler. İşletme ile ilgilenen yatırımcılar halka arz neticesinde tanıtımı yapılan ortaklığın hisse senetlerinden ne kadar talepte bulunacaklarını bildirirler ki bu işleme “*book building*” denilmektedir. Buradan elde edilen veriler ile halka arza olan talep ölçülür ve gerektiği takdirde halka arz fiyatı gözden geçirilir Özhan, 2006: 10).

Ülkemizde de Sermaye Piyasası Kurulu nun Seri: I, No: 2 sayılı tebliğinin 13. maddesi “ön talep toplama” işlemini düzenlemiştir. Buna göre, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından önce, belirli bir fiyat aralığından, yatırımcıların olası talepleri, talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturmaksızın, aracı kuruluşlar tarafından toplanabilmektedir. Ön talep toplama sürecinde elde edilen sonuçlar reklam amacıyla kullanılamayacak ve ön talep toplama süresi en fazla otuz gün olabilecektir. Ön talep toplama sonuçları, ön talep

toplama süresinin bitimini takip eden iki işgünü içinde ve satışa başlanmadan önce aracı kuruluş tarafından Kurul a iletilecektir.

Ön talep bildiriminde bulunma hisse senedine olan ilgiyi belirlemeye ve yabancı yatırımcıyı çekmeye yönelik bir pazarlama tekniği olarak düşünülmelidir.

elişmiş piyasalardaki örnekler, uluslararası yatırımcıların halka arza ilgilerinin ve yatırımcı tercihlerinin, hisse senedinin çıkarıldığı ülkedeki yatırımcıların gösterdiği ilgiye paralel olarak arttığını göstermiştir Yücel, 1 : 1 .

Halka arza hazırlık sürecinin en önemli aşamalarından biri de “halka arz fiyatının” tespit edilmesidir. Aracı kuruluş ve işletme, halka arz edilecek hisse senedi fiyatını birlikte belirlerler. Bununla birlikte halka ilk arz fiyatını belirlemek çok zordur, çünkü işletmenin ya daha önceden gözlenebilir bir piyasa fiyatı yoktur ya da borsadaki işlem hacmi ya hiç yoktur ya da çok azdır. Eğer fiyat çok düşük belirlenirse, hisse senedi çıkaran işletme özsermayesini yeterince arttırma avantajını yakalayamayacaktır. Eğer fiyat çok yüksek belirlenirse, o zaman da yatırımcılar hisseleri satın almaktan vazgeçebilecekler ve sonuç olarak da halka arzdan vazgeçilmek durumu ortaya çıkabilecektir.

Özellikle, sağlıklı olmayan bir piyasada, sermayelerini arttırmak için halka arz olan genç ve büyümekte olan işletmelerin sayısı çok sınırlı olmaktadır (Ibbotson, Sindelar ve Ritter, 1994: 66).

Halka arz fiyatının gerçekçi belirlenmesi hem halka arzın başarısını hem de hisse senetlerinin borsadaki fiyat performansını etkilediği için çok önemlidir.

Bu sürecin en son aşaması ise, işletme ve aracı kuruluşun SPK nın ve işletme Borsa da işlem görecektse İMKB nin istediği bilgi ve belgeleri düzenlemesidir.

2.4. . Halk a Ar Süreci

Halka arza hazırlık sürecinde aracı kuruluş ve işletme tarafından hazırlanmış olan izahname ve belirlenmiş olan talep toplama tarihi ve fiyat aralığı gibi bilgiler Sermaye Piyasası Kuruluna kayda alınması başvurusu için iletilir.

Sermaye Piyasası Kurulu başvuruları alır ve verilen bilgileri kamuyu aydınlatma çerçevesi içinde inceler. İncelemeler sonucunda verilen bilgilerin yeterli olmadığı ya da gerçeği yansıtmadığı sonucuna varırsa bu bilgilerin düzeltilmesini isteyebilir. Düzeltmelerin yeterli olmadığını gördüğü takdirde Kurul hisse senetlerini kayda almaz. Kabul edilen başvurular sonucunda ise hisse senetleri Kurul kaydına alınır.

Halka arza hazırlık sürecinde hazırlanmış olan ve SPK'nın onayına sunulan en önemli ve ayrıntılı doküman izahnamedir. Hisse senetlerini halka ilk kez arz eden işletmeler hakkında yatırımcıların yeterli bilgisi bulunmamaktadır. Bu nedenle hazırlanan izahnamede, işletmenin yaptığı iş, geçmişteki finansal durumu ve performansı, ortaklık yapısı, halka arzın ayrıntıları ile yatırım planları ve riskleri hakkında bilgiler verilmektedir ve bu doküman işletmeyi yatırımcı nezdinde taahhüt altına sokmaktadır. İzahnamedeki bilgilerin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanması işletme hakkında verilen bilgilerin doğru olduğunu göstermektedir. Bu yönüyle izahname, ihraççının ve aracı kurumun yatırımcıları bilgilendirdiğini gösteren önemli bir belgedir. Sirküler ise, izahnamenin SPK tarafından belirlenen şartlara uygun olarak hazırlanmış özetidir. Yükseltürk, 200 : .

İşletmenin tanıtım faaliyetleri bu aşamada yapılmaktadır. Mümkün olduğunca çok sayıda yatırımcıyı çekmek için tanıtım faaliyetlerine gerekli özenin gösterilmesi gerekmektedir. Hisse senetlerini halka arz edeceğine dair işletme yetkililerince bir açıklama yapılabileceği gibi, yazılı ve görsel basında da işletmenin faaliyetleri hakkında bilgiler verilebilir. İşletmenin tanıtımı sadece yurtiçinde değil yurtdışında da yapılabilmektedir. Yurtiçinde ve yurtdışında yapılacak tanıtım faaliyetleri halka arzın başarısı için önemlidir.

İşletmenin halka arz sürecinde SPK'ya ve eğer işletme Borsa'da işlem görmek istiyorsa İMKB'e yaptığı başvuruda, bu kurumların istediği bilgi ve belgelerdeki eksiklikler tamamlandıktan sonra işletmenin merkez ve üretim tesisleri Borsa ve SPK uzmanlarınca ziyaret edilerek yerinde incelemelerde bulunmaktadır.

İşletmenin içinde bulunduğu sektöre göre gerçekleştirilen incelemelerde bazı farklılıklar olsa da temelde kalitatif sayısal olmayan ve kantitatif sayısal

kriterler dikkate alınmaktadır. İşlemenin kalitatif değerleri genel olarak, hammadde temini, üretim süreci, üretim tesisleri, iç ve dış satışlar, süregelen ve proje halindeki yatırımlar, yönetim ve çalışanların durumu, grup şirketleri ile ilişkiler, iştirak ve bağlı ortaklıklar, hukuki sorunlar, lisans, know-how vb. anlaşmalar, sahip olunan markalar, işletme ve sektör hakkında genel bilgiler, alınması gereken izinler, ruhsatlar ve raporlar, işletmenin faaliyeti ile ilgili sözleşmeler, gayrimenkuller ve kiralama işlemleri başlıkları altında incelenmektedir. Kantitatif yani sayısal kriterler ise, işletmenin yıllık satış tutarı, yıllık kâr tutarı, varlık ve özsermaye büyüklüğü, yatırım toplamı, çalışanları sayısı gibi unsurlardan oluşmaktadır. Bunlardan elde edilen bilgiler işletmelerin mali tablolarında görülmektedir. Bu sebeple SPK ve İMKB tarafından yapılan kantitatif incelemelerde işletmenin mali tabloları üzerinde durulmaktadır. Bu incelemelerde, işletmenin bağımsız denetimden geçmiş mali tablo ve dipnotları incelenmekte ve finansal durumun tespiti için statik ve dinamik mali analizin yanı sıra önemli rasyoların analizi de yapılmaktadır. Bu incelemelerin sonucunda işletmenin Borsa'da hangi pazarda işlem göreceği belirlenmektedir.

İMKB'de hisse senetleri işlem görmek üzere başvuran bir işletmenin hisse senetleri İMKB uzmanlarınca yapılacak incelemeler sonrasında Borsa Yönetim Kurulunca verilecek kararla, hangi pazarın şartlarını sağlıyorsa o pazarda işlem görmeye başlar. İMKB Yönetim Kurulu tarafından alınan söz konusu karar, halka arz izahnamesinde yazılmak üzere SPK'ya iletilir. Ayrıca halka arz izahnamesinde yer almasının yararlı olacağı düşünülen diğer hususlar da aynı yazıyla SPK'ya bildirilir.

İMKB'de, “Ulusal Pazar”, “II. Ulusal Pazar” ve “Yeni Ekonomi Pazarı (YEP)” olmak üzere üç tane hisse senedi pazarı bulunmaktadır. Bunların içinde en büyük olan ve kotasyon⁴ şartları en ağır olan Ulusal Pazar'dır. Burada işlem görmek isteyen bir işletmenin, halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 21 milyon TL ve nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranının en az % 2 olması gerekmektedir. Bu oranın 2'in altında olması durumunda, halka

⁴ Kotasyon, listeye alma işlemidir. Kotasyonu, menkul kıymetler borsalarında sürekli işlem görmesi talep edilen sermaye piyasası araçlarının, ilgili borsa yönetmeliklerindeki şartları taşımaları durumunda ilgili Pazar listesine kayıt edilmesi ve işlem görmesinin kabul edilmesi şeklinde tanımlamak mümkündür.

arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 0 milyon TL olması gerekmektedir.

Ülkemizde küçük ve orta ölçekli şirketlerin sermaye piyasasından yararlanmalarını sağlamak ve teşvik etmek amacıyla, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde “İkinci Ulusal Pazar” kurulmuştur. Bu uygulamanın amacı Kotasyon Yönetmeliği'nde belirtilen maddi koşulları sağlamayan, yöresel nitelikteki küçük ve orta ölçekli şirketlerin halka açılarak, sermaye piyasasından kaynak kullanabilmelerini dolayısıyla yatırım ve aktiflerini artırabilmelerini ve Ulusal Pazar kriterlerine ulaşmalarını sağlamak, bu süre içerisinde hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir.

Yeni Ekonomi Pazarının oluşturulmasındaki amaç ise telekomünikasyon, bilişim, elektronik, internet, bilgisayar üretim, yazılım ve donanım, medya veya Borsa Yönetim Kurulu'na kabul edilecek benzeri alanlarda faaliyet gösteren teknoloji işletmelerinin sermaye piyasasından kaynak elde etmelerini sağlamak ve söz konusu işletmelerin hisse senetlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize ikincil piyasada işlem görmesini temin etmektir.

Seri: I No: 2 sayılı Tebliğin 1 . maddesine göre, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından sonra, Kurul'ca onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren 1 gün içinde işletmenin kayıtlı olduğu Ticaret Siciline tescil ve ilan ettirilir. Halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet edilmesi sirküler ile yapılır (Bolak, 2001: 92) ve bu sirküler gazetelerde yayınlanır.

Sirkülerde talep toplama tarihleri, halka arz fiyatı veya fiyat aralığı ve talep toplayacak olan konsorsiyum üyeleri belirtilir.

Hisse senetlerinin halka arz yöntemleri olarak; mevcut hisse senetlerinin satışı, sermaye artırımı yoluyla halka arz ya da iki yöntemin birlikte uygulanması olmak üzere üç şekilde yapılabileceğini anlatmıştık.

İşletme sermaye artırarak hisse senetlerini halka arz ettiğinde, mevcut ortakların rüçhan haklarını tamamen veya kısmen kısıtlayabilmekteydi. Seri: I No: 26 sayılı Tebliğin 1 . maddesine göre, ortakların yeni pay alma haklarının kısmen

kısıtlandığı durumlarda, mevcut ortaklar bu haklarını 1 günden az, 0 günden fazla olmamak şartıyla sirkülerde belirlenen süre ve esaslar dahilinde kullanabilirler.

Yeni pay alma hakkı kullanım süresinin bitiminden veya yeni pay alma hakkı kullandırılmıyorsa izahnamenin tescilinden itibaren 1 gün içinde sirküler yayımlanarak hisse senetleri satışa sunulur.

Halka arzda üç satış yöntemi bulunmaktadır. Bunlar, talep toplama yöntemi, talep toplamaksızın satış yöntemi ve Borsa da satış yöntemidir. Bu yöntemler ilerideki bölümde açıklanacaktır.

Burada anlatılan prosedür, aracı kurumlar tarafından şirket hisse senetlerinin Borsa dışında halka arz edilmesine ilişkin prosedürdür.

Halka arz işlemi, izahname ve sirkülerde ilan edilen tarih ve yerde başlar. Konsorsiyum üyeleri talep toplama gününde gelen yatırımcıların taleplerini ve talep etmiş oldukları miktara karşılık gelen hisse senedi satın alım bedellerini alırlar. Talep toplama süresince SPK tarafından kayda alınmış olan izahname ve sirkülerin örnekleri isteyen yatırımcılara verilmek üzere başvuru yerlerinde hazır bulundurulur. Talep toplama işleminin sona ermesinin ardından, üyeler kendilerine gelen talepleri lider aracı kuruluşa iletirler. Talep toplama süresince toplanan paralar halka arz için oluşturulmuş olan özel bir hesapta tutulur Özhan, 2000 : 12 .

Lider aracı kuruluş kendisine iletilen talep listelerini birleştirerek gelen talep doğrultusunda talep sahiplerine paylarına düşen hisse senetlerini dağıtır. Dağıtım işlemi sırasında, aracı kuruluş hisse senedi talep eden yatırımcılar arasında halka arz işlemine katılması yasaklı kişilerin olup olmadığını kontrol eder ve bu tür kişilerden gelmiş olan talepler iptal edilerek paraları kendilerine iade edilir. Halka arz işlemine katılması yasaklı olan kişiler, sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, kanuni denetçileri, murahhas müdürleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personeli ve bunların eşleri ile birinci derecede kan ve sıhrî hısımlarıdır.

Mevcut hisse senetlerinin halka arzında ve halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımları yoluyla halka arz işlemlerinde talep toplama yönteminin

kullanılması durumunda, bu işlemin ardından “kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması halinde izahnamede gerekli açıklamaların yapılması koşuluyla, bu talebi karşılamak amacıyla ek satış gerçekleştirilebilir. 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. 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 Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 200 : . Ödünç alımlı satış, sahip olunmayan hisse senetlerinin ödünç alınmak suretiyle satışını ifade eder.

İlk olarak, Seri: I No: 2 sayılı Tebliğ de “ek satış hakkı” adı ile düzenlenen ve daha sonra Seri: I No: 2 sayılı tebliğ ile “ek satış” olarak değiştirilen tebliğin 21. maddesine göre ek satışa konu olan hisse senetleri, ek satış öncesi halka arz edilen hisse senedi miktarının 1 ini aşamaz.

Hisse senedi talep eden yatırımcıların listesinin ihraççı tarafından onaylanmasının ardından talep toplama işleminin sonuçları Sermaye Piyasası Kurulu na, hisse senetlerinin teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesi isteniyorsa İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına gönderilir. Halka arz süreci bununla beraber sona ermiş olur.

2.4. . Halka Arz Sonrası Süreç

Halka arz işlemi, talep toplanmasının ardından yatırımcılara paylarına düşen hisse senetlerinin dağıtımlarının yapılması, sonuçların Sermaye Piyasası Kuruluna bildirilmesi ve halka arzın Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanmasının ve onaylanan listelerde ismi bulunan yatırımcıların hesaplarına hisse senetlerinin virmanlarının yapılmasının ardından sona erer.

Hisse senetleri kaydi sistem⁵ esasları saklı kalmak şartıyla, mevcut hisse senetlerinin halka arzı ve kayıtlı sermayeli ortaklıkların nakit sermaye artırımlarında

⁵ Kaydi sistem sermaye piyasası araçları ve bu araçlara ilişkin hakların Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından, bilgisayar ortamında , ihraççılar, aracı kuruluşlar ve hak sahipleri itibarıyla tutulduğu ve bu araçlar üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde MKK ya yapılan bildirim tarihinin esas alındığı hukuk sistemidir.

satış anında; esas sermayeli ortaklıklarda ise sermaye artırımının Ticaret Siciline tescilinden itibaren, *hamiline yazılı* hisse senetleri 30 gün, *nama yazılı* hisse senetleri ise 90 gün içinde teslim edilir.

Bir anonim ortaklığın halka açık olması hisse senetlerinin teşkilatlanmış herhangi bir piyasada işlem görmesi anlamına gelmediği gibi, halka açık anonim ortaklık sıfatının elde edilmesi için işletmenin paylarını halka arz etmeleri gibi bir zorunluluk da bulunmamaktadır. Bilindiği gibi, ortaklarının sayısının 2 0 kişiyi geçmesi durumunda işletme, halka açık anonim ortaklık sayılmakta ve Sermaye Piyasası Mevzuatına tabi olmaktadır.

Bununla birlikte, hisse senetlerinin talep toplanması yoluyla halka arz edilen işletmeler aynı zamanda senetlerinin Borsa da işlem görmesini de istemektedirler ve bu nedenle İMKB ye de başvurumaktadırlar. Borsa Yönetim Kurulu, halka arz sonuçlarının incelenmesinden sonra, işletmenin işlem göreceği pazar hakkında karar vermekte ve işletme hisse senetlerini Borsa kotuna ve kaydına almaktadır. Borsa Yönetim Kurulu nun kararından sonra, halka arz sonuçları, halka arz izahnamesi ve Borsaca gerekli görülen diğer bilgiler, Borsa ünlük Bülteninde ilan edilmekte ve ilanı izleyen ikinci işgününden itibaren işletme hisse senetleri ilgili pazarda işlem görmeye başlamaktadır.

Halka arz sonrası işlemlerden bir diğeri de fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerdir. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler; halka arzda talep toplama yönteminin kullanılması ve izahnamede gerekli açıklamalarının bulunması koşuluyla, halka arz edilen hisse senetlerinin halka arz fiyatının altına düşmesi durumunda fiyat istikrarı sağlamak amacıyla aracı kuruluş tarafından destek alımlarında bulunulması işlemidir.

Halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler ilgili hisse senedinin Borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren en çok otuz gün süreyle gerçekleştirilebilir. 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 sinyali açıkça göndermektedir Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 200 : 7). Diğer taraftan, halka arzlarda fiyat desteği sağlamaya yönelik işlemlerin düşük fiyatlanmayı tanımlayan bir unsur olarak da görülmektedir. Böyle bir destek verilmediği takdirde, yatırımcıların ön talep döneminde ilgilendiklerini beyan ettikleri hisseler asıl alım sırasında talep göstermemeleri söz konusu olabilecektir. Ön taleplerini nihai prospektüsü görmeden belirtmiş olan potansiyel yatırımcıların taleplerini geri çekme hakları olduğundan, bu hakkı kullanmalarını önleyici bir işlem olarak aracılardan fiyat istikrarı faaliyetleri devreye girmektedir. Bir aracı kuruluşun fiyatlara destek verme konusundaki başarılı işlemleri biliniyorsa, onun aracılık ettiği halka arzda fiyatın yüksek olmadığına inanç daha fazla olmaktadır. Böylelikle, fiyat desteği beklenen halka arzlarda yatırımcının ilgisi yüksek olmaktadır Fıratoğlu ve İmişiker, 200 : 2).

2.5. HALKA ARZDA SATI YÖNTEMLERİ

İhraç kavramı, sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. / I c hükmünde “sermaye piyasası araçlarının ihraççıları tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı” olarak tanımlanmaktadır. Bu tanıma göre, ihraç işlemlerinde kullanılabilecek iki ayrı satış modeli mevcuttur. Bunların ilki “halka arz yolu ile satış” ikinci ise “halka arz edilmeksizin satış”, yani “tahsisli satış”tır. Bu satış türünün halka arz yolu ile satıştan farkı sermaye piyasası araçlarının halka satılmayıp, doğrudan belirli bireysel ya da kurumsal yatırımcılara tahsis edilmesidir. Bu itibarla, tahsisli satışlarda teknik anlamda bir halka satış durumu söz konusu değildir Ayoğlu, 200 : .

İşletme, istediği takdirde belli yatırımcı gruplarına halka arz edilecek hisse senetlerinin bir kısmını tahsis edebilir. Tahsisat grupları alım gücü yüksek yurtiçi bireysel yatırımcılar, yabancı yatırımcılar, işletme çalışanları, kurumsal yatırımcılar ki bunlar yatırım fonları, özel emeklilik fonları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, emekli ve yardım sandıkları ile vakıflar vb. olarak belirlenebilir.

Seri: I o: 2 sayılı Tebliğin “tahsisli satışlar” başlığını taşıyan 10. maddesinde; “yeni pay alma hakları kısıtlanarak tahsisli satış yapılabilmesi için,

tahsisli satış esaslarının, esas sermaye sisteminde genel kurulca, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşme ile yetkili kılınmış ise yönetim kurulunca karara bağlanması gerektiği” düzenlenmiştir. Ayrıca bu maddede, yurt içinde tahsisli satış durumunda, satışa Kurul kayıt tarihinden itibaren 1 gün içinde başlanması ve satışa başladıktan sonra bir hafta içinde tamamlanması zorunluluğu getirilmiş olup, hisse senetleri Borsa da işlem gören ortaklıkların, tahsisli olarak gerçekleştirecekleri hisse senedi satış işleminin, Borsa’nın ilgili pazarında gerçekleştirilmesi gerektiği düzenlenmiştir.

Seri: VIII o: 22 sayılı Tebliğ’in Seri: VIII No: 1 sayılı Tebliğ ile değişik ve “halka arzda kısıtlamalar” başlığıyla düzenlenen . maddesine göre, “*izahname ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla; halka arz edilecek sermaye piyasası araçları yatırımcı grubuna, ihraççının çalışanlarına, ticari organik bağı bulunan yatırımcı kitlesine veya ihraççının/hissedarın belirleyeceği bir yatırımcı kitlesine satılmak üzere sınırlandırılabilir. Satış sırasında talep edilebilecek sermaye piyasası aracı miktarlarına Kurul’ca uygun görüldüğü takdirde ihraççının yönetim kurulunca veya hissedar tarafından asgari veya azami limitler konulabilir. Ancak getirilebilecek sınırlamalar ihraççı, hissedar veya aracı kuruluş ile sermaye, yönetim, denetim ve benzeri şekillerde ilişkisi bulunan kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanılamaz”* düzenlemesi yapılmıştır. Tahsisat yapılması durumunda, “*halka arz satış tutarının (2008 yılı için) 142 milyon TL’nin üzerinde olması halinde % 30, bu tutarın altındaki halka arzlarda ise % 50 oranında küçük bireysel yatırımcı grubuna tahsisat yapılması zorunludur”* düzenlemesi getirilmiştir.

Ülkemizde, halka arz yoluyla satış, halka arz edilmeksizin satışa oranla çok daha fazla tercih edilen bir satış yöntemidir. iteliği itibariyle, halkın atıl duran tasarruflarının ekonomiye kazandırılmasını sağlayan satış modeli halka arz yoluyla satış yöntemidir. Bu nedenle, halkın, yani küçük yatırımcının korunması anlamında da halka arz büyük önem taşımaktadır.

Hisse senetlerinin halka arzında seçilecek satış yöntemleri ise SPK’nın, Seri: VIII No: 22 sayılı “Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Tebliği” ile düzenlenmiştir.

İşletme veya satışı gerçekleştirecek hissedarlar aracı kurum ile birlikte hisse senetlerini hangi satış yöntemini kullanarak satacaklarını belirlerler. İşletmeler ilke olarak, satış yöntemlerini seçmekte serbesttirler. İşletme, satış yöntemini belirlerken, halka arz aşamasında sermaye ve para piyasasının durumu, potansiyel müşteri grubu, aynı sektörde faaliyet gösteren diğer işletmelerin izlediği yöntemler gibi hususları da dikkate almaktadır Yücel, 1 : .

İşletmeler her ne kadar istedikleri satış yöntemi belirlemekte serbest olsalar da bazı özellikli durumlarda Tebliğ, belirli satış yöntemlerinin kullanılmasını zorunlu tutmuştur. Bunlardan ilki, hisse senetleri Borsa da işlem gören işletmelerdir. Tebliğ in Seri: VIII No: sayılı Tebliğ ile değişik . maddesine göre, *bu işletmeler, “yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan payların satışında borsada satış yöntemini uygulanmak zorunludur”* düzenlemesi yapılmıştır.

Aynı maddeye istinaden ikinci olarak, halka açılmak üzere hisse senedi satışı yapacak işletmeler için bir düzenleme yapılmıştır. Buna göre, *“halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırarak, artırılan sermayeyi temsil eden paylarını kısmen veya tamamen halka arz etmeleri durumunda “Talep Toplama” veya “Borsada Satış” yöntemlerinden birinin uygulanması zorunludur”* hükmü getirilmiştir.

Aynı maddede son olarak, nitelikleri belirlenmiş halka açık işletmeler için bir düzenleme yapılmıştır. Buna göre, *“halka açık ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla hisse senedi satışlarında, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış son yıla ait bilançolarındaki hisselerin defter değeri nominal değerinin en az iki katı olan ortaklıkların, net dönem kârı elde etmiş ve bilanço aktif toplamı 4.872 milyar Türk Lirasını aşmış olması halinde “Talep Toplama” veya “Borsada Satış” yöntemlerinden birinin uygulanması zorunludur”* hükmü getirilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu nun, Seri: VIII o: 22 sayılı Tebliğine göre üç tane satış yöntemi vardır. Bunlar talep toplama yöntemi, talep toplamaksızın satış yöntemi ve Borsa da satış yöntemidir.

Aşağıdaki tabloda 2000-2007 yılları arasında yapılan halka açılımlarda kullanılan satış yöntemleri İMKB'nin internet sayfasından elde edilen verilerle düzenlenmiştir.

Tablo 3: 2000-2007 Yılları Arasında Yapılan Halka Arzlarında Satış Yöntemleri

Yıllar	İşletme Sayısı	Talep Toplama			Borsada Satış
		Sabit Fiyatla	Fiyat Teklifi Alma	Fiyat Aralığı Yoluyla	
2000	35	34	-	1	-
2001	1	1	-	-	-
2002	4	3	-	-	1
2003	2	-	-	-	2
2004	12	9	-	1	2
2005	9	2	-	3	4
2006	15	4	-	4	7
2007	9	1	-	7	1
Toplam	87	54		16	17

Kaynak: www.imkb.gov.tr.

Tablo 3'de görüldüğü gibi, 2000-2007 yılları arasında yapılan halka arzlarında 80 işletme talep toplama yöntemini tercih ederken sadece 1 işletme borsada satış yöntemini kullanmıştır.

Talep toplama yöntemini kullanan 80 işletmenin 79 tanesinin sabit fiyatla talep toplama yöntemini tercih ederken 1 tanesinin fiyat aralığı yöntemini kullandığı görülmektedir. Bununla birlikte, ülkemizde, sabit fiyatla talep toplama yönteminin en çok 2000 yılında tercih edildiği ama 2007 yılından itibaren işletmelerin fiyat aralığı yöntemine yöneldiği göze çarpmaktadır. Özellikle 2007 yılına baktığımızda, talep toplama yöntemiyle gerçekleşen halka arzın 79 tanesinin fiyat aralığı yoluyla satış yöntemini tercih ettiklerini görmekteyiz. Sabit fiyatla talep toplama yönteminin dünya genelinde ve gelişmiş piyasalarda gün geçtikçe itibar kaybettiği bilinmektedir. Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2007 : 10. Ülkemizde de son yıllarda sabit fiyatla talep toplama yönteminden fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemine doğru bir eğilim olduğu görülmektedir.

2.5.1. Talep Toplama Yöntemleri

Bu yöntemde, yatırımcıların satışa sunulan hisse senetlerine ilişkin talepleri toplanarak değerlendirilir ve sonuçta satışa sunulan hisse senetleri yatırımcılar arasında dağıtılır.

Talep toplama yöntemiyle satış üçe ayrılır. Bunlar sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama ve fiyat aralığı yoluyla talep toplamadır.

2.5.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama

Bu yöntemde, halka arz olunan hisse senetlerinin satış fiyatı yatırımcılar tarafından bilinmektedir. Yatırımcılar, bu fiyattan istedikleri miktarı sirkülerin ilanından itibaren en az *üç*, en çok *beş* işgünü geçtikten sonra başlayan ve en az *iki* işgünü olan talep toplama süresi içinde sirkülerde belirtilen banka hesabına yatırırlar ve halkı arzı yürüten aracı kuruluşça düzenlenen talep formunu doldurup imzalarlar.

Yatırımcılar isterlerse talep formunda almak istedikleri miktara ilişkin bir alt sınır belirleyebilirler.

Başvuru taleplerinin satışa sunulan hisse senedi tutarından az olması halinde bütün talepler karşılanır. Talebin arz edilen hisse senedi miktarından daha fazla olması durumunda varsa belirli bir yatırımcı kitlesi için ayrılan kısım hariç olmak üzere satışa sunulan toplam tutar, talep eden yatırımcı sayısına bölünür ve bu suretle bulunan tutar ve altındaki alım talepleri karşılanır. Kalan tutar, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek aynı şekilde dağıtılır. Bu şekilde yapılan dağıtım işlemine satışa sunulan hisse senetlerinin tamamı dağıtılıncaya kadar devam edilir. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda bir alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilir, ortaya çıkan miktarın bu alt sınır altında kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar dağıtımına tabi tutulur.

Talep toplama süresinin bitimini izleyen iki işgünü içinde aracı kuruluş, bedelini bankaya ödeyerek taleplerini bildiren yatırımcıların adı ve soyadını, T.C kimlik numarasını, adresini, yatırım fonlarının adlarını, yatırım ortaklıklarının ve diğer tüzel kişilerin ticaret unvanlarını, talep ettikleri sermaye piyasası aracının

miktarını - ki bizim konumuz itibariyle bu sermaye piyasası aracı hisse senedi olmaktadır-, miktar alt sınırlarını, hesaba para yatırdıkları tarih ile hisse senetlerinin yatırımcılar arasındaki dağıtımını gösterir bir listeyi düzenleyerek ihraççı veya hissedara verir.

İşletme, dağıtım listesinin teslimini izleyen iki işgünü içinde aracı kuruluşa geri verir. Aracı kuruluş kabul edilmeyen teklifleri ilan eder ve bunların yatırımcı oldukları paraları derhal öder. Halka arza katılmaya hak kazanan yatırımcılara ise ilgili hisse senetleri dağıtılır Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 200 : .

2.5.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama

Bu yöntemde, işletme veya hissedarlar tarafından asgari bir satış fiyatı belirlenmektedir. Yatırımcılar, bu satış fiyatından düşük olmamak şartıyla talep ettikleri hisse senedi sayısını ve fiyat tekliflerini belirterek sirkülerde belirtilen süre içinde ve belirtilen banka hesabına bu tutarı yatırarak halka arzı yürüten aracı kuruluşça düzenlenen talep formunu doldurup imzalarlar.

Seri: VIII No: 22 sayılı Tebliğ in “Dağıtım İlkeleri” başlığı altında ve 1.2.1.1.1. . maddesine göre, *“talep toplama süresinin bitiminden sonra toplanan teklifler, en yüksek fiyat teklifinden en düşük fiyat teklifine doğru olmak üzere, her fiyat düzeyinde talep edilen miktarlar ile birikimli miktarları gösteren bir tabloya dönüştürülür. Birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabildiği fiyat, satış fiyatı olarak belirlenir. Hisse senetlerinin dağıtımında bu fiyatı karşılayan teklifler dikkate alınır. Belirlenen fiyat düzeyinde talep edilen toplam hisse senedi miktarının satışa sunulandan fazla olması durumunda, en yüksek fiyatlı talepten başlamak suretiyle dağıtım işlemi yapılır. Teşekkül eden fiyat seviyesinde birden fazla yatırımcının karşılanamayan talebi olması durumunda, yatırımcılar arasında dağıtım talep miktarı ile orantılı olarak yapılır. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilir, ortaya çıkan miktarın bu alt sınırın altında kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar dağıtıma tabi tutulur”* düzenlemesi yapılmıştır.

2.5.1.3. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama

Bu yöntemde, hisse senetleri taban fiyat ile tavan fiyat arasındaki marj % 20 yi geçmemek şartıyla Kurul kaydına alınabilir. Bu takdirde talep tavan fiyatından toplanır. Fiyat aralığı ile talep toplanması durumunda gerçekleşen fiyat ile tavan fiyatı arasındaki farkın talepte bulunanlara iadesine ilişkin esaslar izahname ve halka arz sirkülerinde belirtilir.

Talep toplama işlemlerinde kullanılan farklı bir dağıtım yöntemi de, *oransal (pro-rata) dağıtım* yöntemidir. Bu yöntemde; sabit fiyatla veya fiyat aralığı yoluyla talep toplama yönteminin uygulandığı halka arzlarda istenmesi halinde, herhangi bir yatırımcı grubuna tahsis edilmiş bulunan toplam hisse senedi miktarının bu gruba gelen toplam talep miktarına bölünmesi ile arzın talebi karşılama oranı bulunur. Söz konusu oran yatırımcıların talep ettikleri tutar ile çarpılarak, her bir yatırımcının talebi arzın talebi karşılama oranında hisse senedi tahsis edilmesi suretiyle karşılanır.

2.5.2 Talep Toplama Sırasında Satış Yöntemi

Hisse senetlerinin bizzat ihraççı tarafından ya da aracı kuruluş vasıtasıyla belirli bir fiyat tespit edilerek, yatırımcılardan talep toplanmaksızın halka arz yoluyla satışdır. Bu yöntemi, diğer yöntemleri kullanma zorunluluğu olmayan ihraççılar kullanabilir. Bu yöntemin uygulanması halinde tasarruf sahipleri, sirkülerde belirtilen süre içinde pay bedellerini bir bankada açılan özel hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar.

2.5.3. Borsa Aracılığıyla Satış Yöntemi

Hisse senetlerinin borsada satış yöntemiyle halka arz, SPK'nın uygun görüşü üzerine İMKB'nin mevzuatı doğrultusunda gerçekleştirilir. Satış, belirlenen bir aracı kurum vasıtasıyla öncelikle Borsa'nın "*birincil piyasasında*" gerçekleştirilir. Bu piyasada halka arz olunan hisse senetlerini alan yatırımcılar, bu hisse senetlerini satabilmek için söz konusu hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem görmesini beklemek zorundadırlar Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 200 : . İkincil piyasada işlem görebilmek içinse işletmenin, satıştan en az 20 gün önce istenen tüm dökümanlar ile birlikte Borsa'ya başvurması ve başvurunun Borsa Yönetim Kurulu'na kabulü ve ilan edilmesi gerekmektedir.

Bu yöntemde, hisse senetleri Kurul kaydına alınmadan önce ilk olarak Borsa Yönetim Kurulu toplantısında işletmenin işlem görme başvurusu görüşülerek Borsa Yönetim Kurulu kararı ile birincil piyasada halka arz başvurusunun kabul edilip edilmemesine karar verilmektedir. Borsa da halka arza Borsa Yönetim Kurulu nun karar tarihinden bir hafta sonra başlanabilir. Borsa da halka arz, sirkülerde belirtilen süre içinde gerçekleştirilir.

2.6. HALKA ARZDA ARACILIK FAALİYETLERİ

Aracı kuruluşu “menkul kıymetlerin, kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın başkası nam ve hesabına, kendi namına veyahut kendi nam ve hesabına, aracılık amacıyla alım satımı ile uğraşan yatırımlar konusunda müşterilerine danışmanlık hizmeti sunan, piyasa araştırmaları ve aracılıkla bağdaşabilen işleri yapan, sermaye piyasasının anonim ortaklık tipinde kurulmuş yardımcı kuruluşlarıdır” şeklinde tanımlamak mümkündür (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 109).

Ülkemizde aracı kuruluşlar, sermaye piyasasında faaliyet gösterme yetkisi almış olan kuruluşlardır. Aracı kuruluşların kuruluş izinleri SPK tarafından verilmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 109).

Aracı kuruluşların ihraç ve halka arz süreçlerine katılımı ihraç ve satış işlemlerinin başarı ile tamamlanması, yatırımcıların haklarının korunması ve piyasalarda güven ve istikrarın sağlanması bakımından büyük önem arz etmektedir. Sermaye Piyasası Kanununun 0. maddesinin I. fıkrasının b bendinde, “*Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılığın*” aracı kuruluşlarca yürütülecek sermaye piyasası faaliyetleri arasında sayılması, bu kuruluşların ihraç ve halka arz süreçlerinde üstlendikleri rolün yasal temelini oluşturmaktadır. Aracı kuruluşların söz konusu süreçlere katılımı, ihraç ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kurumla akdedecekleri “halka arza aracılık sözleşmesi” çerçevesinde gerçekleşmektedir (Ayoğlu, 2007: 109).

SPK nın Seri: V No: 2007/1 sayılı “Halka Arza Aracılık Faaliyeti” Tebliği nin 1. maddesinde, “*sermaye piyasası araçlarının halka arzının, sermaye piyasası aracını ihraç eden ile aracı kurum ya da mevduat kabul etmeyen banka arasında*

aktedilecek yazılı bir “aracılık sözleşmesi”ne bağlanması şarttır” düzenlemesi getirilmiştir.

Yine aynı Tebliğ in, “halka arza aracılık faaliyetlerinin esasları” başlığını taşıyan 0. maddesinde, halka arza aracılık yetki belgesine sahip kuruluşların sermaye piyasası araçlarını halka arz suretiyle satışına aracılık yaparken uymak zorunda oldukları esaslar maddeler halinde düzenlenmiştir. Buna göre,

- Halka arza aracılık işlemlerini izahnamede, sirkülerde duyuruda , ilan ve reklamlarda, aracılık sözleşmesinde belirlenen esaslar çerçevesinde yürütürler.
- Yapay piyasa yaratılması sonucunu verecek yahut aracılık komisyonu dışında, kendilerine veya üçüncü şahıslara menfaat sağlanmasına imkan tanıyacak tasarruflarda bulunamazlar.
- Sermaye piyasası araçlarının halka arzı ile ilgili olarak, ilgili mevzuat ile belirlenen yükümlülöklere aykırı işlem ve faaliyetlerde bulunamazlar.
- Sermaye piyasası aracının halka arzı ile ilgili olarak, ihraççı ve / veya hissedar hakkında detaylı ve dikkatli inceleme yapma konusunda en iyi gayreti gösterirler.
- Halka arz fiyatının sermaye piyasası aracının gerçek değerini en doğru şekilde göstermesi yönünde azami özeni gösterirler.
- Halka arz sürecinde kamuya açıklanmamış bilgilerin kurum dışına ve kurum içinde farklı birimlere geçmesini engellerler.
- Aracı kurumların halka arza aracılık faaliyetleri esnasında yüklenebilecekleri taahhütlerin tutarı, Kurul un sermaye yeterliliği düzenlemeleri uyarınca belirlenecek sınırı aşamaz.

Yukarıdaki düzenlemeden de anlaşılacağı gibi, halka arz sürecinde aracı kuruluşlar önemli bir rol oynamaktadırlar. Hisse senetlerinin halka arz edilmesi mevzuata bağlı olarak belli aşamaları kapsayan ve uzmanlık gerektiren bir süreçtir. Aracı kuruluşlar öncelikle bu süreci organize ederek hem yatırımcıları korumakta hem de işletmelere teknik destek sağlamaktadır.

Bu faaliyetlerin içinde yer alan diğer bir konu da hisse senedinin gerçek değerini en doğru şekilde gösterilmesi yönünde aracı kuruluşların azami özeni göstermek zorunda olmalarıdır. Bu düzenlemeyle, halka arz olunacak hisse senetlerinin fiyatlandırılması sürecine aracı kuruluşların aktif ve etkin bir şekilde katılımı sağlanarak hisse senetlerinin gerçek değerinin uzman kuruluşlarca belirlenmesi ve yatırımcının, satışa sunulan hisse senetleri için ederinden fazla bir bedel ödemesinin önüne geçilmesi hedeflenmektedir Ayoğlu 200 : .

Seri: V No: sayılı “Halka Arza Aracılık Faaliyeti” Tebliği nin . maddesi “*halka arza aracılık faaliyeti Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışına aracılık yapılmasını ifade eder ve halka arza aracılık; en iyi gayret aracılığı ve aracılık yüklenimi, şeklinde yapılabilir*” biçiminde bir düzenleme getirmiştir.

Aracılık yüklenimi ve halka arza aracılık sözleşmesi, esas itibarıyla Anglo Sakson hukukunun “*underwriting*” diye adlandırdığı bir müessesedir. Bizim hukuk sistemimize de buradan alınmış ve hatta Kanun gerekçesinde de “*underwrite*” kavramına İngilizce olarak yer verilmiştir. Sözlük anlamıyla “*underwrite*” insan hayatının ve malların sigorta edilmesi veya halka menkul kıymet satmayı kabul etme veya halka satılan menkul kıymetler için gerekli parayı tedarik etme ve satılmayan menkul kıymetleri satın almayı ifade etmektedir. “*Underwriting*” işlemi esas itibarıyla menkul kıymetlerin satışının garantisıyla birlikte bir satın alma durumudur.

“*Underwriting*” sözleşmesi ise, ortaklıkların hisse senetlerini halka arz etmeden önce yapılan ve sözleşmede belirtilen miktarda halkın satın almadığı hisse senetlerini aracının alacağını hükme bağlayan bir sözleşmedir Ünal, 1 : 1 .

Doktrinde halka arza aracılık sözleşmesinin hizmet ettiği amacın, menkul kıymet ihraçlarında, ihraç eden ortaklığın pazarlama riskini aracı kurumlara dağıtmak ve ihraçtan beklenen gelirin sağlanmasını garanti etmek olduğu ifade edilmektedir Ünal, 1 : 1 .

Seri: V o: sayılı Tebliğ in . maddesi halka arza aracılık türlerini, “*en iyi gayret aracılığı*” ve “*aracılık yüklenimi*” olarak ikiye ayırmıştır. Aracılık

yüklenimini de “bakiyeyi yüklenim”, “tümünü yüklenim”, “kısmen bakiyeyi yüklenim” ve “kısmen tümünü yüklenim” olarak dört şekilde sınıflandırmıştır.

Bu sınıflandırmaya rağmen, bu aracılık türlerinin tek bir sözleşmede bir araya getirilmesi de mümkündür. Örneğin, aracı kuruluş, sözleşme de ihraç olunacak hisse senetlerinin 0 sini en iyi gayret 0 sini ise bakiyeyi yüklenim yoluyla aracılık edebileceğini belirtebilir.

Bilindiği gibi, halka arzları bir tek aracı kuruluş değil birden fazla aracı kuruluşun bir araya gelerek konsorsiyum oluşturması ve halka arzın bu şekilde gerçekleştirilmesi de mümkündür. Bu durumda, örneğin 10 aracı kuruluş bakiyeyi yüklenim türünü kabul ederken bir aracı kuruluş ise en iyi gayret aracılığı yöntemini seçebilir.

2000-2007 yılları arasında Türkiye de yapılan halka arzlarda kullanılan aracılık türleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 4: 2000-2007 Yılları Arasında Yapılan Halka Arzlarında Aracılık Türleri

Yıllar	İşletme Sayısı	En İyi Gayret Aracılığı EİA	Bakiyeyi Yüklenim	Bakiyeyi Kısmen Yüklenim (BKY)	BKY ve EİA
2000	35	-	34	1	-
2001	1	-	1	-	-
2002	4	-	4	-	-
2003	2	-	2	-	-
2004	12	-	11	1	-
2005	9	-	5	4	-
2006	15	-	11	3	1
2007	9	1	1	5	2
Toplam	87	1	69	14	3

Kaynak: www.imkb.gov.tr.

Tablo 4 de görüldüğü gibi, ülkemizde en çok kullanılan aracılık faaliyeti türü “bakiyeyi yüklenim” şeklinde gerçekleşmektedir. 2000-2007 yılları arasında gerçekleşen halka arzın yaklaşık 0 inde bu yöntem kullanılmıştır. Bu şekilde

yapılan aracılık faaliyetinde, aracı kuruluş hisse senetlerinin satışına aracılık etmenin yanı sıra satılamayan hisse senetlerini satın almayı da taahhüt etmektedir.

Mevzuatta düzenlenen “tümünü yüklenim” ve “kısmen tümünü yüklenim” aracılık yöntemlerinin ise hiç kullanılmadığı görülmektedir. Bunun sebebi olarak, aracı kuruluşların en çok risk aldıkları aracılık faaliyetinin, tümünü yüklenim yoluyla yapılan aracılıklarda ortaya çıkması gösterilebilir.

2000 ve 2001 yıllında bir işletmenin kullandığı, 2001-2002 yılları arasında hiç kullanılmayan “bakiyeyi kısmen yüklenim” şeklindeki aracılık faaliyetinin ise 2003 yılından itibaren tercih edildiği görülmektedir.

“Kısmen bakiyeyi yüklenim” ve kısmen de “en iyi gayret aracılığı” türlerini tek bir sözleşmede birleştirerek yapılan aracılık faaliyeti ise 2003 ve 2004 yıllarında işletme tarafından kullanılmıştır.

2.6.1. En İyi Gayret Aracılığı

Seri: V no: 2004/10 sayılı Tebliğin 11. maddesinin III. fıkrasındaki tanımı ile, en iyi gayret aracılığı “*Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılamayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını*” ifade etmektedir.

Bu aracılık türünde aracı kuruluşlar riski üstlenmeden, hisse senedinin bir acenta gibi satma yükümlülüğü altına girmektedirler. Aracı kuruluş, satışlarıyla orantılı olarak belirli bir tutar komisyon almaktadır. İhraç edilen hisse senedi satılamazsa, genellikle ihraçtan vazgeçilmektedir (Akbulak S, 2004: 111).

ABD’de en iyi gayret aracılığıyla yapılan halka arzlarda, satılamayan kısmın kalması halinde, halka arz iptal edilmekte ve fiyat değerlemesinin doğru yapılmadığı varsayılarak hisse senedi almış olan yatırımcılara paraları iade edilmektedir Altan ve Hotamış, 2005 : 2 .

En iyi gayret aracılığı, ihraç ettikleri ya da satışa sundukları sermaye piyasası araçları için yüklenimde bulunacak aracı kuruluş bulamayan ya da aracılık maliyetini düşük tutmak isteyen firmalar tarafından tercih edilen bir aracılık türüdür.

Sermaye piyasası araçlarının satılamaması riskini düşük gören yüksek prestijli firmaların da maliyeti gereksiz şekilde yükseltmemek kaygısıyla bu yöntemi tercih edebildikleri belirtilmektedir Ayoğlu, 200 : 10 .

2.6.2. Aracılı Yü lenimi Yöntemiyle Aracılı

Seri: V o: sayılı Tebliğ in . maddesinde aracılık yüklemi yöntemiyle aracılık türlerini “*bakiyeyi yüklenim*”, “*tümünü yüklenim*”, “*kısmen bakiyeyi yüklenim*” ve “*kısmen tümünü yüklenim*” olarak dört şekilde sınıflandırmıştır.

Yukarıda da belirtildiği gibi, Anglosakson Hukuku nda halka arza aracılığı ifade etmek üzere “*underwriting*” kavramı kullanılmaktadır. “*Underwriting*” kavramı, çıkış yeri olan İngiltere de, hukuki anlamı itibariyle kökeni Sigorta Hukuku na dayanan, “taahhüt etmek- sigorta etmek” anlamında kullanılan bir ifadedir. Halka arza aracılık faaliyeti esnasında hisse senetlerinin satılamayan kısmının ya da henüz satış başlamadan önce tamamının satın alınacağını aracı kuruluş tarafından taahhüt edilmesi ihraççının, hisse senetlerinin satılamaması riskine karşı aracı kuruluş tarafından sigorta edilmesine benzetildiğinden, bu faaliyeti tanımlamak üzere “*underwriting*” terimi kullanılmaktadır Ayoğlu, 200 : 11 . Bir şekilde aracı kuruluş, hisse senetlerinin satılamamasına ilişkin riski yüklenmektedir. Bu sebeple, işletme ile aracı kuruluş arasında yapılan bu tür aracılık sözleşmelerine doktrinde “aracılık yüklenim sözleşmesi” de denilmektedir.

. . . . Ba ieyi Yü lenim

Bu şekilde yapılan aracılık faaliyetinde, aracı kuruluş hisse senetlerinin satışına aracılık etmenin yanı sıra satılamayan hisse senetlerini satın almayı da taahhüt etmektedir.

Bakiyeyi yüklenim, Seri: V o: sayılı Tebliğ in . maddesinde “*Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılması ve satılamayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınması*” olarak tanımlanmaktadır.

. . . . Tümünü Yük lenim

Tümünü yk lenim, Seri: V o: sayılı Tebliğ in . maddesinde “*Kurul kaydına alınan sermaye piyasası araçlarının tamamının, bedelleri, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle satın alınarak halka satılması*” olarak tanımlanmaktadır.

Bu aracılık faaliyetinde, aracı kuruluş halka arz olunacak hisse senetlerinin tamamını, henüz satış işlemi başlamadan önce, daha sonra kendi adına ve hesabına halka satmak üzere ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluştan satın almayı taahhüt etmektedir. Bu tür aracılık işlemlerinde, aracı kuruluş henüz satış süreci başlamadan sermaye piyasası araçlarını bedellerini ödemek suretiyle ihraççıdan satın aldığından hisse senetlerinin satılamamasına ilişkin riski tümüyle üstlenmektedir. İhraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi ise, satış süreci henüz başlamadan önce sermaye piyasası araçlarının bedelini tahsil ederek ihtiyaç duyduğu fona kavuşmaktadır Ayoğlu, 200 : 1 .

Aracı kuruluşun hisse senedini satın aldığı fiyat ile piyasaya sunduğu fiyat arasındaki farka “*spread*” veya “*discount*” denilmektedir ve ihraççının aracı kuruluşa ödemiş olduğu creti ifade etmektedir. Eğer aracı kuruluş belirlemiş olduğu fiyattan menkul kıymeti satamazsa, satış fiyatını düşürmek zorunda kalacağından spreadi dolayısıyla kazancı da düşecektir Akbulak S., 2004: 112).

Aracı kuruluşların ihraççıya ödedikleri bedel ile satış fiyatı arasındaki farktan elde ettikleri kazanç, genellikle komisyon esasına dayalı ücretlendirmenin benimsendiği bakiyeyi yk lenim ve en iyi gayret aracılığı türlerine oranla daha yüksek olmaktadır (Ayoğlu, 200 : 1 . Sonuçta, aracı kuruluşun en fazla risk aldığı aracılık faaliyeti türünün tümünü yk lenim olduğu düşünüldüğünde kazancın da yüksek olması beklenmelidir. Bu aynı zamanda işletme için de en maliyetli aracılık türüdür. nk, bu aracılık faaliyetinde, açıklandığı gibi, hisse senetleri satış başlamadan önce aracı kuruluş tarafından satış fiyatının altında bir bedelle satın alınmakta ve bu indirim tutarı da genellikle diğ er aracılık türlerinde aracı kuruluşa ödenen komisyon tutarından daha yüksek bir tutar olmaktadır.

. . . . Kısmen Bakiyeyi Yüklenim

Bu yöntem, Seri: V No: sayılı Tebliğ in . maddesinde “*sermaye piyasası araçlarının satılamayan kısmının bir bölümünün bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınması*” şeklinde tanımlanmaktadır.

Kısmen bakiyeyi yüklenim yönteminde, aracı kuruluş, satılamayan hisse senetlerinin sadece bir bölümünü satın almayı taahhüt etmektedir. Örneğin, 100 birimlik hisse senedinin halka arz edildiğini ve aracı kuruluşun ise satılamayan kısmın 0 sini satın almayı taahhüt ettiğini düşünelim. Bu 100 birimden 0 adedinin satılması durumunda; aracı kuruluş, yüklenim sözleşmesi gereği, kalan 30 birimin 15 birimini ($30 \times 0,50 = 15$) satın alacaktır.

En iyi gayret ve bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinin tek bir aracılık sözleşmesinin bünyesinde birleştirilmesi durumunda da yukarıdakine benzer bir durum ortaya çıkmaktadır. Yine, 100 birimlik hisse senedinin halka arz edildiğini düşünelim. Yüklenim sözleşmesinde, aracı kuruluş 0 sine en iyi gayret, kalan % 0 sine ise bakiyeyi yüklenim yoluyla aracılık yapacağını taahhüt ettiğini varsayalım. Halka arz sonunda, 100 birimin 0 biriminin satılamaması durumunda aracı kuruluş yüklenim sözleşmesi gereği olarak sadece 50 birimini almak zorunda kalacaktır.

Bu iki yöntemin özünde de en iyi gayret aracılığı ile bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinin birlikte kullanılması söz konusudur. Fark, sadece yüklenim tutarlarının belirlenme yöntemlerinden kaynaklanmaktadır.

. . . . Kısmen Tümünü Yüklenim

Seri: V No: sayılı Tebliğ in . maddesinde “*sermaye piyasası araçlarının bir kısmının, bedelleri satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle satın alınarak halka satılması*” şeklinde yapılan aracılık faaliyeti kısmen tümünü yüklenim olarak tanımlanmaktadır.

Bu yöntemde, aracı kuruluş, tümünü yükleminden farklı olarak hisse senetlerinin bir kısmını, örneğin 0 sini, satışın başlamasından önce bedellerini tam ve nakden ödemek suretiyle satın almaktadır.

Ü ÜNCÜ BÖLÜM

HALKA ARZDA HİSSE SENEDİ FİYATINI BELİRLEMEDE KULLANILAN YÖNTEMLER

. . ENEL A IKLAMA

Halka arz edilen hisse senetlerinin fiyatlandırılmasında ve tahsisinde üç taraf bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, hisselerini halka arz eden ihraççı da diyebileceğimiz işletmedir. İşletme halka arz yoluyla elde ettiği kaynağı ister yeni yatırımlarda isterse borç ödemelerinde kullansın, her durumda da hisselerini, işletmeye nakit girişinin en yüksek olacağı fiyattan satmak isteyecektir. İkinci taraf, halka arz edilen hisselerini satın almayı düşünen yatırımcılardır ki bunların temel beklentisi hisseleri mümkün olduğunca düşük fiyattan satın almak ve kısa sürede yüksek kazanç sağlamaktır. Üçüncü taraf ise, aracı kurumlardır. 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 bir yükselme ortaya çıkacak ve bu durum işletmenin potansiyel kazancını kayba dönüştürmüş olacaktır. Bu ise, aracı kurumun prestij kaybına ve dolayısıyla daha sonraki halka arzlarda ihraççı işletmelerin kendisini tercih etmemesine yol açarak müşteri kaybına sebep olacaktır. Diğer taraftan, aracı kurumun halka arz fiyatını yüksek belirlemesi durumunda, öncelikle yatırımcılar bu hisseleri satın almaktan kaçınacak; bu da aracı kuruluş için düşük komisyon gelirine ve ihraç sonrası gereksiz fiyat istikrar çabasına neden olacaktır. Yüksek fiyatlamanın bir diğer sonucu ise, ikincil piyasada hisse senetlerinin işlem görmesinin ardından fiyatta bir düşüşün hisse senedini alan yatırımcıların parasal kaybına sebep olmasıdır Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 200 : .

Halka arz fiyatının belirlenmesi, halka arz sürecinin en kritik aşamasını oluşturmaktadır. Bunun sebebi ise, hisse senedinin hem kısa hem de uzun dönem getirilerinin çıkış noktasının, belirlenen halka arz fiyatıyla ilişkilendirilmesidir.

. . HALKA ARZDA DEĞERLEME

Halka arzlarda değerlendirme önemli bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Halka açılma sırasında yatırımcıların, işletmenin hisse senetlerinin iyi bir yatırım aracı olduğuna ikna edilmesi gerekmektedir. Bu da hisse senetlerinin doğru değerlendirilmiş olmasına ve halka arz fiyatının piyasada kazandıracak düzeyde olmasına bağlıdır (Chambers, 2005: 10).

Hisse senetleri borsalarda işlem görsün ya da görmesin tüm işletmeler açısından, hem işletme ortakları, hem bu işletmelere yatırım yapmak isteyenler, hem de bu işletmelerin kaynak taleplerini yanıtlayacak olan bankalar veya diğer kredi kurumları gibi farklı ilgi grupları için, işletmenin piyasa değerlerinin sağlıklı bir şekilde tespiti oldukça önemli bir konudur. Özellikle halka ilk kez hisse senedi arz edecek şirketlerde fiyatlandırma büyük bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır çünkü bu tür işletmelerin hisse senetleri önceden alım-satıma konu olmadığı için pazarda bir değeri oluşmamıştır. Eğer halka ilk kez hisse senedi arzında değerlemeye gereken önem verilmezse, ilk ihracı izleyen günlerde hisse senedi fiyatlarında büyük iniş ve çıkışlar olacaktır (Akbulak S., 2004: 117).

İkincil piyasalardaki başarının ilk ayağı tahmin edilebileceği gibi halka ilk arzlarda sağlanacak başarıya bağlı olmaktadır ve bunun yanı sıra işletmelerin sermaye sağladıkları yer de halka ilk arzlardır. Özellikle sınırların kalktığı ve sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştiği, uluslararası yatırımların ülkeler için büyük önem arz ettiği günümüzde, halka ilk arzlarda fiyat ne kadar doğru tespit edilebilirse, hisse senedinin ikincil piyasadaki başarısı da o kadar yüksek ve istikrarlı olacaktır. Kısacası piyasalardaki güvenin ve hisse performansının ilk ayağını birincil halka arzlar, halka arzların da en önemli kısmını hisse senedinin değerlendirme aşaması oluşturmaktadır Savaşkan, 200 : 1 .

İşletmenin piyasa değeri, hisse senetlerinin değerine yansımaktadır. Bu ilişkiden dolayı, hisse senetleri piyasa fiyatları, işletmelerin gelişimini ölçmede kullanılmaktadır. Hisse senedi sahiplerinin, yöneticilerin kararlarını beğenmemeleri ve işletmenin gelişimini yeterli bulmamaları durumunda, ya yöneticileri değiştirme girişiminde bulunacaklar ya da söz konusu işletmeye ait hisse senetlerini satıp başka

bir işletmeye yatırım yapacaklardır. oğunluğun bu şekilde düşünmesi piyasada söz konusu işletmeye ait hisse senedi arzının artmasına neden olacaktır. Talepte herhangi bir değişme olmazsa, hisse senedi arzının artması, hisse senedi fiyatlarını olumsuz yönde etkileyecektir. Diğer bir deyişle, hisse senedi fiyatlarının düşmesi, işletme değerinin düşmesine eşdeğerdir Koç, 1 : .

Hisse senedinin halka arz fiyatı belirlenirken ilk olarak işletmenin değerini hesaplamak gerekmektedir.

Değerleme için genel kabul görmüş formüllerin olmaması, subjektif değerlendirme yapılmasına neden olabilmektedir. İşletme değerinin zamana ve mek na göre değişmesinin yanında, değerlendirme amaçlarının ve işletmelerin özelliklerinin birbirinden farklı olması değerlemeyi karmaşıktırmakta ve zorlaştırmaktadır. Bununla birlikte, işletme değerini etkileyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir Yazıcı, 1 : 4).

- İşletmenin faaliyette bulunacağı sektör ve ekonominin genel durumu,
- İşletmenin faaliyette bulunduğu sektöre giriş koşulları,
- Sektörün büyüklüğü ve büyüme hızı,
- Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki seyri,
- İşletmenin büyüklüğü,
- İşletmenin faaliyette kullandığı makine ve gereçlerin niteliği,
- Araştırma geliştirme faaliyetleri,
- Kullanılan teknoloji,
- İşletmenin şerefıyesi,
- İşletmenin kuruluş yeri,
- İşletmenin geçmişi,
- İşletmenin sermaye yapısı sermayede kamu ve özel sektör payları,
- İşletmenin likidite durumu,

- İşletmenin dikey bütünleşme derecesi,
- İşletmenin geçmişteki kazançları ve potansiyel kazanç gücü,
- İşletmenin geçmişteki temettü politikası ve temettü dağıtabilme kapasitesi,
- İşletmenin gelecekteki ihtiyacı olan yatırım tutarı,
- Yatırımların ekonomik ömrü,
- Yatırımların hurda değeri,
- Maliyetler içinde sabit ve değişken giderlerin oranı,
- İşletmenin mal ve hizmetlerinin pazarlanabilirliği,
- İşletmenin gerçekleştireceği yatırım projeleri,
- Hammadde fiyatlarının yükselme olasılığı,
- Tekel haklarının gelecekteki durumu

Yukarıda sayılan faktörler, işletmenin k rrlılığını ve risk derecesini etkileyerek işletmenin piyasa değerini belirlemektedir. Bir işletmeyi değerlendirme, değerlendirme yapanın hem muhasebe hem de ekonomik bilgi birikimine bağlıdır. İşletmenin satışlarındaki, pazar payındaki gelişmeler makro ekonomik koşulların, işletmenin içinde yer aldığı sektörün analiz edilmesine bağlı olarak değerlendirilecektir. Bir işletmenin değeri, değerlendirme amacına ve değerlendirme yapacakların uzmanlıklarına ve kullanılan değerlendirme yöntemlerine bağlı olarak değişecektir Aydın, 2004:195).

İşletme değerinin bulunmasında, *teknik analiz*, *temel analiz* ve *modern yaklaşım* olmak üzere üç kuramsal model kullanılmaktadır. Bu analizlerden en klasiği temel analiz olup yaygın bir kullanıma sahiptir. Temel analiz kısaca, halka açıklanan bilgilerden yararlanılarak bir işletmenin değerinin araştırılmasıdır (Karan, 2001: 435). Temel analiz, işletme ile ilgili halka açıklanan tüm bilgi, finansal tablo ve değerlemelere dayanmakta olup bunların doğru bir şekilde yorumlanması durumunda işletmenin bugünkü ve gelecekteki durumunun ortaya konulabileceğini ve işletme değerinin tespit edileceği yaklaşımına dayanmaktadır. Bununla birlikte

işletmenin durumu sadece onunla ilgili özel bilgilerden değil başta ekonomi olmak üzere, uluslararası, ulusal ve bölgesel olaylardan da etkilenmektedir. Bu sebeple, temel analiz yapılırken makro değerlendirmelerden mikro değerlendirmelere gidilmektedir.

Menkul kıymetlere yatırım yapmaya karar verecek olan yatırımcı için, temel analizde ilk aşama, global şartların yatırım yapmaya uygun olup olmadığını analiz etmesidir. İkinci aşama, yatırım yapılacak ülkenin kendine özgü ekonomik, sosyal ve politik şartlarının incelendiği aşamadır. Eğer, ilk iki aşamaya yatırımcı olumlu yanıt bulmuşsa, bu kez hangi endüstriye veya endüstrilere yatırım yapacağına karar verecektir. Bu da başlı başına ayrı bir süreçtir ki, bu aşamada sektörler birbirleriyle karşılaştırılır ve gelecekte k rlılık, büyüme, rekabet gücü, pazar payı ve yasal yükümlülükler göz önünde bulundurularak sektör seçimleri yapılır. Bu aşamada, seçilmiş olan sektörlerde faaliyette bulunan işletmelerden hangilerine ve ne zaman yatırım yapılmalı sorularına cevap aranmaktadır. Bu sorulara, temel ve teknik analiz yardımıyla cevap verilmeye çalışılır Ercan ve Ban, 200 : 121 .

Temel analizde kısaca, hisse senetlerinin gerçeğe en yakın fiyatının bulunması için sırasıyla ekonomi, endüstri ve firma analizi yapılarak hisse senedinin değeri tahmin edilmektedir Ercan ve Ban, 200 : 121 . Bulunan hisse senedi değeri piyasa değerinin üzerinde olduğunda, bu hisse senedine yatırım yapmanın uygun olmadığı, aksi taktirde yatırım yapılmasının uygun olduğu sonucuna varılmaktadır.

Menkul kıymetlere yatırım kararı verilirken ikinci analiz türü de teknik analizdir. Do teorisine dayanan teknik analiz geçmişte oluşmuş fiyat ve işlem miktarlarına bakarak yarını tahmin etmeye çalışan bir analiz tipi olarak doğmuş ve yaygın olarak kabul görmüştür (Karan, 2001: 501). Teknik analize göre bir menkul kıymete ilişkin değerlemede bulunurken ekonomik faktörlerin incelenmesi zorunlu değildir. Teknik analizci bir menkul kıymetin borsadaki performansıyla, piyasadaki fiyat ve işlem miktarı hareketleriyle ilgilenir. Diğer bir deyişle, teknik analizci temel verilere göz gezdirir fakat asıl konsantrasyon alanı doğrudan doğruya hisse senedinin fiyat ve işlem miktarı hareketleri, çıkış veya iniş trendi, kısaca onun arz ve talebidir. Yani teknik analizci için önemli olan firmanın ne yaptığı, ne üretip kaç sattığı değil, hisse senedinin borsadaki performansdır Karslı, 1 89: 443).

Üçüncü kuram ise, andom alks ya da Etkin Pazar Kuramı olarak da adlandırılan modern yaklaşım olup, bu yaklaşımda büyük ve etkin hisse senedi piyasalarının olduğu varsayılmaktadır. Böyle bir pazarda menkul kıymetin fiyatı, piyasaya aktarılan bilgiler doğrultusunda belirlenmektedir. Bu yöntem, yatırım yapılacak hisse senetlerinin rastgele seçilmesi gerektiği ve olabildiğince uzun süre elde tutulması gerektiğini ifade etmektedir Sevinç, 200 : 1 .

Bir işletmenin değerinin tespit edilmesi karmaşık bir süreç olsa da günümüzde üzerinde uzlaşılan tanım “bir firmanın değeri o firmanın gelecekte sağlayacağı gelir akışı ile, bu gelir akışının elde edilmesindeki risk durumuna bağlıdır” şeklinde ortaya çıkmaktadır Akgüç, 1 : 2). İşletmenin gelecekte elde edeceği nakit akımlarının belirli bir iskonto oranıyla günümüze indirgenmesi ve bu yolla şirket değerinin hesaplanmasıyla, bugün; gerek teoride gerekse pratikte oldukça yaygın olarak kullanılan *indirgenmiş nakit akımları yöntemi* İ A geliştirilmiştir. Bununla birlikte birçok işletme için halka arz fiyatı belirlenirken gelecekteki nakit akımlarını hesaplamak zordur, özellikle genç firmalar için bu daha da zor olmaktadır. Bu işletmelerin nakit akışları oldukça belirsizdir ve bu işletmeler, muhasebe bilgilerinden yola çıkarak İ A yönteminin yanı sıra “piyasa çarpanları” olarak bilinen diğer yöntemleri de kullanmalıdırlar (Ritter ve Kim, 1999: 410).

Halka arzda hisse senedi fiyatlarını belirlerken en çok kullanılan yöntem İ A yöntemi olmakla birlikte, 2000 li yıllardan itibaren *Ekonomik Katma Değer* EVA olarak adlandırılan ve günümüzde değere dayalı yönetim anlayışının gelişmesiyle de yaygın bir kullanım alanı bulan bu yöntemin İ A yöntemine bir alternatif olarak kullanılması da düşünülebilir.

Halka arzda hisse senedi değeri tespit edilirken esas olarak iki yöntem kullanılmaktadır. Bunların ilki, yukarıda kısaca açıklanan *indirgenmiş nakit akımları* yöntemidir.

İkinci yöntem ise, işletme değerinin; benzer varlıkların ve işletmenin faaliyet gösterdiği sektörün k r, defter değeri, satışlar gibi ortak değişkenlerinin karşılaştırılması yoluyla hesaplanmasını sağlayan piyasa göstergeleriyle bulunmasıdır ki buna; “*piyasa çarpanları*” ya da “*benzer şirket çarpanları*”

yöntemleri de denilmektedir. Bu yöntemlerden bazıları “*fiyat / kazanç*” (F / K), “*piyasa değeri / defter değeri*” (PD / DD , “*fiyat / nakit akımı*” (F / A , “*fiyat / satış*” (F / S), “*piyasa değeri / amortisman, faiz ve vergi öncesi kâr*” (PD / AFVÖK olarak sayılabilir.

Kim ve Ritter (1999), “Valuing IPOs” adlı çalışmalarında, IPO nun değerlemesinde temel ölçü olarak “fiyat / kazanç” ve diğer piyasa çarpanları yöntemlerini kullanmışlardır. alışmada bu yöntemlerin sonuçlarına göre, gelecek kazançlar dikkate alınmadan sadece geçmiş yıl verileri kullanıldığında IPO nun değerinin doğru değerinden oldukça uzak olduğu ortaya çıkmıştır. Bu değerlemenin çok hata vermesinin sebebi olarak, aynı sektördeki halka açık ticari işletmeler arasında fiyat / kazanç oranı hesaplanırken işletmelerin herhangi bir fiyatı kabul edebilmelerinden dolayı değerlemede çok büyük farklılıkların ortaya çıkması gösterilmiştir. elecekteki kazançların tahmin edilerek F / K oranı hesaplandığında ise, IPO nun değerinin doğruya çok yakın olarak tespit edildiği ortaya konulmuştur.

Yine aynı çalışmada, F / K oranının yanında, diğer piyasa çarpanlarından PD / DD, F / S ve PD / NA oranları kullanılmıştır. Bu oranlar kullanılarak yapılan değerlemenin; halka arz olan bir işletmenin, özellikle k rlılık ve büyüme oranları arasındaki farklılıkları dikkate alarak düzenlemeler yaptığında geçmiş yıl kazançları kullanılarak yapılan değerlemeden daha doğru sonuçlar verdiği ortaya çıkmıştır.

Hisse senetlerinin halka arz fiyatını belirleme yöntemlerinden önce, bu fiyatları belirlerken dikkat edilmesi gereken faktörler aşağıdaki başlıkta açıklanmıştır.

3.2.1. Halka Arz Fiyatı Belirlenirken Dikkat Edilmesi Gereken Fa törler

Hisse senetleri halka arz edilirken, arz fiyatının belirlenmesinde piyasa ile ilgili faktörler, rakip işletmelerin durumu ve piyasa araştırmalarının sonuçları dikkate alınmalıdır.

. . . . Piyasa İle İlişkili Faktörler

Hisse senetlerini fiyatlandırırken amaç, piyasadaki mevcut yatırım araçlarına alternatif bir araç ortaya koymaktır. Yatırımcılar, piyasadaki hisse senetlerine göre halka açılacak işletmenin hisse senetlerini daha pahalıya satın alacaklarsa, yeni işletmenin hisse senetlerini dikkate almazlar.

Piyasa ile ilgili faktörler arasında, halka açılan şirket ile karşılaştırılabilir işletmelerin sayısının fazlalığı da önemli bir etkidir Koç, 1999: 10. Bu sayı işletmeler arasında rekabeti artıracığından, belirlenecek olan fiyat bu rekabet ortamındaki işletmenin piyasadaki kendi payını da belirleyecektir (Tille, 2000: 62).

. . . . Karşılaştırılabilir İşletmeler

Hisse senetlerini halka arz edecek olan işletme, kendi sektöründe ve kendi özelliklerine sahip halka açık bir işletmeyi örnek alırsa halka arz fiyatını tespit etmede büyük kolaylık sağlayacaktır. Halka açılacak olan işletme, içinde bulunduğu sektörün özelliklerini tam olarak taşıyorsa, fiyat tespitinde sektörün ortalama fiyat/kazanç oranı kullanılabilir. Ancak sektör ortalaması, bünyesinde yer alan birkaç büyük şirketten etkilenebilir. Ayrıca sürekli dalgalanma gösteren şirketlere de dikkat edilmelidir. Bu nedenle bu tür şirketlerin ortalamaya alınmaması gerekmektedir (Sabine, 1987: 70).

. . . . Piyasa Araştırmaları

Aracı kurumlar tarafından yapılacak piyasa araştırmaları da fiyatın belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Aracı kuruluşlar, halka arz fiyat aralığını belirlerken, işletmenin mali bilgilerini ve piyasa çarpanlarını kullanmanın yanı sıra, daha kesin bir fiyat belirlemek adına piyasa talebini belirlemek için ön talep toplama çalışması da yaparlar (Ritter ve Kim, 1999: 411). Bu sayede, hisse senetlerine talebin ne kadar ve hangi fiyattan olacağı hakkında önceden bir fikir elde edilebilir.

3.3. HALKA ARZDA HİSSE SENEDİ DE ERİNİ BELİRLEME YÖNTEMLERİ

Hisse senedinin fiyatını belirlerken işletmenin değerinden yola çıkılmaktadır. Literatürde, hisse senetlerinin değerlemesi çeşitli yollardan yapılmaktadır. Borsa değeri hariç diğer bütün değerlendirme metodlarında önce işletmenin net değeri bulunup, bu değer hisse senedi sayısına bölünmek suretiyle hisse değerine varma yöntemi uygulanmaktadır (Karşlı, 1 : 467). Piyasa değerinin ya da borsa değerinin önemi ise hisse senetleri için en objektif değer olarak kabul edilmesidir. Piyasa değerini kısaca borsaya kota edilerek işlem görmeye başlayan şirket hisselerinin, sermaye piyasasındaki arz ve talep koşullarına göre ortaya çıkan fiyattır, şeklinde tanımlamak mümkündür.

İşletmenin değerinden hisse değerine varmak için yapılan hesaplamalar sırasında hisse senetlerinin değer farklarına sebep olabilecek özellikler mutlaka göz önünde bulundurulur ve intifa senetleri, kurucu hisseler, herhangi bir şekilde imtiyazlı hisseler, özelliklerine göre değerlendirilir (Karşlı, 1 : 467).

İşletme değeri kavramı, genellikle, hisse senetlerinin toplam değeri kavramı ile eşanlamli kullanılmaktadır. Ancak, teknik olarak, bu iki kavram birbirinden farklı kavramlar olup, işletme değeri ile hisse senetlerinin toplam değeri arasındaki farkı bilmek gerekir. Bununla birlikte, şirket değerlendirme yöntemleri denildiğinde, bu yöntemlerin aynı zamanda hisse senedi değerini hesaplamaya yönelik olduğunu göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Bilindiği gibi, bir işletmenin sahibi hissedarlar olduğu kadar ona kredi sağlayan kreditorlerdir. Bu sebeple, hisse senetlerinin toplam değerini bulurken, işletmenin değerinden finansal borçların çıkarılması gerekmektedir (TSPAKB, 2008: 114).

Değerlemede genel anlamda üç yöntem söz konusudur. Bunlar aktife ya da varlığa dayalı değerlendirme yöntemleri, piyasa değerlerine dayalı yöntemler ve gelire dayalı yöntemlerdir. Bunların yanı sıra, son yıllarda değere dayalı yönetim anlayışının gereği olarak kullanılan ve geliştirilen EVA yöntemi de literatürde bir değerlendirme yöntemi olarak yerini almıştır.

Halka arzda hisse senedi fiyatını tespit ederken en çok kullanılan yöntemler gelire dayalı yöntemler arasında olan indirgenmiş nakit akımı yöntemi ve piyasa çarpanları da diyebileceğimiz piyasa değerlerine dayalı yöntemler olup bunlar detaylı olarak açıklanacaktır; bunlara ilaveten EVA yönteminin üzerinde de durulacaktır. Aktife dayalı yöntemler ise aşağıdaki bölümde kısaca açıklanmıştır.

3.3.1. Aktife Dayalı Değerleme Yöntemleri

Bu yöntemler, işletmenin varlıklarının değerlerinin tahmin edilerek işletmenin değerini tespit etmeye yöneliktir. Bunlar, işletmenin değerini bilançolardan yola çıkarak tespit eden geleneksel yöntemler olarak da bilinirler. Ayrıca bu yöntemler, işletmenin değerini tespit ederken statik bir bakış açısından yola çıktıkları için, işletmenin gelecekteki gelişimini ve paranın zaman değerini de dikkate almazlar. Bunların yanı sıra, bu yöntemler sektörün mevcut durumu, işletmenin insan kaynakları veya organizasyonla ilgili problemleri ya da yapılan anlaşmalar gibi muhasebe kayıtlarına yansımayan ama işletmenin değerini etkileyen faktörleri de dikkate almamaktadırlar (Fernandez, 2007 : 4).

Aktife dayalı yöntemlerin temel aldığı başlıca kaynak, işletmenin bilançosundaki değerler olduğu için ve bu değerler de elde etme maliyetine dayandığından işletmenin değerinin düşük hesaplanması olasılığı çok yüksek olmaktadır.

3.3.1.1. Defter Değeri

Bir işletmenin defter değeri, bilançodaki özsermayesinin değeridir. Diğer bir ifadeyle, bu tutar toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farktır (Fernandez, 2007: 4). Hisse senedinin defter değeri ise, toplam özsermaye tutarının hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunur (İvgen, 2007 : 2). Bu değer, genellikle hisse senedinin piyasa değerinden farklıdır. Piyasa değerinin defter değerinden yüksek olması beklenir aksi durumda işletmenin dağıtılmamış kârlarının verimli kullanılmadığı düşünülür. Defter değerinin piyasa değerinden düşük olmasının sebebi, sadece bilançodaki değerleri dikkate alması ve dolayısıyla enflasyon ve/veya ürünlerin demode olması gibi değişiklikleri dikkate almamasındandır. Bir işletmenin defter değeri,

$$\text{Defter Değeri} = \text{Aktif Toplamı} - \text{Borç Toplamı}$$

şeklinde formüle edilmektedir.

Bir işletme ister halka açık isterse aile şirketi olsun, söz konusu işletmenin defter değeri, işletmenin gerçek değerini göstermeyecektir. Defter değeri, işletmenin tarihi verileri üzerine kurulmuş olup, işletmenin geleceği hakkında çok az bilgi vermektedir Koç, 1 : 1 .

Bununla birlikte finansal işletmeler, örneğin bankalar, tüketici kredisi veren kuruluşlar, brokerler ve kredi kartı şirketleri için defter değeri büyük önem taşımaktadır (Giddy, 2006: 2). Bunun sebebi bu işletmelerin varlıklarının önemli bir bölümünün parasal varlıklardan oluşması ve defter değerinin eleştirilmesine sebep olan, varlıkların değerinin tarihi veriler dikkate alınarak hesaplanması durumunun bu işletmeler için söz konusu olmamasıdır.

Bu modelin en önemli dezavantajı, işletmenin gelecekte beklenen getiri miktarını göz önüne almamasıdır.

3.3.1. . Tasfiye Değeri

Tasfiye değerine *likiditasyon değeri* de denilmektedir. Bir işletmenin likiditasyon değeri, işletmenin bütün varlıklarının satılarak elde edilen tutarla borçlarının ödenmesi sonucunda kalan değerdir (Fernandez, 2007: 5). Bir işletmenin tasfiye değeri,

$$\text{Tasfiye Değeri} = \text{İşletmenin Varlıklarına Takdir Edilen Değer} - \text{Borçlar}$$
 şeklinde formüle edilmektedir.

Tüm borçlar ödendikten sonra kalan tutarın, hisse senedi sayısına bölünmesiyle hisse senedinin tasfiye değeri bulunur. Bunun anlamı, şirketin iflas durumunda hisse senedi sahiplerine düşen tutarın belirlenmesidir. İflas durumunda, firmanın tüm varlıklarının değeri iflas masasının belirleyeceği bilirkişilerce belirleneceğinden ve zorunlu bir satış durumunu ifade edeceğinden, varlıkların cari piyasa fiyatlarından daha düşük bir fiyata satılacağı açıktır. Bu nedenle, hisse başına tasfiye değeri, hisse senetlerinin pazarda bulacağı en düşük değeri ifade etmektedir (Konuralp, 2005: 178).

Tasfiye değeri, piyasa değerinin oluşturulmasında önemlidir. Kuramsal olarak işletmenin piyasa değerinin tasfiye değerinin altında olmaması gerekir. Hisse senetlerinin piyasa değerinin, tasfiye değerinin altına düştüğü belirlenmişse, bu durumda firmayı likide ederek kazanç sağlama fırsatı doğacağından hisse senetlerine ilgi artacaktır. Bir aile şirketinin halka açılmasında, büyüyen ve gelişen bir şirket söz konusu ise, bu değer fazla bir önemi olmayacaktır Koç, 1 : .

3.3.1.3. Net Aktif Değer

Net aktif değer, işletme varlıklarının mevcut piyasa koşullarında satılması durumunda elde edilecek gelirlerden yapılan giderlerin çıkarılması yoluyla hesaplanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, bilançoda yer alan tarihi maliyetle kayıtlı varlıkların günümüzün cari piyasa değerlerine taşınması işlemi ifade etmektedir (İvgen, 200 : 1 . Bir işletmenin net aktif değeri,

$$\text{Net Aktif Değer} = \frac{\text{İşletmenin Aktiflerinin Piyasa Değeri}}{\text{İşletmenin Borçlarının Piyasa Değeri}}$$

şeklinde formüle edilmektedir.

Varlıkların ve borçların cari değerlerinin bulunarak aradaki farkın hisse senedi sayısına bölünmesiyle, hisse senedinin net aktif değeri elde edilir.

Net aktif değer yöntemi genellikle aşağıdaki durumlarda kullanılır Yazıcı, 1997: 54).

İşletmenin finansal yapısı zayıf ve zarar etmekteyse,

İşletme yükümlülüklerini karşılayacak kadar nakit yaratamıyorsa,

İşletme faaliyetlerini yavaşlatmış veya durdurmuşsa,

İşletme faaliyetine kısa süre önce başlamışsa,

İşletmenin varlıkları oldukça değerli ise,

İşletme know-ho , patent gibi maddi olmayan duran varlıklara sahipse.

Bu yöntemi savunanlar, “bir işletmeyi satın alanlar, gelecekteki kazançları satın almıyor önceki yıllar kazançlarının gelecekte de olacağını garantisini kimse

veremez” demektedirler. Bu nedenle varlıkların net aktif değerlerinin önemli olduğunu ve değerlemede bu değer dikkate alınması gerektiğini ileri sürerler (Yazıcı, 1997: 50).

Bu yöntemin bazı dezavantajları vardır. Öncelikle, aktif ve pasif kalemlerin piyasa değerinin bulunması için kullanılabilecek borsa değeri gibi objektif bir kriterin bulunmaması durumunda değerlemede kesin tutara ulaşmak mümkün olmayabilir. Bunun dışında, uygulamada net aktif değer tespiti yapılırken bazı varlıkların değerini belirlemede güçlüklerle karşılaşıldığı görülmektedir. Örneğin, işletmenin sahip olduğu özel, pahalı ve uzmanlık gerektiren makine ve teçhizatın başka hiç bir kişi ve kurumda bulunmaması durumunda, bu varlıkların piyasa fiyatı olmayacağından değerinin tespiti de subjektif olarak yapılacaktır (Yazıcı, 1997: 50). Bunun tersi durumlarda mümkün olabilmektedir. Örneğin, işletmenin varlıklarının teknolojisinin çok eskimesi durumunda da ikinci el piyasalarında bunları satmak zor olacağı için piyasa değeri düşük olacaktır. Her iki durumda da işletmenin varlıklarının değerlendirilmesinde genellikle eksperlerden yararlanılmaktadır.

et aktif değer bulunması usulü, işletmenin tasfiyesi halinde aktif kalemlerinin parça parça satılarak paraya çevrilmesine benzetilir. Yani net aktif değeri bir bakıma tasfiye değeri olmaktadır. Hatta, bazı ülkelerde net aktif değerine hurda değeri denildiği de görülmektedir (Karslı, 1997: 100).

et aktif değer yöntemi genellikle indirgenmiş nakit akımları yönteminin sağlıklı sonuçlar vermeyeceğine inanılan durumlarda uygulanır. Yöntemin indirgenmiş nakit akımı yönteminden farkı, işletmenin şerefiyesini ve geleceğe ilişkin beklentilerini göz önüne almasıdır. Söz konusu yöntem, özellikle ilerde sağlanacak nakit akımlarını göz ardı ederek firmayı statik olarak değerlemesi nedeniyle eleştirilmektedir. Ayrıca firmanın işleyen değerini faaliyette bulunmasını hesaba katmadığı için net aktif değer yöntemi küçük firmalar için düşük değer tespitine neden olabilmektedir. Bununla birlikte yöntem, değerli iştirak ve bağlı ortaklıklara sahip banka ve sigorta şirketlerinin değerlemesinde geniş bir kullanım alanı bulmaktadır (Chambers, 2005: 189).

3.3.1.4. Yeniden Yapma Maliyeti

Bu yöntemde, bir varlığın değerlendirme tarihinde, bütün özellikleri ile özdeş olduğu bir varlığı elde etmenin maliyeti dikkate alınmaktadır. Başka bir deyişle, kurulu bir tesisin yeni baştan yapılması için katlanılacak maliyetlerin toplamıdır Yazıcı, 1 : . Bir işletmenin yeniden yapma maliyeti,

$$\text{Yeniden Yapma Maliyeti} = \text{Gayrimenkul} + \text{Makine ve Teçhizat} + \text{Stoklar} + \text{İşletme Sermayesi} + \text{Maaş ve Genel Giderler}$$

şeklinde formüle edilmektedir.

Yeniden yapma ya da kurma maliyeti Koç, 1 : 1

- Sigorta amaçları için, hasarlı malın bütünle aynı özelliği koruyacak şekilde yenilenmesinde,
- Değerin diğer tanımlarını geliştirmede başlangıç noktası olarak kullanımda faydalı olabilir.

Bu yöntem tarihi verilerden hareket etmek yerine günün şartlarını dikkate alması, firmayla ilgili bütünlüğü sağlaması ve teknolojik özellikler gibi firmanın riskiyle ilgili faktörleri nispeten dikkate alması sebebiyle yukarıda sayılan değerlendirme yöntemlerine nazaran gerçeğe daha yakın bir değer ortaya koyar Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 2 .

3.3.1.5. Yerine Koyma Maliyeti (İkame Değeri)

Değerleme tarihi itibarıyla, daha önce sağlanan faydaya eşdeğer bir malı elde etmek için katlanılan maliyettir. Diğer bir ifadeyle ikame değeri firmanın sahip olduğu varlıkları bugün satın alma maliyetidir Koç 1 : 2 . Aynı değeri üretebilecek aynı yapıyı yeniden kurma maliyeti olarak da düşünülebilir Savaşkan 2005: 11).

Yerine koyma değeri, firmanın tüm varlıklarının yerine koyma maliyetinden tüm yükümlülüklerin düşülmesinden sonra elde kalan değerdir. Bu mantıkla, bir hisse senedinin piyasa fiyatı, söz konusu firmayı yeniden kurmanın maliyetini geçmemelidir. Eğer, böyle bir firmayı yeniden kurmak, piyasadan hisse senetlerini

almaktan daha ucuz ise, özellikle rakip firmalar, yatırımı yeniden yapmayı tercih edeceklerdir (Konuralp, 2005: 179).

Bu yöntemin de en büyük dezavantajı, işletmenin sadece varlıklarıyla ilgilenmesi ve gelecekteki potansiyel kazançlarıyla ilgilenmemesidir.

Ancak James Tobin tarafından, firma değerlemesi açısından geleneksel karşılaştırılabilir yöntemlere bir alternatif olarak, piyasa değerinin yerine koyma maliyetine oranlanması gösteren “*Tobin’s q*” ölçüsü ortaya konulmuştur.

$$Tobin's\ q = Varlıkların\ Piyasa\ Değeri / Varlıkların\ Yerine\ Koyma\ Maliyeti$$

Bu görüşe göre, uzun dönemde söz konusu oranın 1 e yaklaşacağı kabul edilmektedir. Ancak, kısa dönemde bu oran birden küçük ya da büyük olabilmektedir. Oranın 1 den büyük olması firmanın varlık yapısından kaynaklanan güçlü bir rekabet avantajına sahip olduğunu göstermektedir. İşletme marka, teknik bilgi hakları know-how veya patent hakları gibi varlıklara sahip olabilir. Oranın birden küçük olması ise, firmanın rekabet gücünün az olduğu ve rekabete dayanamayacağı için yok olacağı anlamına gelmektedir (Konuralp, 200 : 1). Bu durumlarda,

1 ise, firma yatırıma gitmelidir,

$q < 1$ ise, firma yeni yatırıma gitmektense birleşmeler yoluyla hayatına devam etmeyi tercih etmelidir.

Ancak bu değerlendirme yönteminde özellikle, şirketin varlıklarının yerine koyma maliyetini tahmin etmek oldukça zor bir işlemdir. Yerine koyma maliyetinin belirlenebilmesi durumunda karşılaştırılabilir firmanın veya sektördeki firmaların ortalama “*Tobin’s q*” oranının bulunması sonucunda hisse senedinin değerlemesi yapılabilecektir (Savaşkan, 200 : 11).

3.3.2. Piyasa Değerlerine Dayalı Değerleme Yöntemleri

Öreceli yöntemler de denilen bu yöntemlerde bir varlığın değeri bulunurken karşılaştırılabileceği varlıklardan ya da bazı temel standartlaştırılmış değişkenlerden yararlanılmaktadır (Karan, 2001:).

öreceli değeri yöntemlerinde, bir varlığın değeri, benzer varlıkların piyasada oluşan fiyatlarına dayandırılarak bulunmaktadır. Örneğin, potansiyel bir yatırımcı, bir hisse senedini değerlendirirken piyasada ona benzer hisse senetlerinin fiyatlarına bakarak değerlendirme yapar (Damodaran, 2006: 1).

Piyasa değeri yöntemlerinde bir varlığın değeri, piyasa tarafından değerlendirilmiş benzer veya karşılaştırılabilir varlıkların değeri ile kıyaslanmaktadır. Bunun için öncelikle karşılaştırılabilir varlığın belirlenmesi ve bu varlığın piyasa değerine ilişkin bilgi edinilmesi gerekmektedir. Daha sonra bu piyasa değerleri standart değerlere dönüştürülür. Standart hale getirme işlevleri de fiyat çarpanlarını yaratır. Bundan sonra, değeri yapılmakta olan varlığın çarpanı veya standardize edilmiş değeri, karşılaştırılacak varlığın standart değeri ile kıyaslanır. Bu kıyaslama sırasında, çarpanı etkileyebilecek firmalar arası farklılıklar dikkate alınır (hambors, 2005: 179).

Piyasa çarpanları ile değeri yapabilmek için değeri bulunacak firmaya benzer, tercihen aynı sektör içinde, fiyatı belirli firmalar bulunarak bu firmaların piyasa çarpanlarının hesaplanması gerekir. Daha sonra değeri bulunacak firmanın belirli ekonomik büyüklüğü ile bulunan piyasa çarpanlarının ortalaması çarpılarak firma değerine ya da hisse senetlerinin toplam değerine ulaşılır (TSPAKB, 2008: 117). enellikle aynı sektörde yer alan firmalar “karşılaştırılabilir” firmalar olarak kabul edilmekle birlikte, böyle bir firmayı bulmakta zaman zaman güçlüklerle karşılaşmaktadır. Aynı sektörde benzer firma bulunsu dahi bu firmaların riskleri ve büyüme potansiyelleri farklı olabilmektedir. Dolayısıyla bu faktörlerin nasıl kontrol edileceği önemli bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır (hambors, 200 : 1).

Piyasa değeri temeline dayanan değeri unsurlarını içerdikleri için hesaplanması kolay ve pratik olan bu yöntemler özellikle hisse senedi piyasada işlem görmeyen işletmeler için de sektör, risk ve büyüklük gibi faktörler dikkate alınarak ortalama değeri üzerinden kullanılabilir. akit akımlarının indirgenmesinde kullanılan birçok varsayım ve bilgiye gerek olmadan değeri tespit edilebilmesi bu yöntemleri cazip kılmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 02).

Bu yöntemlerin cazip yönleri yanında dezavantajları da vardır. Benzer firmaların bulunup bunlar arasında bazı çarpanların kullanılmasıyla yoluyla kolayca yapılan analizde firma için önemli sayılan risk, büyüme ve nakit akım potansiyeli ihmal edilmektedir. Ayrıca bu yöntemler kullanılarak yapılan değerlendirme, piyasanın o andaki durumunun yansıması olduğunda, fiyatlar aşırı yüksek iken ya da aşırı düşük iken yapılan bir karşılaştırma yüksek düşük bir değere ulaşılması demek olacaktır Konuralp, 2000 : 212 .

3.3.2.1. Fiyat / Karanç Oranı (F / K)

Halka ilk arzda; işletmeler ile ilgili henüz piyasada oluşmuş bir fiyat olmadığı için, hisse senetlerinin fiyatları piyasa çarpanları kullanılarak tespit edilmeye çalışılır. Bu yöntemlerden biri olan F / K oranı, işletmelerin ve / veya aracı kurumların, işletmenin hisse senedi değerini belirlerken başvurdukları yöntemler arasında en çok kullanılan yöntemdir.

Hisse senetlerinin fiyatını belirleyen belli başlı iki değişken vardır; bunlar, *beklenen nakit girişi* ve *beklenen nakit girişlerinin riskidir*. Beklenen nakit girişlerini ise, *gelecekte dağıtılacak kâr payları* ve *hisse senedinin fiyat artışı* belirlemektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 250).

Yukarıda açıklanan durum sebebiyle, yatırımcılar bir işletmenin hisse senedini almaya karar verirken bir tercih yapmak zorunda kalırlar. Yatırımcılar, “k r payı için” mi yoksa “fiyat artışı için mi” hisse senedi aldıklarına karar vermelidirler. Bazı yatırımcılar, firmanın gelecek yıllarda ödeyeceği k r paylarından çok, kazançların gelecekteki büyüme durumuyla ilgilenirler ve fiyat farkından -ki buna sermaye kazancı demek de mümkündür- yararlanmak amacıyla, büyüme sağlayan hisse senetlerini alırlar hambers, 2000 : . Ülkemizde ise k r payı gelirleri düşük düzeyde olduğundan, yatırımcılar hisse senedini daha çok sermaye kazancı elde etmek amacıyla satın almaktadırlar. Halka ilk arzlarda da yatırımcıların büyük çoğunluğu, hisse senedinin düşük fiyatlandırıldığını ve kısa sürede fiyatın artacağını ve böylece hisse senedini sattıkları zaman aradaki fiyat farkı kadar kazanç elde edeceklerini düşünerek hisse senedini satın almaktadırlar.

Fiyat / Kazanç oranı, işletmenin hisse senetlerinin cari piyasa fiyatının, geçmiş yıllarda işletmenin pay başına ödediği kaza nca ya da gelecek yıllarda beklenen pay başına kaza nca bölünmesi ile elde edilmektedir.

$$\text{Fiyat / Kazanç Oranı} = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Başına Kâr}}$$

Formülden de anlaşıldığı gibi, F / K oranı, hisse senedinin piyasa değeri ile hisse başına kâr arasında uygun bir çarpan katsayısı olduğundan yola çıkılarak hesaplanmaktadır. Söz konusu çarpan katsayısı, işletmenin her 1 TL lik vergi öncesi hisse başına kâr ına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösterir (Bolak, 2001: 198). Örneğin, Fiyat / Kazanç oranının 10 olması, yatırımcıların hisse başına düşen kazancın 10 katını hisse senedine ödemeye razı olduklarını gösterir (Chambers, 2005: 193). Firmanın gelecek dönemlerdeki kârlarında yüksek artış bekleniyorsa, yatırımcıların bir birim kâr karşılığında ödeyecekleri fiyat artacak ve bu da F / K oranını yükseltecektir. Düşük oran fiyatın olması gerekenin altında, yüksek oran ise üstünde olduğunu gösterir. Hisse senedinin fiyatı aşağıdaki gibi hesaplanır Aksoy ve Tanrıöven, 2000 : 0 ,

$$\text{Hisse Senedinin Fiyatı} = \text{Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalaması F / K Oranı} \times \text{Hisse Başına Kâr}$$

Fiyat / Kazanç oranının hesaplanmasında karşılaşılan en önemli problem, oranın hesaplanmasında kullanılan “hisse başına kazanç” kavramının farklı şekillerde ele alınmasından kaynaklanmaktadır Ercan vd., 2000 : 10 . Hisse başına kaza nca ulaşmanın en kolay yolu, firmanın son dönem için açıklamış olduğu finansal tablolarına bakmaktır. Finansal sayfalarda yayınlanan F / K oranları genellikle firmanın yayınladığı finansal tablolara göre hesaplanmıştır ve hisse senedinin şu andaki cari piyasa fiyatının geçmiş son 12 ayın hisse başına kaza nca bölünmesi ile hesaplanır. Öte yandan, yatırımcılar, hisse senetlerini, geçmişte firmanın hisse başına sağladığı kazanç için değil gelecekte kendisine sağlayacağını umduğu hisse başına kazanç için satın almaktadırlar. Dolayısıyla, F / K oranının gelecek dönemdeki hisse başına kaza nca göre hesaplanması daha doğru bir yaklaşımdır olacaktır. Bunun için

öncelikle, önümüzdeki yıl için hisse senedinin sağlayacağı getiriler tahmin edilmelidir. Daha sonra, tahmin edilen getiri, yatırımcının belirlemiş olduğu F / K oranı ile çarpılarak önümüzdeki dönemde hisse senedinin piyasada bulacağı değere ulaşılmalıdır (Konuralp, 2005: 213).

F / K oranı; k r paylarının sabit kalacağı varsayımına ve sabit bir oranda büyüyeceği durumlarına göre ayrı ayrı hesaplanarak daha dinamik bir yöntem haline getirilerek de uygulanabilmektedir.

Halka ilk kez hisse senedi arz edecek işletmeler için piyasa fiyatını bilmek mümkün olmamaktadır. Bu nedenle, halka açılacak şirkete özellikle; sermaye yapısı, gelirleri, üretim düzeyi gibi konularda benzeyen, fakat hisse senetleri borsada aktif olarak işlem gören şirketlerin fiyat / kazanç oranı örnek alınmalıdır Koç, 1 : 2 . Bu durumda, şirketin faaliyette bulunduğu sektördeki F / K oranından yararlanarak şirketin hisse senedi fiyatını belirlemek en uygun yöntem gibi görünmektedir. Bununla birlikte, sektörde faaliyet gösteren işletme sayısının nispeten az olduğu ülkelerde buradan yola çıkmak zor olmaktadır. ABD dışında birçok piyasada, belirli sektörlerde hisse senetleri borsada işlem gören karşılaştırılabilir işletme bulmak zor hatta imk nsızdır Ercan vd, 200 : . Bu durum ülkemiz için de geçerli olup incelenen izahnamelerden de görülmektedir ki karşılaştırılabilir firmaların tespit edilmesinde daha çok benzer işletmelerden yola çıkılarak Fiyat / Kazanç oranı hesaplanmaktadır.

Fiyat / Kazanç oranı ile değerlemede gösterge olarak kullanılan oranlar İMKB de işlem gören işletmelerin tümünün fiyat kazanç oranlarının ortalaması, aynı sektörlerde yer alan işletmelerin fiyat kazanç oranlarının ortalaması, benzer işletmelerin fiyat kazanç oranları veya yurtdışındaki benzer işletmelerin fiyat kazanç oranları olabilmektedir. Bu oranlar elde edildikten sonra yukarıdaki formülde de belirtildiği gibi, işletmenin hisse başına net k r tutarı fiyat kazanç oranları ile çarpılarak işletmenin hisse senedi fiyatı bulunmaktadır Yüksek Türk, 2006: 47).

Fiyat kazanç oranlarının hesaplamasında halka arz dönemindeki açıklanmış olan son tam yılın finansal tablolarına dayanan fiyat kazanç oranları ve bir sonraki yılın sonunda oluşacak tahmini fiyat kazanç oranları hesaplanmaktadır. Buna göre

değerleme yapılmaktadır. Örneğin 1 yılında hisse senetleri halka arz edilen Van Et Entegre Et Sanayi ve Ticaret A.Ş. 2ubat 1 tarihli izahnamesinde 2 Ocak 1 tarihinde İMKB de oluşan fiyatları dikkate alarak 1 yılı dönem sonu sonuçlarına göre fiyat kazanç oranlarını hesaplamıştır. Buna göre işletmenin hisse başına kâr tutarı 10 TL dir. İMKB nin şirketlerinin ortalama fiyat kazanç oranı 1 , olduğunda işletmenin hisse senedi fiyatı 1 , 10 .0 TL çıkmaktadır. Benzer işletmeler olarak Pınar Et ve Maret alınmıştır. Pınar Et in fiyat kazanç oranı ,1 dir ve buna göre oluşan hisse senedi fiyatı ,1 10 2. 21 TL olmuştur. Maret e göre ise 12,2 10 . 2 TL olmuştur. Benzer işletmelerin fiyat kazanç oranları ortalaması alındığında ise Van Et in hisse senedi fiyatı 10, 10 . 1 TL olmaktadır. 1 yılında fiyat kazanç oranları tahminleri yaklaşık yarıya indirilmiş buna karşılık işletmenin tahmini hisse başına kârı 00 TL ye yükselmiştir. Buna göre oluşan hisse senedi fiyatları İMKB ortalamasına göre ,2 00 . 0 TL, Pınar Et e göre 00 . 00 TL, Maret e göre 00 . 00 TL ve benzer işletmeler ortalamasına göre , 00 . 0 TL olarak hesaplanmıştır. İşletme hisselerini . 00 TL olarak halka arz etmiştir Yükseltürk, 200 : .

Fiyat / Kazanç oranı, bilinen ve sık kullanılan piyasa çarpanı olmakla birlikte hata yapma olasılığı yüksektir. Oranın hesaplanmasında dönem kârının veya net kârın gösterge olarak alınması ve bu rakamın değişik muhasebe uygulamalarından -örneğin amortisman yöntemlerinden- ve enflasyondan etkilenmesi durumunda gerçek kâr rakamına ulaşamadığı için değerlendirme sonucu yanıltıcı olabilecektir. Bunun dışında oranın hesaplanmasında paranın zaman değerinin dikkate alınmaması, karşılaştırılan firmaların hiçbir zaman tümüyle aynı olmaması, firmanın gelecekte vergi ödeme durumunu hesaba katmaması ve yatırım gereksinimi gibi konuları yansıtmaması bu yöntemin dezavantajları arasındadır (Chambers, 2005: 196).

Ancak, dönem kârı yerine işletme faaliyet kârının kullanılması, belli bir dönemin F / K oranı ortalamasının alınması, dünyadaki benzer sektör örneklerinden yararlanılması, bölgesel farklılıkları dikkate alıp, bölge riskinin hesaplamalara katılmasıyla yukarda belirtilen sorunların kısmen aşılabileceği düşünülmektedir Yazıcı, 1 : .

. . . . Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı PD / DD)

Bu oran, hisse senedinin piyasa değeri ile defter değerinin oranlaması ile elde edilen bir çarpan olup çoğunlukla sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin değerini tahmin etmek için kullanılır (Aksoy ve Tanrıöven, 2007:402).

$$PD / DD = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Senedinin Defter Değeri}}$$

$$\text{Hisse Senedinin Fiyatı} = \text{Sektör veya Piyasa Ortalaması PD / DD} \times \text{Defter Değeri}$$

Bu yöntemin uygulanışında, hisse senedinin gerçek değeri hesaplanırken önce işletme ile aynı sektörde aynı risk düzeyi ile çalışan ve hisse senetleri ikincil piyasada alınıp satılan işletmelerden bir portföy oluşturulur. Bu işletmelerin ortalama piyasa değeri ile defter değerleri arasında katsayı ile ifade edilen oran hesaplanır. Son aşamada ilgili hisse senedinin hesaplama dönemindeki defter değeri ile daha önce bulunmuş uygun piyasa değeri / defter değeri oranı çarpılarak hisse senedinin fiyatı bulunur (Ercan ve Ban: 2005:125).

Bu oranın payında yer alan piyasa değeri, “istekli alıcı ve satıcılar tarafından şirketin hisse senedi için belirlenen denge fiyatını yansıtan değer” olarak tanımlanmakta ve finans literatüründe en objektif değer olarak görülmektedir. Bunun sebebi ise, piyasa değerinin tamamen normal arz ve talep koşulları altında gerçekleştiğinin varsayılmasıdır.

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Mevcut Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Şirketin Hisse Senedi Fiyatı}$$

Bununla birlikte, özellikle hisse senedi piyasasının fazla derin ve likit olmadığı durumlarda değer, piyasada gerçekleşen birkaç işlemle belirlenmekte olup bu da şirket değeri açısından büyük risk doğurmaktadır (Savaşkan, 200 : .

Hisse senedinin piyasa fiyatını etkileyen faktörler aşağıda yer almaktadır (Koç, 1 : 83).

- Temettü ödemeleri, piyasa fiyatını etkilemektedir,

- Kısa vadeli piyasa etkileri, cari piyasa fiyatını etkilemektedir. Hafta başı ve hafta sonunun hisse senedinin piyasa fiyatı üzerinde kısa vadeli belirgin bir etkisi olabilmektedir,
- Küçük miktarlarda hisse senedini cari fiyattan almak ya da satmak mümkün olsa da, büyük işlem hacmi için güncel fiyatlar değişime uğrayabilmektedir. Eğer bir yatırımcı sahip olduğu büyük miktarda hisse senedini elinden çıkarmak isterse bu fiyatta düşmeye neden olabilir.

Bu oranın paydasında yer alan *defter değeri* ise, işletmenin bilançosunda yer alan özsermaye tutarını ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle, işletmenin toplam aktiflerinden toplam borçlarının çıkarılmasından sonraki değer işletmenin defter değerini vermektedir.

Defter değeri, muhasebe kural ve geleneklerine göre belirlenmektedir. Bir firmanın varlıklarının defter değeri, onların alış maliyetlerinden birikmiş amortismanlarının düşülmesiyle elde edilmektedir. Bu durumda, işletmede bulunan herhangi bir varlığın defter değeri varlık yaşlandıkça azalmaktadır. Aynı şekilde, bir işletmenin borçlarının defter değeri de borçlar ödendikçe azalmaktadır. Hisse senedinin piyasa fiyatı ise işletmenin nakit akımları ve kazanç gücü konusundaki beklentilerine göre belirlenmektedir (Konuralp, 2005: 219).

Bu oran kullanılarak değerlendirme yapılmak istendiğinde hem piyasa fiyatında ortaya çıkabilecek *yapay arz ve talep* durumuna hem de defter değerini etkileyen, özellikle işletmenin *yaşı* gibi özelliklerin dikkate alınması gerekmektedir.

Piyasa Değeri / Defter Değeri oranının 1 in üstünde olması gerekmektedir. Eğer oran 1 in altına düşecek olursa firmanın ortaklarına bir değer artışı sağlayamadığı ve değerinden kaybettiği anlaşılır (hambars, 200 : 1). Bu sebeple, bulunan değer piyasa değerinden yüksekse alış düşükse satış kararı verilir (Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 02).

Yatırımcılar yatırım analizlerinde bu yöntemi defter değerinin piyasa değerinden farklı olarak durağan bir durumu yansıtması, uygulamasının kolay olması, bu oranın muhasebe standartları birbiriyle benzer olan firmalar arasında düşük değerlendirme ya da aşırı değerlendirme olgusunun karşılaştırılabilmesine imkân vermesi ve

faaliyeti zararlı sonuçlanan firmalar için uygulanamayan fiyat/kazanç oranı gibi yöntemlerin yerine kullanılabilmesi nedenleriyle tercih etmektedirler Savaşkan, 2005: 10).

Bu yöntemin, yukarıda sayılan avantajları yanında dezavantajları da bulunmaktadır. Defter değerinin amortismanlar gibi muhasebe uygulamalarından etkilenmesi ve muhasebe standartlarının farklı yorumlanarak uygulanması, PD / DD oranlarının sağlıklı bir biçimde karşılaştırılmasını engellemektedir. Aynı problem, farklı muhasebe standartlarına sahip ülkelerde faaliyet gösteren firmaların karşılaştırılmasında da ortaya çıkmaktadır. Bir diğer nedense, defter değerinin maddi duran varlıkları nispeten düşük olan hizmet ve yüksek teknolojik ürünler sektöründe faaliyet gösteren firmalar açısından bir anlam taşımamasıdır Ercan vd, 2006: 63).

Bununla birlikte, parasal kalemlerin veya güncel değerlendirme yapılan menkul kıymetlerin çoğunlukta olduğu bankalar veya yatırım ortaklıkları gibi finansal kurumların defter değeri, piyasa değerine çok yakın olduğundan, eğer halka arz olan işletme bu sektördeki bir işletmeyse, sektördeki PD / DD oranını kullanarak hisse senedi fiyatını belirlemek mümkün olabilir.

. . . . Piyasa Değeri / Satışlar Oranı PD / S)

Piyasa Değeri / Satış veya Fiyat / Satış oranı bir şirketin hisse senedi fiyatının son oniki aylık hisse başına net satış değerine bölünmesi ile elde edilmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2000 : 0 ,

$$Piyasa Değeri / Satışlar = \frac{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}{Hisse Başına Satışlar}$$

$$Hisse Senedi Fiyatı = Sektör veya Piyasa Ortalaması F/S Oranı x Hisse Başına Satış$$

Piyasa değeri ile satışlar arasındaki ilişkiyi kullanan analistler için önemli olan, firmanın büyüme potansiyelinin satış hızı üzerinden daha iyi ölçülebileceğidir. Firmanın kârlarında bir azalma söz konusu olsa bile bu azalma rekabet nedeniyle kârlar marjlarının azalması ya da maliyet yapısındaki değişimler gibi birçok nedene bağlı olabilir satışların artıyor olması firmanın büyüdüğünün bir göstergesi olarak kabul edilmektedir Konuralp, 2000 : 221 . Ayrıca, satış oranlarının

amortisman, stoklar, araştırma ve geliştirme (AR-GE) harcamalarından etkilenmemeleri ve kolaylıkla manüpile edilememeleri de bu oranın kullanılmasında bir avantaj olarak gösterilebilir. Bir diğer neden ise satış oranlarının kazanç oranları kadar değişken bir yapı sergilememesi ve buna bağlı olarak da firmanın dönemsel faaliyetlerinden fazla etkilenmemesidir (Ercan vd, 2006: 68).

Değerlemede firma satışlarının temel alınmasının en önemli dezavantajlarından biri, satışlarında önemli artışlar olmasına rağmen önemli miktarlarda zarar eden bir firma için yüksek bir firma değeri hesaplanabilmesidir. Doğal olarak, bu durum yatırımcıların yanlış karar vermesine neden olabilecektir. Bu yöntemin diğer bir sakıncası ise, firmaların yalnızca satışlarına göre göreceli karşılaştırılması, firmaların maliyet yapıları ve k r marjları gibi diğer bazı önemli değişkenlerin ihmal edilmesidir Konuralp, 200 : 222 .

Düşük k r marjı ve yüksek F / S oranına sahip hisseler pahalı, yüksek k r marjı düşük F / S oranına sahip hisseler ucuz olarak kabul edilmektedir Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 0 .

. . . . Piyasa De ğeri / Nakit Akım Oranı PD / NA)

PD / NA veya Fiyat / Akım oranı ile değerlemede hisse senedinin piyasa fiyatının işletmenin faaliyetleri sonucu elde ettiği nakde oranlanması ve piyasa değeri ile nakit akımları arasında bir ilişki kurularak benzer firmaların değerinin tespit edilmesi söz konusu olmaktadır Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 0 ,

$$F / NA = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Nakit}}$$

Hisse Senedi Fiyatı = Sektör / Piyasa Ortalaması F / NA Oranı x Hisse Başına Nakit

Bu yöntem, şirketlerin uyguladıkları amortisman oranlarının farklı olması nedeniyle, firma gelirleri yerine nakit akımları yönteminin kullanılmasının daha sağlıklı olacağı düşüncesinden ortaya çıkmıştır. F / Akım oranı F / K oranı yöntemine alternatif olarak geliştirilmiş olup firma değeri hesaplanırken, F / K yönteminde kullanılan net k r yerine burada nakit akımı kullanılmaktadır. Ancak, F / Akım oranı

hesaplanırken, paydada firmanın işletme sermayesi ihtiyacını ve sabit yatırım harcamalarını dikkate alan gerçek anlamda nakit akımları kullanılmamaktadır. Hesaplanmasındaki basitlik nedeniyle, net k r ve amortisman toplamı nakit akımları olarak kullanılmaktadır

3.3. . . Piyasa De eri / Vergi, Fai ve Amortisman Öncesi K r Oranı

Bu oran işletmenin piyasa değerinin vergi faiz ve amortisman öncesi k rına bölünmesiyle hesaplanır.

$$F / VFAÖK = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına VFAÖK}}$$

$$\text{Hisse Senedi Fiyatı} = \text{Sektör veya Piyasa Ortalaması } F / VFAÖK \text{ Oranı} \times \text{Hisse Başına VFAÖK}$$

Vergi, faiz ve amortisman öncesi k r VFAÖK işletmenin esas faaliyetlerinden nakit yaratma gücünü göstermektedir. Böylece, işletmenin nakit yaratma gücü ile piyasada oluşan değeri arasındaki ilişki ortaya konur. İşletme değerinin VFAÖK tutarına bölünmesi sonucu ulaşılan oran, işletmenin k rlarından nakit yaratma gücünün kaç katı kadarının değere yansıdığını göstermektedir. Bu oran benzer işletmeler için hesaplanır ve hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin vergi, faiz ve amortisman öncesi k rları ile çarpılarak halka açılan işletmelerin piyasada oluşması beklenen tahmini değerlerine ulaşılır.

Bu oranda net dönem k rı yerine vergi, faiz ve amortisman öncesi k rın kullanılması işletmelerin performanslarının karşılaştırılmasını kolaylaştırmasıdır. İşletmelerin amortisman giderleri işletmelerin kullandıkları amortisman yöntemlerine, duran varlıklarını yeniden değerlemeye tabi tutup tutmadıklarına ve borçlanma maliyetlerini aktifleştirip aktifleştirmediklerine göre değişiklik göstermektedir. Faiz giderleri, işletmelerin borçlanma yapılarına, borçlanma maliyetlerini aktifleştirip aktifleştirmediklerine ve piyasada değişen faiz oranlarına göre farklılıklar gösterebilmektedir. Vergiler ise, işletmenin performansından çok vergi kanunları ve işletmenin gelir ve giderlerinde vergiden muaf gelirlerin ve

kanunen kabul edilmeyen giderlerin tutarına göre değişiklik göstermektedir. Bu nedenle, işletmenin uzun vadeli performansının ölçüsü olarak ve bu performanstan sağlanacak nakit tutarının bir göstergesi olarak vergi, faiz ve amortisman öncesi k r kullanılmaktadır Yükseltürk, 200 : .

3.3.3. Gelir Yaklaşımına Dayalı De erleme Yöntemleri

elir yaklaşımının temelini firmanın gelecek yıllarda sağlayacağı gelirler oluşturur. Bu yaklaşıma dayanarak değerleme yapan yöntemler, değerlenecek firmayı bir yatırım olarak görmekte ve firmayı gelecekte sağlayacağı gelirleri baz alarak değerlemektedir. Bu yöntemlerde yapılan işlem, kısaca gelecek yıllardaki nakit akımlarını belirli bir iskonto oranı ile bugünkü değerlerine indirgedikten sonra, iskonto edilmiş yıllık tutarların toplamını alarak firmanın bugünkü değerini bulmak, şeklinde açıklanabilir hambers, 200 : 20 .

elir yaklaşımında, söz konusu varlığın gelir üretme kapasitesi dikkate alınmaktadır. Varlıklar, gelir elde ettikleri sürece bir değer ifade edecekleri için, firmanın gelecekte elde edeceği nakit girişlerinin önemli bir faktör olduğu ve firmanın değerini bu potansiyel nakit girişlerinin oluşturduğu kabul edilmektedir. Bu yaklaşımda değer, varlığın ekonomik ömrü boyunca yaratacağı gelirlerin bugünkü değeridir. Firmanın varlık değerinden çok, gelir getirici faaliyetleriyle ilgilenen yatırımcılar için bu yaklaşım önemlidir. Bu yaklaşımın değer tespitinde dikkate alınması gereken üç bileşeni gelirlerin miktarı, gelirlerin gerçekteşme süresi ve tahmin edilen gelirin gerçekteşme ihtimalidir Yazıcı, 1 : 11).

Bu yöntemler, işletmenin varlıkları dışında borçlarını da dikkate almaktadırlar. İşletmeler, kendi kaynakları dışında daha düşük maliyetli olan borç kullanarak finansal kaldıraç etkisinden yararlanıp özsermaye k rlılıklarını artırabilmektedirler. Borçların sadece bir tutar olarak ele alındığı diğer yöntemlerin aksine bu yöntemlerde gelirlerin bugünkü değerinde finansal kaldıraç etkisi de dikkate alınmaktadır. Yöntemin bir diğer üstünlüğü de varlık ve kaynakların bütünlüğünü sinerji etkisini dikkate almasıdır. ünkü gelecekteki gelirler varlık ve kaynakların bütünlük etkisi sonucunda oluşmakta ve hatta bu bütünlük içerisinde işletmenin sahip olduğu ün, yönetim biçimi gibi hesaplanması kolay olmayan

subjektif unsurlar da yer almaktadır. Yine gelirlerin iskonto edilmesinde kullanılan oranın işletmenin riskini de yansıtır olmasından dolayı gelecekte elde edilecek gelirler üzerindeki riskin de dikkate alınmasını sağlamaktadır. Ancak yöntemin uygulanması diğerleri kadar kolay değildir. Özellikle gelirlerin bugüne indirgenmesinde kullanılacak oranın belirlenmesi ve gelecekte elde edilecek gelirleri ve gelirleri etkileyecek unsurları tahmin etmek oldukça zordur. Bu nedenle, işletmenin gerçek değeri tespit etmek tahminlerin tutarlılığına ve doğruluğuna bağlı olmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2000 : 100).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi temel alan belli başlı iki yöntem vardır. Bunlar *indirgenmiş nakit akımları yöntemi* ve *indirgenmiş kâr payları yöntemi* ya da diğer adıyla *temettü verimi yöntemi*dir.

. . . . İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi İNA Yöntemi

Günümüzde hisse senedi veya şirket değerini belirlerken en yaygın olarak kullanılan yöntem indirgenmiş nakit akımları yöntemi olup, halka arz aşamasında da bu durum değişmemektedir.

Bu yönteme göre şirket değeri; şirketin mevcut yapısı, organizasyonu ve insan kaynakları ile gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının analizi sonucu elde edilmektedir. Şirket varlıkları, nakit yaratabildikleri sürece değer ifade etmektedirler. Bu nedenle de şirket değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır. Paranın zaman değerinin olması nedeniyle, yıllar itibarıyla nakit akımları bugünkü değere indirgenerek, başka bir deyişle, nakit akımlarının net bugünkü değeri hesaplanarak değerlendirilmektedir (İvgen, 2000 : 43) ve bulunan bu değer hisse senedi sayısına bölünerek hisse senedi fiyatı bulunmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımları, belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş nakit girişleri ile indirgenmiş nakit çıkışları arasındaki farktır. Diğer bir ifadeyle, İNA yöntemi, ilerdeki yıllarda şirket faaliyetleri sonucu ortaya çıkacak nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değeridir” şeklinde tanımlanabilir.

İNA yönteminde şirketin geçmiş finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de firma değeri bulunur. Buna göre Yazıcı, 1998 : 200.

$$İNA = \frac{A_1}{(1+i)^1} + \frac{A_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{A_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t}$$

Formüldeki

A_t : t inci yıldaki net nakit akımı hurda değer son yıla gelir olarak eklenir ,

n: akit akımları tahmininde kullanılan süre (yıl),

i: İskonto oranını ifade etmektedir. Bu oran, yatırımdan beklenen asgari k rrlılık oranı olabileceği gibi, proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti de olabilir.

akit akımlarının net bugünkü değeri yönteminde firmanın değerini belirleyen değişkenler üç ana başlık altında toplanabilir. İlk olarak, işletmenin gelecekteki nakit akımları hesaplanır. Daha sonra, nakit akımlarının tahmin süresi ve iskonto oranı belirlenir. Belirlenen iskonto oranı ile nakit akımları bugünkü değere indirgenerek firmanın değeri hesaplanır.

3.3.3.1.1. Gelecekteki Nakit Akımlarının Belirlenmesi

Bir işletmenin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarını tahmin etmek İ A yönteminin en zor ve önemli bölümünü oluşturur. İşletmenin gelecekteki nakit akışları tahmin edilirken, cari nakit akımlarının yanında geçmişteki nakit akımları da incelenmek gerekir. Geçmiş yıllardaki ve cari yıldaki işletmenin durumu gelecekteki nakit akımlarının göstergesi olarak kullanılmaktadır.

et nakit akımı A_t ise şu formül ile gösterilebilir Yazıcı, 1 : 2 :

$$A_t = (G-I-\zeta-F-D)(1-V)+D$$

: Hurda değer son yıla gelir kaydedilmek üzere gelirler,

I: Yatırım tutarı,

: Amortisman ve faiz hariç işletme giderleri,

F: Faiz,

D: Amortismanlar,

V: Kurumlar vergisi oranı.

Gelecekte elde edilecek nakit akımları bulunurken, proforma tablolardan yararlanılabileceği gibi nakit akımlarını oluşturan unsurlar incelenerek, büyüme oranlarından yararlanılarak ya da trend analizi kullanılarak tahminler yapılabilir Aksoy ve Tanrıöven, 200 : .

Bu yöntemle işletmenin değeri bulunurken halka açık işletmelerle halka açık olmayan işletmelerde hesaplama açısından bir fark bulunmamaktadır. Bununla birlikte, halka açık olmayan firmalarda nakit akımlarının tespit edilmesinde bazı güçlüklerle karşılaşmaktadır. Bunlar (Ercan vd., 2008: 81)

- Ortak ve yöneticilere yapılan ödemelerde k r payı ve maaş ödemesi ayrımının yapılmaması,
- Ortakların bazı kişisel harcamalarının şirketin harcamaları olarak göstermeleri ve bunun sonucunda da net k r rakamının gerçek tutarı göstermemesi,
- Halka açılmayla birlikte, firmanın vergi yükümlülüklerinde değişiklikler olabilmektedir. Vergi oranlarının değişmesi değerleme işlemi, vergi sonrası faaliyet k rının belirlenmesi ve borcun vergi sonrası maliyetinin tespiti noktasında etkilemektedir. Bu etkileri nakit akımları üzerine yansıtılması gerekmektedir.
- Söz konusu firmalar, halka açık firma olacaklarından, muhasebe ve hukuk giderlerinde muhtemel artışlar olabilecektir. Harcamalardaki bu artışlar, nakit akımlarına ilişkin tahminlerde dikkate alınmalıdır.

akit akımları genel olarak muhasebenin aşağıdaki kalemlerinin düzenlemesiyle oluşturulur. akit akımlarının hesaplanması ve hangi muhasebe kalemlerinin bu hesaplarmaya katılacağına dair farklı hesap teknikleri olsa da kabul edilen genel mantık işletmenin yatırımlarından elde edeceği nakit akımlarının yani kasasına giren nakit paranın ne kadar olacağının tahmini üzerine kuruludur (Atar, 2007: 18).

akit akımları hesaplama tablosu özetle aşağıdaki gibidir Yazıcı, 1 :2 ;

Tablo 5: Nakit Akımlarının Hesaplanması

Veri ve alımları öncesi
Amortismanlar (+)
Veri öemesi (-)
Temettü Öemesi (-)
Orta Uzun vadeli borçlanma (-)
akit artışı azalışı (-)
Ticari alacaklar artışı azalışı (-)
Diğer alacaklar artışı azalışı (-)
Stoklar artışı azalışı (-)
Diğer cari aktif artışı azalışı (-)
Kısa vadeli kredi artışı azalışı
Ticari borçlar artışı azalışı
Diğer borçlar artışı azalışı
Diğer cari pasif artışı azalışı
İşletme sermayesi iktisadi (-)
Yatırımlar (-)
Kapasite artırıcı yatırımlar (-)
İdame/yenileme yatırımları (-)
Orta/Uzun vadeli kredi (+)
Kısmen taahhütlü
Nakit sermaye artırım
NAKİT AKIMLARI

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi bir yatırımın, benzer riske sahip başka bir yatırımdan daha fazla getiri sağlaması durumunda değer yarattığı temeline dayanır. Başka bir ifadeyle, belli bir kazanç düzeyi için yatırımından daha fazla getiri elde eden bir firma, daha az sermaye yatırma gereği duyacak ve daha yüksek nakit akımları sağlayarak daha çok değer yaratacaktır. Bu yöntemle göre firma değerlemesi doğrudan gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerleriyle ilgilidir. Nakit akımları ne kadar fazla ise o kadar iyi, ne kadar önce ise o kadar istenilebilir ve ne kadar kesin ise o kadar değerlidir (Hamers, 2005: 208).

3.3.3.1.2. Nakit Akımlarının Tahmin Süresi

İşletmenin ömrü sonsuz kabul edildiğinde ve işletmenin nakit akımlarını da sonsuza kadar tahmin etmek mümkün olamadığından, işletme ile ilgili nakit akımlarının yıllar itibariyle tahmininin belli bir süre ile sınırlandırılması gerekmektedir. Uygulamada bu sürenin 5 ile 10 yıl arasında olması uygun olabilecektir (Ercan vd, 2006: 28).

Bu sürenin belirlenmesinde, işletmenin yer aldığı ekonomik, siyasi koşullar ve sektörün özellikleri etkili olmaktadır Aydın, 2000 : 201 . Uygulamada 5 ile 10 yıl olarak alınsa da bu sürenin 5 yıldan az olmaması istenir. Ama sektörde devresel dönemler varsa, tahmin dönemi, bütün devre dönemini kapsamalıdır. Bu sürenin tespitinde birinci faktör, işletmenin dengeye ulaştığı olgunlaşma yılının tespit edilmesi, ikinci faktör ise, bu sürenin değerlendirme hatasına yol açmayacak kadar uzun olmasıdır. Olgunlaşma yılından kasıt, firmanın büyüme olanaklarının pek olmadığı ve nakit akışlarının düzenli bir seyre girdiği yıl olmasıdır Yazıcı, 1998 : 20 .

3.3.3.1.3. İskonto Oranının Belirlenmesi

İskonto oranı proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti ya da yatırımcıların projeden beklediği asgari kârlılık oranıdır Sarıaslan, 1998 : 10 . Bu yöntemde, kullanılan iskonto oranının belirlenmesi önemli ve sorunlu bir husustur. İskonto oranı, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model- AMP) yöntemi veya Arbitraj Fiyatlama Modeli Arbitrage Pricing Model-APM kullanılarak tespit edilebilir. Bu yöntemlerin kullanılmasında bazı kısıtlamalar olduğundan iskonto oranının tespiti ülkedeki genel faiz oranı, devlet tahvilleri faiz oranı, yatırımın taşıdığı risk, ortakların veya potansiyel ortakların firmadan bekledikleri en düşük kâr oranı, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin marjinal sermaye maliyeti, benzer sektörlerdeki yatırım oranları ve sermayenin fırsat maliyeti dikkate alınarak yapılmalıdır Yazıcı, 1998 : 10 .

Ülkemizde halka arz izahnameleri incelendiğinde, İA yöntemi kullanılırken en çok *ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin* tercih edildiği görülmektedir. Bir diğer dikkat çeken özellik de, değerlendirme yapılırken tek bir iskonto oranı kullanılmamasıdır. Bunun sebebi ise, iskonto oranının belirlenmesinde

geleceklerle ilgili bazı tahminlerin yapılması gerektiğinden, birden fazla iskonto oranı ile değerlendirme yapılmak suretiyle farklı senaryolarda işletme değerinin ne olacağının bilinmek istenmesidir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, firmanın herhangi bir tarihteki bilançosunun pasifinde yer alan borçlarının ve özsermayesinin piyasa değerlerine göre ağırlandırılarak hesaplanmaktadır. Söz konusu hesaplama üç aşamada yapılmaktadır. Birinci aşamada, sermayeyi oluşturan her bir unsurun toplam sermaye içerisindeki payı, ikinci aşamada her bir sermaye unsurunun maliyeti hesaplanmaktadır. Üçüncü ve son aşamada ise, sermaye unsurlarının toplam sermaye içerisindeki ağırlıkları ile sermaye maliyetleri çarpılmaktadır. Bulunan bu değerlerin toplamı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini oluşturmaktadır.

Borçların ve özsermayenin piyasa değerleri toplamına $(D+W_e)$ % 100 denildiğinde, bunun içerisinde (W_d) borçların ağırlığını, (W_e) ise, özsermayenin ağırlığını ifade etmektedir. Borçların vergi öncesi faiz oranı k_d ve hissedarların beklediği getiri oranı, başka bir ifadeyle özsermayenin maliyeti (k_e) ile gösterildiğinde, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_{wacc}) aşağıdaki gibi ifade edilmektedir. Burada, T , firmanın yükümlü olduğu marjinal kurumlar vergisi oranını göstermektedir Ercan vd, 2006 : 21 . Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$$k_{wacc} = [W_d \times k_d \times (1 - T)] + [W_e \times k_e]$$

Formüldeki özsermaye maliyetini hesaplamak için sermaye varlıklarını fiyatlandırma modelinden AMP yararlanmak mümkündür. Bu modelde özsermayenin maliyeti risksiz getiri oranı, pazarın risk primi ve hisse senedinin beta katsayısı kullanılarak hesaplanmaktadır. Modelin genel ifadesi (Ercan vd, 2006: 19);

$$k_e = k_{rf} + \beta (k_m - k_{rf})$$

k_e = Özsermayenin maliyeti yatırımdan beklenen getiri ,

k_{rf} = Risksiz faiz oranı,

k_m = Pazarın beklenen getirisi

$(k_m - k_{rf})$ = Pazar risk primi

Hisse senedinin beta katsayısı sistematik risk , ifade eder.

Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, teoride bir takım eleştirilere maruz kalmasına rağmen, kolay uygulanabilirliği bakımından kabul gören bir yöntem olup, özellikle k_r payı ödemelerinin düzensiz olduğu durumlarda tercih edilmektedir. Bu modele göre, özsermaye maliyeti hesaplamalarında risksiz faiz oranı, pazar risk primi ve hisse senedinin betasının doğru olarak belirlenmesi gerekmektedir (Ercan vd, 2006: 19).

isksiz faiz oranı olarak, kısa vade için mevcut durumda vadesi en uzun hazine bonusu faiz oranını uzun vade için de kullanım amacına yönelik olarak 2-5-10-20 yıl ve üzeri vadeli devlet tahvili faiz oranlarını kabul etmek mümkündür.

Pazar risk primi ($k_m - k_{rf}$) genellikle tarihi verilere dayanmaktadır. Bu prim ortalama pazar getirisi ile risksiz menkul kıymet getirisi arasındaki farktır. Genel olarak risk priminin büyüklüğünü üç faktör belirlemektedir. Bunlar ekonomideki değişimin boyutu, politik risk ve pazarın yapısıdır (Karan, 2001: 339).

Beta katsayısı ise, hisse senedi getirisinin pazar portföy getirisine olan duyarlılığını göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, hisse senedinin piyasa ile birlikte hareket etme eğilimini yansıtmakta olup, pazar portföyünün betası 1 dir. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen firmaların beta katsayılarının belirlenmesinde uygulanan yöntem, borsada işlem gören ve aynı sektördeki benzer firmaların beta katsayılarının kullanılmasıdır (Ercan vd, 200 : 20).

Halka açık olmayan işletmelerde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, halka açık işletmelerdekine benzer bir biçimde hesaplanmaktadır (Ercan vd, 2008: 81).

İskonto oranını piyasada geçerli olan risksiz faiz oranına belirli bir risk priminin eklenmesiyle de belirlemek mümkündür (Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 00).

$$\text{İstenen Getiri Oranı (r) veya } k = r_f + \theta$$

r_f , risksiz faiz ya da getiri oranı, devlet tahvili veya hazine bonusu faiz oranı olup genelde riski de içerdiği kabul edilir. isk primi olarak kabul edilen ise, tüm sistematik olan ve olmayan riskleri bünyesinde taşıyan risk primidir. erçekte sistematik riski oluşturan enflasyon ve faiz oranı riski risksiz faiz oranına yansıdığından ya sistematik olmayan riskler ile pazar riskinin dahil edilmesi gerekir.

. İndirgenmiş Nakit Akımları Karşınlanabilir Modeller

İndirgenmiş nakit akımlarına göre firma değerlemesi iki model kullanılarak yapılmaktadır. Bunlar, *firmaya serbest nakit akımlarının iskonto edilmesi yaklaşımı* ve *özsermayeye serbest nakit akımlarının iskonto edilmesi yaklaşımıdır*.

Hisse senedi değerlemesinde kullanılan tüm modeller gibi bu modellerde de iki önemli girdiye ihtiyaç duyulmaktadır. Birincisi, yukarıda açıklanan iskonto oranı ya da beklenen getiri oranı yatırımcının beklediği minimum getiri oranı , ikincisi ise firmanın nakit akımlarının kâr payları ya da dividend, hisse başına gelir, faaliyet kârı, satışları vb. şeklindeki nakit akımlarının gelecekteki büyüme oranıdır (Konuralp, 2005: 180). Aşağıda anlatılacak modellerdeki büyüme oranı, nakit akımlarındaki yıllık ortalama büyüme oranı anlamına gelmektedir.

3.3.3.1.4.1. Firmaya Serbest Nakit Akımlarının İskonto Edilmesi Yaklaşımı (FCFF= Free Cash Flow to Firm)

Firmaya olan serbest nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesi yoluyla değerlemenin temel mantığı, önce firmanın bir bütün olarak değerlemesinin yapılması ve daha sonra bu değerden tüm borç yükümlülükleri için yapılan nakit çıkışlarının değeri düşülerek özsermayenin değerinin bulunmasına dayanmaktadır. Firmaya olan serbest nakit akımı firmaya borç verenlere ve özsermaye sahiplerine, başka bir ifadeyle firmaya sermaye sağlayan tüm taraflara kalan faaliyet gelirini temsil etmektedir (Chambers, 2005: 219).

Firmaya serbest nakit akımı (FSNA) aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Konuralp, 2005: 203),

$$FSNA = FVÖK(1-VO)+AG-SH-İS$$

FSNA Firmaya Serbest Nakit Akımı

FVÖK Faiz ve Vergi Öncesi Kâr

VO Vergi Oranı

AG = Amortisman Giderleri

SH Sermaye Harcamaları

İS İşletme Sermayesindeki Değişim

Firmaya serbest nakit akımları, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak iskonto edilmekte ve bulunan değerden borçlar çıkartılıp hisse senedi sayısına bölünerek hisse başına değere ulaşılmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 401).

FCFF modelinde, firmaya sermaye sağlayan tüm tarafları içine alan nakit akımlarını temsil ettiğinden, bu nakit akımlarının, firmanın Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Oranı'ndan AOSM' bugüne indirgenmesi gerekmektedir. O halde FFF modelinde Firma Değeri V'yi veren genel formül aşağıdaki gibi yazılabilir (Konuralp, 2005: 204),

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FSNA_t}{(1 + AOSM)^t}$$

Eğer FSNA da sabit büyüme söz konusu ise ki bu büyüme oranı g, doğal olarak firmaya serbest nakit akımlarının yıllık büyüme oranını temsil etmektedir. Bu durumda, firma değeri aşağıdaki gibi hesaplanacaktır (Konuralp, 200 : 20),

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FSNA_0(1 + g_{FSNA})}{AOSM - g_{FSNA}} = \frac{FSNA_1}{AOSM - g_{FSNA}}$$

formülü ile firma değeri bulunmaktadır.

3.3.3.1. . . Öz sermayeye Serbest Nakit Akımlarının İskonto Edilmesi Yatırımın FCFF Free Cash Flow to Equity

Özsermayeye serbest nakit akışları ile firma gelirlerinden ortaklara ait olan yani özsermaye açısından gerçekleşen nakit akımlarının özsermaye maliyeti ile iskonto edilmesi ile özsermayenin olması gereken değeri belirlenmekte ve bu değer hisse senedi sayısına bölünerek hisse başına değer tespit edilmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 00).

Hisse senedi yatırımcıları, değerlendirme yaparken daha çok özsermayeye olan nakit akımlarını, başka bir deyişle borçlarla ilgili ödemelerden sonra kalan nakit akımlarını dikkate almayı tercih ederler. Bunun nedeni, özsermaye sahipleri açısından borçların faiz ve anapara geri ödemelerinin bir nakit çıkışı gerektirmesidir. Firmaya olan nakit akımları modelinde ise firmanın borçlanmadığı

ve dolayısıyla borçlara ilişkin herhangi bir ödemenin söz konusu olmadığı kabul edilmektedir. Özsermaye değeri modeli firmanın borçlarıyla ilgili ödemelerini de dikkate aldığından, özsermaye sahiplerinin duyarlılığını daha çok temsil etmektedir. Bunun dışında aşırı borç yüküne sahip bir firmanın, firmaya olan nakit akımları yüksek ya da pozitif iken özsermayeye olan nakit akımları negatif olabilmektedir. Böyle bir durum söz konusu olduğunda, firmanın sermaye yapısını güçlendirmesi gerekecektir. Firmaya olan serbest nakit akımları dikkate alınarak yapılan bir değerlemede ise bu durum göz ardı edilmektedir (Konuralp, 2005: 207).

Firmanın borç fonları ile ilgili nakit ödemeleri ile firmanın büyümesini ve varlık yapısını sağlamlaştırmak için gerekli sermaye harcamalarından sonra ortaklara kalan nakit akımı aşağıdaki gibi hesaplanabilir (Konuralp, 2005: 209),

$$FCFE = Net\ Kâr - (Sermaye\ Harcamaları - Amortismanlar) - (Nakit\ Dışı\ İşletme\ Sermayesindeki\ Değişim) + (Yeni\ Borçlanılan\ Tutar - Eski\ Borcun\ Anapara\ Ödemesi)$$

Sermaye harcamaları borç rasyosuna göre belirlendiğinde eşitlik aşağıdaki şekilde hesaplanabilir Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 00

$$FCFE = Net\ Kâr - (Sermaye\ Harcamaları - Amortismanlar) \times (1-\lambda) - (Nakit\ Dışı\ İşletme\ Sermayesindeki\ Değişim) \times (1-\lambda)$$

Özsermayeye serbest nakit akımları bulunurken, AOSM kullanılmamakta, onun yerine yukarıda AMP modelinde anlatılan özsermaye maliyeti iskonto oranı olarak kullanılmaktadır. ünkü, bu modelde, hissedarların beklediği getiri oranı dikkate alınmakta ve bunun için de özsermaye maliyeti kullanılmaktadır.

Bu modele göre firma değeri tespit edilirken, özsermayeye serbest nakit akımlarının sürekli olarak sabit oranda büyümesi söz konusu ise, firmanın değeri veya hisse senedinin değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilir (Ercan ve Ban, 2005: 342),

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{r - g}$$

Burada,

P_0	Hisse Senedinin Değeri
$FCFE_1$	Birinci yıl beklenen F FE
r	Firmanın özsermaye maliyeti
g	= Sonsuza kadar F FE de yıllık büyüme oranı

Büyüme oranının sabit olmadığı düşünüldüğünde, iki aşamalı F FE modeliyle hisse senedi değeri bulunabilir.

İki aşamalı F FE modelinde, firmanın özsermayesine serbest nakit akımlarının belli bir döneme kadar farklı tutarlar gösterdiği, n döneminden itibaren sonsuza kadar sabit büyüme göstereceği kabul edilmektedir.

Burada, genellikle ilk yıllarda yüksek büyüme oranları, bunu takip eden sonsuza kadar olan dönemde de genellikle sabit ve daha düşük bir oranda büyüme söz konusu olmaktadır. İşletmeler belli bir büyüklüğe ulaşana kadar hızlı büyümeyi daha sonra normal büyümeyi tercih etmektedirler Ercan ve Ban, 2000 :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Burada,

P_n	Hisse senedinin n dönemindeki değeri
$FCFE_t$	t yılındaki özsermayeye serbest nakit akımı
r	Özsermaye sahiplerinin ekstra büyüme döneminde bekledikleri getiri oranı

$$P_n = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_{n+1}}{r_n - g_n}$$

g_n	n döneminden itibaren sonsuza kadar büyüme oranı,
r_n	n döneminden itibaren özsermaye sahiplerinin bekledikleri getiri oranını göstermektedir.

. . . . İndirgenmiş K r Payları Yöntemi Temettü Verimi Yöntemi

Bu yöntemin, indirgenmiş nakit akımları yönteminden farkı hisse senedinin değerinin, yatırımcının elde edeceği k r payları üzerinden hesaplanmasıdır. İndirgenmiş k r payları ya da temettü verimi yöntemi, hisse senedinin gerçek değerini bu hisse senedinin sonsuza kadar ödeyeceği temettülerin ve sonsuzdaki

hisse senedi fiyatının bugüne indirgenmiş değeri olarak açıklayan bir modeldir. M. . ordon tarafından gerçekleştirilmiş olan bu modelde hisse senedinin gerçek değerini veren formül genel haliyle aşağıdaki şekilde yazılabilir (Ercan ve Ban, 2005: 126);

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_3}{(1+k_e)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_e)^\infty} + \frac{P_\infty}{(1+k_e)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

Yukarıdaki ifadede $\frac{P_\infty}{(1+k_e)^\infty}$ un bugünkü değerinin sıfıra çok yakın olacağı bu nedenle göz ardı edilmesi durumunda ve temettü ödemelerinin birbirine eşit olması halinde yukarıdaki eşitlik matematiksel olarak aşağıdaki gibi gösterilebilecektir.

$$P_0 = \frac{D_t}{k_e}$$

Burada,

P_0 =hisse senedinin gerçek değerini

D_t t dönemindeki temettü getirisini

k_e hissedarın hisse senedine yapmış olduğu yatırımdan dolayı beklediği getiri oranı veya iskonto oranını temsil etmektedir.

Yukarıdaki formül bir hisse senedinin sonsuza kadar elde tutulacağı varsayımıyla elde edilmiştir. Ancak hisse senedinin birkaç yıllık bir dönem için elde tutmak isteyenler açısından hisse senedinin değeri yine aynı şekilde hesaplanmakla birlikte hisse senedinin satış fiyatının şimdiki değeri de eklenir. Hisse senedi değerini hisse senedinin fiyatı olarak ele alırsak ve hisse senedinin cari fiyatını P_0 , gelecek yılki fiyatını da P_1 ile ve hisse senedinin gelecek yıl vereceği temettü miktarını ise D_1 ile gösterirsek o zaman hisse senedinin şu andaki fiyatını aşağıdaki gibi yazabiliriz Uğur, 200 : 20

$$P_0 = (D_1 + P_1) / (1 + k_e)$$

Hisse senedinin bugünkü değerinin hesaplanmasında, hisse senedinin birinci dönem sonunda beklenen fiyatı P_1 in hesaplanması için ikinci yılsonunda beklenen (P_2) ve ikinci yılsonunda beklenen k_r payı ödemesinin (D_2) bilinmesi gerekmektedir. Dolayısıyla birinci yılsonunda beklenen hisse senedinin fiyatı aşağıdaki gibi olacaktır Ercan ve Ban, 2000 : 12

$$P_1 = (D_2 + P_2) / (1 + k_e)$$

Burada (P_1) hisse senedinin bugünkü değerini veren eşitlikte yerine konulduğunda

$$P_0 = \frac{D_1 + \frac{D_2 + P_2}{1 + k_e}}{1 + k_e} = \frac{D_1}{1 + k_e} + \frac{D_2}{(1 + k_e)^2} + \frac{P_2}{(1 + k_e)^2} \text{ olmaktadır.}$$

Bir sonraki aşama olarak ikinci yılsonundaki hisse senedinin beklenen fiyatı (P_2) aşağıdaki gibi olacaktır.

$$P_2 = \frac{D_3 + P_3}{1 + k_e}$$

Yine aynı şekilde P_2 hisse senedinin bugünkü fiyatını veren (P_0) eşitliğinde yerine konulduğunda

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{D_1}{1 + k_e} + \frac{D_2}{(1 + k_e)^2} + \frac{P_2}{(1 + k_e)^2} = \frac{D_1}{1 + k_e} + \frac{D_2}{(1 + k_e)^2} + \frac{\frac{D_3 + P_3}{1 + k_e}}{(1 + k_e)^2} \\ &= \frac{D_1}{1 + k_e} + \frac{D_2}{(1 + k_e)^2} + \frac{D_3}{(1 + k_e)^3} + \frac{P_3}{(1 + k_e)^3} \end{aligned}$$

K_r payı ödemeleri sonsuza kadar götürülecek olur ve sonsuzdaki hisse senedi fiyatı P_∞ un bugünkü değeri de sıfır kabul edildiğinde, konunun en başında verilmiş olan aşağıdaki ifade elde edilir Ercan ve Ban, 2000 : 12 .

$$P_0 = \frac{D_1}{1 + k_e} + \frac{D_2}{(1 + k_e)^2} + \frac{D_3}{(1 + k_e)^3} + \frac{D_4}{(1 + k_e)^4} + \frac{D_5}{(1 + k_e)^5} + \dots + \frac{D_\infty}{(1 + k_e)^\infty}$$

Bu model aslında basit görülmekle birlikte uygulaması oldukça güç bir modeldir. En büyük zorluk, o şirketin ileride ödeyeceği temettü tutarlarını tahmin

etmektedir. Bilindiği gibi, şirketler ortaklarına temettü ödemek zorunda değildir. Ancak amaçları firma değerini artırmak olduğundan, firma değerini maksimize edecek bir temettü politikası izlemek isterler. Ayrıca firmaların türü de önemlidir. Yeni kurulan bir firma ile olgunluk dönemindeki firma aynı varsayımlar altında değerlendirilemez Karan, 2001: . Bu nedenle, sonsuza kadar elde edilecek k r paylarının hesaplanmasında bazı varsayımlar kullanılmaktadır.

En yaygın olarak üç varsayım altında temettü modeli açıklanmaktadır.

- Hisse senedinden sonsuza kadar eşit k r payı elde edilmesi durumu sıfır büyüme ya da büyümesiz model ,
- Hisse senedinden elde edilecek k r paylarının sonsuza kadar sabit bir hızla büyümesi durumu sabit büyüme modeli ,
- Hisse senedinden elde edilecek k r payının düzensiz büyümesi durumu çok aşamalı büyüme modeli .

. Sı ır Büyüme Mo eli

Firmanın k r paylarında artış olmaması ve hisse başına k r ın ödenen k r payına eşit olması durumunda, büyüme sıfır olacaktır Ercan vd., 200 : 1 . Diğer bir ifadeyle, bu varsayımda, gelecekte elde edilecek temettü gelirleri her yıl aynı tutarda olacak ve değişmeyecektir. Bu durumda, sonsuza kadar elde edilecek sabit/eşit bir gelir ortaya çıkacak ve bu gelirlerin bugünkü değeri hisse senedinin değerini verecektir Aksoy ve Tanrıöven, 200 : . Buna göre, hisse senedinin bugünkü değeri, dağıtılan temettü tutarı yani D ler sabit olduğu için, aşağıdaki gibi yazılabilir Ercan ve Ban, 200 : 12

$$P_0 = \frac{D}{k_e}$$

Formüldeki D, bir dönemlik temettü gelirini gösterirken, k_e özsermaye maliyetini ya da yatırımcının hisse senedi yatırımından beklediği getiri oranını göstermektedir.

. Sabit Oranda Büyüyen Kâr Payları İskonto Modeli

Firmanın büyümesi aynı zamanda hisse senedi fiyatının artması demektir. Burada, firmanın hisse senedi sayısının değişmediği kabul edilmektedir. Sıfır büyüme modelindeki varsayım, firma kazancının tamamının kâr payı olarak dağıtılmasıydı. Bununla birlikte, firma; kazancının tamamının dağıtırsa büyümesi söz konusu olmayacaktır. Firmalar, kârlarının bir kısmını dağıtmayarak bunları yatırıma dönüştürmek ve büyümek isterler. Bunda başarılı olan işletmelerin değerleri artacağından hisse senetleri fiyatları ve dolayısıyla ödedikleri kâr payları da artacaktır. Bu büyüme g ile gösterildiğinde ve büyüme oranının sonsuza kadar hep aynı oranda olacağı varsayıldığında ilk yıl ödenecek kâr payı D_1 aşağıdaki gibi hesaplanacaktır Ercan ve Ban, 200 : 12 ,

$$D_1 = D_0(1 + g)$$

Herhangi bir yıldaki temettü miktarı ise genel bir gösterimle aşağıdaki gibi olacaktır.

$$D_t = D_0(1 + g)^t$$

Sabit oranda büyüyen kâr payı iskonto modeline, bu modeli geliştiren ve tanıtan Myron Gordon olduğu için *Gordon Büyüme Modeli* adı da verilmektedir. Hisse senedine ödenecek kâr payları her yıl sabit oranda sonsuza kadar büyümekte ise, hisse senedinin fiyatı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k_e)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty}$$

Yukarıdaki eşitlik sadeleştirildiğinde hisse senedinin değeri aşağıdaki formülle bulunabilir.

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k_e - g} \quad \text{veya} \quad P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

Burada; D_1 , 1.yılın sonunda ödenecek temettü tutarını göstermektedir.

Bu eşitliğin kullanılması beklenen getirinin k_e temettü büyüme oranından g büyük olmasına bağlıdır. Aksi takdirde hisse senedinin değeri negatif

çıkacağından sonuç anlamsız olacaktır. Bu model özellikle ekonominin nominal büyüme oranından daha az büyüme gösteren ve istikrarlı bir temettü dağıtım politikası izleyen firmaların hisse senetlerinin değerlemesi için uygun olmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2000 : 100).

. Düzensiz Oran ve Büyüyen Kâr Payı İşonto Modeli

İşletmeler ekonominin, kendi yönetim ve finansman durumlarına bağlı olarak yıllar itibariyle değişik büyüme oranları gösterirler. Ekonominin iyi olduğu yıllarda işletmeler kazançlarını beklediklerinden daha büyük oranda arttırıp daha fazla kâr payı dağıtabilirler. Aksine kriz dönemlerinde veya ekonominin durgunluğa girdiği dönemlerde işletmelerin de doğal olarak kazançları düşmekte ve daha az miktarda kâr payı dağıtmaktadırlar. Ayrıca, yeni kurulan ve büyümeye çalışan şirketler kâr payı dağıtmak yerine bunları şirkette alıkoyup yeni yatırımlar yapmak isteyebilirler. Bu gibi durumlardada şirketler kâr payı dağıtmaz veya daha az miktarda kâr payı dağıtabilirler. Diğer taraftan, büyümesini tamamlamış veya yeni yatırım fırsatı olmayan şirketler ekstra kazançlarını ortaklarıyla paylaşmak isteyebilir, böylece dağıttığı kâr payı miktarı beklenenden daha fazla büyüebilir. Kısacası, şirketlerin finansal durumları yıldan yıla değişiklik gösterdiğinden bu şirketlerin hisse senedi değerlerini sabit kâr payı veya sabit oranda büyüyen kâr payı modelleriyle hesaplamak mümkün olmayabilir (Uğur, 2000 : 202). Bu durumda, yani, beklenen temettülerin belirli bir eğilim göstermemesi durumunda, hisse senedi değerini belirlemek için, önce tahmin edilebilen yıla kadar ki temettü gelirlerinin herhangi bir sabit büyüme oranına bağlı kalmaksızın her yıl farklı olarak belirlenmesi ve bu tutarların istenilen en az kârlılık oranından bugüne indirgenmesi gerekmektedir. Daha sonra, tahmin edilebilen yıldan sonrası için sonsuza kadar, kâr paylarındaki büyümenin yine sabit kalacağı varsayımıyla, hisse senedinin değeri hesaplanır ve bu değer temettü gelirlerinin bugünkü değerine ilave edilerek hisse senedinin gerçek değeri bulunur. Tâmin, temettülerin ayrı ayrı tahmin edileceği dönem sayısını ifade etmesi durumunda, hisse senedinin gerçek değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilir (Konuralp, 2005: 197).

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \frac{D_{T+1}}{(k-g)(1+k)^T}$$

Formülde, eşit işaretinden sonraki birinci terim T anına kadar olan k r paylarının bugünkü değerlerinin toplamını, ikinci terim ise T anından sonraki temettülerin sabit bir g oranında büyüceği varsayımında hisse senedinin değerini ifade etmektedir.

Temettü modelinin sakıncalı yanı bazı firmaların nakit temettü dağıtırken bazılarının hisse senedi şeklinde dağıtması olup bu durumda hisse senedi değerini temettü modeline göre belirlemek zorlaşmaktadır. Temettü dağıtılmaması veya yalnız hisse senedi şeklinde dağıtılması durumunda hisse başına gelirlerin iskonto edilmesi ile değerin belirlenmesi daha uygun olmaktadır Aksoy ve Tanrıöven, 200 : 397).

Temettü yaklaşımında yıllar itibariyle beklenen getirilerin değişmesi durumunda ise, her bir dönemde elde edilecek temettü gelirleri değişen oranlara göre iskonto edilecektir. Bu durumda eşitlik Aksoy ve Tanrıöven, 200 :

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_{e1})} + \frac{D_2}{(1+k_{e1})(1+k_{e2})} + \frac{D_3}{(1+k_{e1})(1+k_{e2})(1+k_{e3})} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_{e1})(1+k_{e2})(1+k_{e3})(1+k_{en})}$$

Değerlemede indirgenmiş k r payları yönteminin kullanılmasını savunanlar, yatırımcıların firmanın dönemsel gelirleriyle değil de ellerine geçecek k r payları ile ilgilendiklerini ve yatırım kararlarını buna göre belirlediklerini öne sürerler. Bu nedenle hisse senedi değerlemede baz alınması gereken değişken, gelir değil k r paylarıdır. Bu modele getirilen eleştiriler ise aşağıda sıralanmıştır İvgen, 200 : 1);

- eşitli nedenlerden dolayı zamanla k r paylarında önemli değişiklikler olabilir ve dolayısıyla gelecek dönemlere ilişkin k r paylarını tahmin etmek güçleşir,

- Yalnızca k r payının dikkate alınması, firmanın birikmiş k r larının ihmal edilmesi şeklinde yorumlanabilir. Aslında, firma bünyesinde tutulan k r lar etkin kullanılmaları durumunda, firmanın gelecekteki k r dağıtım kapasitesini genişletir. Alıkonulmuş k r lar dağıtımı ertelenmiş k r payları olarak kabul edilebilir,

- Yöntemin hisse senedi fiyat artışından dolayı oluşan kazancı yok sayması bir eksiklik olarak nitelendirilir. Sermaye piyasasında yatırımcılar istedikleri

zaman alım satım yapabilirler. Bu nedenle değerlendirme, k r paylarındaki değişmelerin yanında sermaye kazançlarını da içeren bir süreç olmalıdır.

Bu eleştirilere rağmen indirgenmiş k r payları yöntemi günümüzde kullanılan yöntemlerden birisidir. Ülke ekonomisindeki normal büyüme oranına yakın ya da düşük bir oranda büyüyen firmalar ve belirgin bir k r payı ödeme politikasına sahip firmalar için uygun bir değerlendirme modelidir. Özellikle sabit sermaye ve işletme sermayesi harcamaları tam olarak belirlenemeyen finansal hizmet sektöründe sıkça kullanılmaktadır (hambors, 200 : 21).

3.3.4. Ekonomik Katma De er Yöntemi EVA Yöntemi

Artan rekabet, ekonomik koşulların değişmesi, pazar odaklı yönetim anlayışının yerini maliyet odaklı yönetim anlayışına bırakması ile birlikte değer tabanlı performans ölçütleri ortaya çıkmıştır. Geleneksel performans ölçütleri, firmaların performanslarının değerlendirilmesinde sermaye maliyetlerini dikkate almadıklarından yaratılan değeri doğru olarak ölçmekte yetersiz kalmaktadır (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 200 : 2). Geleneksel performans ölçütlerinin yetersiz kalması sebebiyle, işletmeler finansal faaliyetleriyle ilgili kararlarda kullanabilecekleri etkin bir performans ölçüm sistemine ihtiyaç duymuşlar ve ölçüm sistemi olarak da işletmelerin değer yaratma amacını ön plana çıkaran yöntemler geliştirmişlerdir.

Değere dayalı yönetim, başlangıçta işletme stratejisi ile hissedar değerinin fonksiyonel ve değer yaratan unsurlarını birleştiren kapsamlı bir performans ölçüm ve yönetim sistemi olarak, ekonomik katma değer (Economic Value Added-EVA) çerçevesinde ortaya çıkmıştır (Ercan ve Ban, 200 :).

Değer yönetiminde firmanın sahip olduğu tüm kaynakların değer yaratmaya yönelik olarak kullanımı amaçlanmaktadır. Ekonomik Katma Değer ise etkin olarak uygulanıldığında, firmanın hangi birimlerinin değer yarattığını ya da yaratmadığını belirlemede iyi bir performans ölçüm yöntemi olmaktadır (hambors, 200 : 2). EVA, firmanın bütünü ve bu bütünü oluşturan parçaların yarattıkları gerçek değeri tespit etmeye yönelik olarak da kullanılmaktadır (Ercan vd., 200 :).

Bir işletmede, net işletme kârının, o kârı yaratmak için kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılarak ulaşılan değer olarak tarif edilen EVA, Stern&Stewart Danışmanlık şirketi tarafından ilk kez kullanılmıştır. EVA, gerçek ekonomik kârın veya gelirlerin, yatırımcıların karşılaştırılabilir risk düzeyindeki başka yatırımlardan elde etmek isteyecekleri minimum getiri oranından ne kadar az veya çok olduğunu gösterdiğini, ifade etmektedir Topal, 200 : 2 1 .

Bir işletmenin kazançlarının, sermaye maliyetini karşılayıp karşılamadığını ölçen bir performans ölçüm sistemi ve ölçütü olarak EVA, kâr hesaplamasında *sermaye maliyetini* de dikkate alarak, diğer ölçüm sistemlerinden farklılaşır. EVA, içeriğinde performans ölçüm aracı olmaktan daha farklı özellikleri de bulundurur. Bu sistem, finansal yönetimin ve teşvik sisteminin iskeletini oluşturarak, yönetim kurulundan en alt seviyeye kadar, firmanın alacağı tüm kararlara kılavuzluk eder. Söz konusu bu durum, organizasyonda bulunan herkesin daha başarılı olması ile daha iyi bir iş yaşantısı sağlayan bir firma kültürünü oluşturur.

Sonuç olarak EVA sayesinde hem hissedarların hem müşterilerin hem de çalışanların varlık düzeyi artmaktadır Korkmaz ve Özdemir, 2003: 2).

EVA'nın temel amacı, indirgenmiş nakit akımları değerlemesiyle uyumlu ve cari piyasa değeriyle yüksek korelasyona sahip olan dönemsel performansın ölçüm yönteminin yaratılmasıdır. Muhasebe kazancı, indirgenmiş nakit akımlarının değerinin hesaplanmasında kullanılamamaktadır. Çünkü muhasebe kazancı özsermayenin maliyetini hesaba katmamaktadır. EVA hem özsermayenin maliyetini hem de borcun maliyetini hesaba kattığından muhasebe kazancından farklıdır. Dolayısıyla bir şirketin indirgenmiş nakit akımlarını hesaplamada kullanılabilir Savaşkan, 200 : 12).

EVA, *artık gelir* kavramı üzerine kurulu bir performans değerlendirme yöntemidir. Artık gelir, en basit ifadeyle toplam net kâr dan, yatırılan sermayenin cari faiz oranları üzerinden sağlanacak faiz tutarının çıkartılması ile hesaplanan tutardır (Ercan vd, 2006: 81).

Ekonomik k r modeli olarak da adlandırılan ekonomik katma değer yönteminde firmanın değeri, yatırılan sermaye tutarı artı ileriye dönük yaratılan ekonomik katma değerlerin bugünkü değeridir.

Başarılı bir firmanın en azından kullandığı sermayenin maliyeti kadar k r sağlaması gerektiği prensibine dayanan EVA finansal performans ölçütünün literatürde birçok şekilde hesaplanabilme olanağı vardır ama en yaygın olarak iki formül kullanılmaktadır Bayraktaroğlu ve Ünlü, 200 : 2 2 . Ekonomik katma değer modeli *tek bir dönemde yaratılan değeri* ölçmekte olup aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Ercan ve Ban, 2005: 351),

$$\text{Ekonomik Katma Değer} = \text{Yatırılan Sermaye} \times (\text{ROIC} - \text{WACC}) \quad (1)$$

$$\text{Ekonomik Katma Değer} = \text{NOPLAT} - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{WACC}) \quad (2)$$

Burada,

ROIC (Return on Invested Capital) = Yatırılan Sermayenin etirisi

WACC(Weighted Average Cost Of Capital) = AOSM

NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjust Tax) = Net Faaliyet K rı-Düzeltilmiş Vergiler

Formül 1 den anlaşıldığı gibi ekonomik katma değer, yatırılan sermayenin getirisi ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasındaki farkın (spread) yatırılan sermaye ile çarpımına eşittir Ercan ve Ban, 2005: 351).

$$\text{Firma Değeri} = \text{Yatırılan Sermaye} + \text{Ekonomik Katma Değerin Bugünkü Değeri}$$

Ekonomik katma değer bugünkü değeri bulunurken hesaplanmış olan ekonomik katma değer firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle iskonto edilmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 352).

Formülden de anlaşıldığı gibi, EVA nın hesaplanabilmesi için üç temel değişkene ihtiyaç duyulmaktadır. Bunlardan birincisi yatırılan sermayedir. Bunun için projeye yatırılan varlıkların piyasa değerlerine ulaşmak gerekmektedir. Buna ulaşmak zor olacağı için defter değeri, birkaç düzeltme yapıldıktan sonra

kullanılabilir. Bu düzeltmeler, faaliyetlerden kaynaklanan kira ödemelerini borç haline dönüştürülmesi, araştırma geliştirme AR-GE harcamalarının aktifleştirilmesi ve bir seferlik harcamaların elenmesi işlemleridir Savaşkan, 200 : 1 . Yatırılan sermaye, firmanın net işletme sermayesi ile duran varlıkların toplamı olarak ele alınmalıdır Ercan vd, 2006: 83). Vergi sonrası faaliyet gelirinin hesaplanması için yine aynı düzeltmelerin yapılması gerekecektir. Son olarak da sermaye maliyetinin hesaplaması yapılacaktır. Sermaye maliyeti, borcun ve özsermayenin defter değerine göre değil piyasa değerlerine göre hesaplanan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olmalıdır. Çünkü, firmanın değer yaratabilmesi için ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin piyasa değerinden daha fazla kazanması gerekmektedir Ercan vd, 200 : 84) ve ancak bu durumda pozitif bir EVA değerinden bahsedilebilecektir. Pozitif EVA ise, firmanın değerinin arttığı ve hisse senedi sahipleri için bir değer yaratıldığını göstermektedir hambers, 200 : 2 . Eğer defter değeri kullanılırsa şirketin sermaye maliyeti az gösterilmiş olacaktır.

Yukarıdaki formülde, yatırılan sermayenin getirisi olan “ OI ” kavramı ise, firma yöneticilerinin etkinliğini arttırmak için geliştirilmiş bir kavramdır. Firmanın ya da firmanın herhangi bir bölümünün başarısını faaliyet karı ile yatırılan sermayeyi karşılaştırarak değerlendirmektedir. Firmalar OI değerini k r marjlarını arttırarak ya da satış gelirlerini, diğer bir ifadeyle varlık devir hızlarını arttırarak iki şekilde de sağlayabilmektedirler Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 200 : 2 2 .

EVA nın kullanımında dikkat edilmesi gereken noktalar vardır. Bunlardan biri EVA nın tek dönemlik, genellikle bir yıllık zaman dilimini dikkate alıyor olmasıdır. EVA, gelecekteki hisse senedi fiyatlarını hisse değerinde stratejik bir gelişmeden ya da uzun dönemli yatırımdan dolayı oluşabilecek artışları dikkate almadan belirlediğinden, bu şekilde ortaya çıkabilecek bir değer artışını tam olarak yansıtamaz hambers, 200 : 2 . Diğer taraftan EVA stratejik iş birimlerinin taşıdıkları risk düzeyindeki değişimleri de tam olarak kapsamına alamaz. EVA daha çok sermayenin etkin kullanımına odaklanmıştır. Erçekten sermayenin etkin kullanımı imalat sanayi ya da diğer geleneksel sektörler için oldukça önemlidir. Ancak günümüzde birçok firma daha çok hizmet, yüksek teknoloji ve bilgiye dayalı sektörlerde faaliyet göstermektedir. Bu tür sektörlerde başarı daha az sermaye

kullanımı, insan ve entellektüel sermayenin gelişimi ve yayılmasının etkin olarak gerçekleşmesi ile sağlanmaktadır. Bu tür firmalarda geleneksel muhasebe sistemlerine dayanarak, EVA türü ekonomik k r sistemlerinin yerleştirilmesi oldukça zordur (Korkmaz ve Özdemir, 2000 : 14).

Ekonomik katma değer ile doğrudan bağlantılı olan diğer bir kavram piyasa katma değeridir (MVA = Market Value Added . Aradaki bağlantı ise EVA yönteminin, işletmenin elde ettiği k rın işletmenin kullandığı sermayenin maliyetini ne ölçüde karşıladığını ölçen bir ölçüt olmasıyken, bu ölçütün tamamlayıcısı olan ve yaratılan katma değer in firmanın piyasa değerine nasıl yansıdığının bir göstergesi ise MVA olmaktadır (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2009: 293).

MVA performans ölçütü, genel olarak firmanın piyasa değeri ile firmaya yatırılan sermaye arasındaki fark olarak bilinmektedir. Ancak sadece halka açık ve hisse senetlerinin piyasa fiyatı belli olan firmalarda hesaplanabilme imk nı vardır. MVA değeri, firma sahiplerinin servetinin sadece firmanın toplam değeri ile toplam sermaye arasındaki farkın arttırılması durumunda maksimum olacağı görüşüne dayanır ve aşağıdaki şekillerde formüle edilir (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2000 : 2) .

$$MVA = \text{Toplam değer} - \text{Toplam Yatırılan Sermaye} \quad (1)$$

$$MVA = \text{Gelecekteki EVA'ların Bugünkü Değeri} \quad (2)$$

$$MVA = \text{Borç ve Özkaynakların Piyasa Değeri} - \text{Yatırılan Sermaye} \quad (3)$$

İlk formüldeki, toplam değer Dolaşımdaki Hisse Senetlerinin Sayısı
Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Sayısı İmtiyazlı
Hisse Senetlerinin Piyasa Fiyatı Borcun Piyasa Değeri olarak anlaşılmalıdır.
Yatırılan sermaye ise, özkaynak ve borçların defter değeridir.

Eğer firmalar pozitif Ekonomik Katma Değeri yaratabilme özelliğine sahiplerse, firmanın hisse senetleri ve tahvilleri zamanla kaynak maliyetinden çok daha yüksek k rlar getirecek değerlere ulaşacaklardır. Bu durum, firmanın MVA değerlerinin artmasına neden olacaktır. Tersisi durumda ise, yatırılan sermayenin firmaya getirisi azalacak ve firmanın pazar değeri ile Ekonomik Katma Değeri azalacaktır.

3.4. 2000-2007 YILLARI ARASINDA HALKA İLK KEZ ARZ OLAN İ LETMELERİN KULLANDIKLARI DE ERLEME YÖNTEMLERİ

2000-2007 yılları arasında halka ilk kez arz olan işletme bulunmakta olup aşağıda işletmenin kullandıkları değerleme yöntemleri verilmiştir. Kalan 1 işletme ise menkul kıymet yatırım ortaklığı olup hiçbir değerleme yöntemi kullanmamışlar ve nominal değeri 1 TL olan hisse senetlerinin satış fiyatını da 1 TL olarak halka arz etmişlerdir.

Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi 1 işletme hem “indirgenmiş nakit akımları İ A ” yöntemini hem de “piyasa çarpanları” yöntemlerini birlikte kullanarak halka arz fiyatlarını tespit etmişlerdir. Sadece “net aktif değer” yöntemini kullanan dört, sadece “piyasa çarpanları” yöntemini kullanan on, sadece İ A yöntemini kullanan üç ve sadece “piyasa değeri / defter değeri” yöntemini kullanan bir işletme bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, toplam 1 işletme sadece bir değerleme yöntemini kullanarak halka arz fiyatını tespit etmiştir. İki işletme, üç değerleme yöntemi kullanarak halka arz fiyatlarını tespit etmişlerdir ki bu yöntemler ise “net aktif değer”, “piyasa çarpanları” ve İ A yöntemleridir. Sadece “net aktif değer” ve “piyasa çarpanları” yöntemini kullanan bir işletme görülmektedir. Yine sadece İ A ve “piyasa değeri/defter değeri” yöntemini kullanan da bir işletme vardır. En çok ve farklı değerleme yöntemi kullanan işletme ise, 2007 yılında halka arz olan Denizbank A.Ş. dir. Denizbank, “temettü iskonto modeli”, “artık değer yöntemi”, “Tobin” ve “firma değeri/defter değeri” yöntemlerini kullanarak halka arz fiyatını tespit etmiştir.

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşıldığı gibi, işletmeler en az iki değerleme yöntemi kullanmayı tercih etmektedirler ve bu yöntemler ise İ A ve “piyasa çarpanları” yöntemleri olmaktadır.

İMKB de 2000-2007 yılları arasında halka ilk kez arz olan işletmelerden işletme İ A yöntemini kullanırken işletme ise “piyasa çarpanları” yöntemini kullanmışlardır. Bu durumda İMKB de en çok tercih edilen değerleme yönteminin “piyasa çarpanları” yöntemi olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 6: İMKB e - Yılları Arasında Kullanılan Değerleme Yöntemleri

	İşletme Ko u	İl İşlem Tarihi	Değerleme Yöntemleri
1	YAZIC	17.02.2000	et Aktif Değer
2	KARSN	21.02.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
3	NUHCM	24.02.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
4	SKPLC	24.02.2000	et Aktif Değer
5	ANHYT	24.02.2000	Piyasa arpanları Yöntemi
6	TEBNK	28.02.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
7	LIOYS	02.03.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
8	ALKIM	02.03.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
9	ISFIN	28.03.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri.
10	DOBUR	28.03.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
11	EGHOL	30.03.2000	et Aktif Değer ve Piyasa arpanları Yöntemi
12	ERSU	30.03.2000	Piyasa arpanları Yöntemi
13	SODA	20.04.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
14	BSOKE	03.05.2000	Piyasa arpanları Yöntemi
15	LOGO	08.05.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
16	SEZGD	11.05.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
17	ZOREN	25.05.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
18	ALYAG	25.05.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
19	SYBNK	01.06.2000	Piyasa arpanları Yöntemi
20	DENTA	08.06.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
21	ACIBD	15.06.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
22	IPMAT	30.06.2000	et Aktif Değer, İ A ve Piyasa arpanları
23	AYEN	05.07.2000	Piyasa arpanları Yöntemi
24	VKFRS	05.07.2000	Piyasa arpanları Yöntemi
25	AKENR	07.07.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
26	TCELL	11.07.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
27	ESCOM	20.07.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
28	MNDRS	27.07.2000	Piyasa arpanları Yöntemi
29	TEKTU	10.08.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri

30	FVORI	31.08.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
31	SANKO	05.10.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
32	LINK	26.10.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
33	EGFIN	26.10.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
34	ARENA	02.11.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
35	ALKA	02.11.2000	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
36	SYBYO	23.10.2001	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
37	AGYO	14.02.2002	et Aktif Değer
38	GSRAY	20.02.2002	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
39	BJKAS	20.02.2002	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
40	METUR	23.07.2002	Piyasa arpanları Yöntemi
41	KOZAD	20.02.2003	İ A Yöntemi
42	GEREL	14.05.2003	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
43	FENER	20.02.2004	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
44	DESA	06.05.2004	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
45	BURVA	17.05.2004	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
46	TTRAK	11.06.2004	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
47	DOAS	17.06.2004	İ A Yöntemi
48	INDES	24.06.2004	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
49	SEKFK	23.07.2004	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
50	PKART	19.08.2004	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
51	DENİZ	01.10.2004	Temettü İskonto Modeli, Artık Değer Yöntemi, Tobin , Firma Değeri/DD
52	AFMAS	19.10.2004	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
53	ISGSY	22.10.2004	et Aktif Değer
54	TSPOR	15.04.2005	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
55	AKMGY	15.04.2005	İ A Yöntemi
56	BIMAS	15.07.2005	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
57	ANELT	13.09.2005	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
58	VAKBN	18.11.2005	Piyasa arpanları
59	MRTGG	16.12.2005	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
60	RYSAS	10.02.2006	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
61	DGATE	10.02.2006	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
62	VESBE	21.04.2006	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri

63	SELEC	26.04.2006	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
64	ASYAB	12.05.2006	Piyasa arpanları
65	CCOLA	12.05.2006	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
66	ARMD	15.06.2006	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
67	SILVR	23.06.2006	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
68	KAREL	20.10.2006	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
69	TAVHL	23.02.2007	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
70	SAGYO	02.03.2007	et Aktif Değer, İ A ve Piyasa arpanları
71	HALKB	10.05.2007	Piyasa Değeri/Defter Değeri
72	SNGYO	22.06.2007	İ A ve Piyasa Değeri/ et Aktif Değer
73	ALBRK	29.06.2007	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri
74	TKFEN	23.11.2007	İ A ve Piyasa arpanları Yöntemleri

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

HALKA İLK KEZ ARZ OLAN HİSSELERİN KISA VE UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI

. . ENEL A IKLAMA

Halka ilk arz HİA , işletmelerin finansman bulmak amacıyla menkul kıymet piyasalarına ilk kez adım atmalarını ifade etmektedir. Bir işletmenin hisse senetlerini halka arz etme yoluyla finansman sağlaması ise ancak uygun zamanda ve doğru belirleyeceği bir halka arz fiyatıyla mümkün olabilir.

Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansı pek çok piyasada inceleme konusu olmuştur. Araştırmalar HİA ların kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını ve bu performansın belirleyicilerini saptamak üzerine yoğunlaşmıştır.

Finans literatüründe, işletmenin hisse senetlerinin gerçek değerinin altında bir fiyatla satışa sunulması “*düşük fiyatlama*”, gerçek değerinin üstünde bir fiyattan satışa sunulması ise “*yüksek fiyatlama*” olarak adlandırılmaktadır.

Halka ilk arzlarda özellikle hisse senetlerinin fiyat performanslarının değerlendirilmesine ilişkin yapılan çalışmaların büyük bir çoğunluğu ise halka ilk kez arz edilecek hisse senetlerinin *düşük fiyatlandırıldığını* dolayısıyla birincil piyasadan hisse senedi alan yatırımcıların, halka arzın ilk günlerinde bu hisse senetlerini ikincil piyasada satarak piyasa getirisinin üzerinde anormal bir getiri elde edeceğini göstermek amacıyla yapılmaktadır (Erpek, 2006: 14). Bu araştırmaların sonuçlarına göre, araştırma yapılan piyasaların büyük çoğunluğunda HİA fiyatının, genellikle alım-satımın başladığı ilk gün sonundaki fiyatından düşük olduğunu doğrulayan önemli sayıda sonuç elde edilmiştir (Jang, 2007: 259).

4.2. HALKA İLK ARZDA DÜ ÜK FİYATLAMAYA İLİ KİN HİPOTEZLER

Halka ilk arzlarda yatırımcılar, ihraççı şirket ve aracı kuruluşlar arasındaki ilişkilerin çeşitli yönlerine odaklanarak farklı hipotezler ileri sürülmüş ve düşük fiyatlandırma konusunda birçok sebep geliştirilmiştir. Bununla birlikte, bu sebeplerin

her halka açılan işletme için aynı öneme sahip olmadığı bazı HİA lar için diğerlerinden daha az ya da daha çok önem arz edeceği göz önünde bulundurulmalıdır (Ritter, 1998: 7).

Aşağıda belli başlı hipotezler açıklanmaya çalışılmıştır.

4.2.1. Asimetrik Bilgi Hipotezi

Düşük fiyatlama olgusunu açıklamaya yönelik hipotezlerden biri olan asimetrik bilgi hipotezi piyasa ve halka açılan işletme hakkındaki bilgilerin, ihraççı, aracı kurum ve yatırımcılar arasındaki bilgi farklılıklarından kaynaklandığı temeline dayanmaktadır. Hipotezin birkaç farklı versiyonu bulunmaktadır.

Baron (1982) tarafından geliştirilen asimetrik bilgi hipotezine göre, aracı kuruluş, piyasa ve yatırımcı hakkında halka arz olan işletmeden daha fazla bilgiye sahiptir. Bu durumda, ihraççı firma halka arz fiyatı kararını aracı kuruluşa bırakacak ve aracı kuruluşun hisse senetlerini olması gerektiğinden daha düşük fiyatlandırmasını kabul edecektir.

Rock (1986) tarafından geliştirilen asimetrik bilgi hipotezine göre ise HİA piyasasında, bilgili ve bilgisiz olmak üzere iki potansiyel yatırımcı grubu bulunmaktadır. Bilgili yatırımcılar kurumsal yatırımcılardan rassal olarak seçilen bir grup yatırımcı iken, bilgisiz yatırımcılar ise borsada hisse alan genel halktır. Daha iyi bilgiye sahip olan yatırımcılar, düşük fiyatlanan menkul kıymetler için daha yüksek bir fiyat teklif etmektedirler. Bir HİA yüksek fiyatlandırıldığında, bilgili yatırımcılar piyasadan çekilmekte ve bilgisiz yatırımcılar “kazananın laneti” durumu ile karşı karşıya kalmaktadırlar Jang, 2007: 21. Bu durumda, bilgisiz yatırımcılar kırılgan olmayan ihraçlara yönelecek ve ters seçimle karşı karşıya kalabileceklerdir. Bilgisiz yatırımcılar ters seçim yapacakları korkusuyla halka arz edilen hisse senetlerini birincil piyasadan almaktan vazgeçtiklerinde birincil piyasadaki talebin düşmesine sebep olacaklardır. Bilgisiz yatırımcılar ilk ihraçlardan satın aldıkları ama yüksek fiyatlı olduğu için kırılgan olmayan bu hisse senetlerini elden çıkardıklarında ise ikincil piyasada arzı artırıp hisse senedinin fiyatını düşürerek piyasadan çekilmeye başlayacaklardır Erpek, 2000 : 11. Bu durumda, bilgisiz yatırımcıları pazarda tutabilmek için aracı kurumlar belirli bir miktar kırılgan düşük fiyatlandırma yoluyla

bilgisiz yatırımcılara bırakmaktadır. Böylece bu yatırımcılar, yüksek fiyatlandırılmış hisse senetlerinden doğan zararlarını kapatabilme imkânına kavuşmuş olmaktadır (Rock, 1986: 208).

Muscarella ve Vetsuypens (1989) tarafından hisse senetleri kendileri tarafından piyasaya sunulan işletmelerin performansını inceleyerek bu hipotezi denemiştirler. Bu modelde, 1970-1980 yılları arasında kendi hisse senetlerini arz eden 38 yatırım bankası incelenmiştir. İhraççı işletme ile aracı kurum aynı olduğu için asimetrik bilginin olmaması, dolayısıyla düşük fiyatlamamanın da olmamasını beklemiştirler. Araştırma sonuçları bu hipotezi desteklememiş ve ortalama ilk gün getirisi sıfır olması beklenirken % 7,12 olarak gerçekleşmiştir.

. . . Örtülü Sigorta Hipotezi

Örtülü sigorta hipotezi diğer bir deyişle dava önleme hipotezi ile ilgili olarak Tınıç (1988), Drake ve Vetsuypens (1989) ve Lorty ve Shu (2002) birçok araştırma yapmışlardır.

ABD'de 1933 yılında Menkul Kıymet Yasası ile halka ilk arzlarda aracı kurumlara yasal sorumluluklar getirilmiştir. Bu yasa ile aracı kurumlar halka arzlarda aracılık edecekleri işletmenin incelemesini yaparak, kamuyu aydınlatma görevini tam olarak yerine getirmek yükümlülüğü altına girmişlerdir. Bu yasayla, aynı zamanda, yatırımcının eksik bilgilendirme nedeniyle uğrayacağı zarardan aracı kurum sorumlu tutularak, banka aleyhine tazminat davası açabileceğini hükme bağlanmıştır. Açılabilir bu tür davalar için, aracı kuruluşlar ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin halka arzında doğabilecek muhtemel zararları azaltmak için bilerek hisse senetlerini ilk halka arzda düşük fiyatlamaktadırlar.

Tınıç (1988), bu yasanın düşük fiyatlamaya sebep olup olmadığını açıklayabilmek için ABD'de 1933'ten önce ve sonra halka arz olan işletmeler üzerinde bir çalışma yapmıştır. Tınıç, bu hipotezi 1929 öncesi (1929-1930) halka ilk kez sunulan 10 işletme ve 1966-1980 arasında da 10 işletme için incelemiştir. İncelemenin sonucunda 1933'ten sonraki halka sunumlarda, 1933'ten önceki sunumlara göre daha fazla düşük fiyatlama yapıldığını tespit etmiştir.

Drake ve Vetsuypens (1993), Tınıç'ın yaptığı çalışmayı farklı dönemlerde yapıldığında farklı sonuçlar elde edilebileceği ve belirtilen dönemlerdeki düşük fiyatlamının, yasal çerçevenin dışında başka etmenlerden etkilenebileceğini düşündükleri için eleştirmişlerdir. 1990-1999 yılları arasında Menkul Kıymetler Yasası'na göre yanlış düzenleme yaptıklarından dolayı dava açılan işletmeyi inceleyerek alternatif bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmanın sonucunda dava açılan işletmelerin %9.1'inin düşük fiyatlandırıldığını ve dava açmanın etkili bir yol olmadığını belirtmişlerdir.

Loory ve Shu (2002) ise, çalışmalarında düşük fiyatlamının bu yasadan dolayı olmadığını, bu yasanın olmadığı birçok ülkede de düşük fiyatlamının gerçekleştiğini belirtmişlerdir. Araştırmacılar ayrıca ileriki zamanlarda şu anki yasanın değişebileceğini ve şirketlerin aracı kurumları halka açılırken çok fazla düşük fiyatlandırıldığı için dava açabileceklerini ve böylece aracı kurumların her iki şekilde de zor durumda kalacaklarını ileri sürmüşlerdir. Ayrıca, bu yasanın olmadığı Finlandiya gibi diğer ülkelerde de ABD'deki kadar düşük fiyatlama olduğu görülmektedir (Ritter, 1998: 9).

4.2.3. Sinyal Hipotezi

Elch (1991) halka ilk arzlardaki düşük fiyatlamının daha sonra yapılacak sermaye artırımlarında yüksek fiyattan satış yapabilmesi amacıyla yapıldığını ileri süren bir model kurmuştur. Bu modele göre, ihraççı şirket değerin yüksek veya düşük olduğu konusunda ayrıcalıklı bilgiye sahiptir. Dolayısıyla şirketler dinamik bir strateji izleyerek, ilerideki halka arzlarda fiyatı daha yukarıda belirleyerek toplamda daha yüksek bir gelir elde etmektedirler. Halka ilk arzlarda düşük fiyatlama, bu anlamda ilerisi için bir "sinyal" olmaktadır. Elch, çalışmasında halka ilk arz edilen şirketlerin yaklaşık üçte birinin izleyen birkaç yıl içinde yeniden halka arz yaptıklarını tespit etmiştir.

4.2. .S e ülati Balon Hi ote i

Bazı dönemlerde halka ilk arzlarda hisse senedine olan talep arzı aşar ve halka arz edilen hisse senedine yatırım yapan yatırımcı piyasa getirisinin üzerinde anormal getiri elde eder. Bu gibi dönemlere "sıcak ihraç piyasaları" hot issue

market denir. İlk halka arzın bu kadar kısa sürede prim yapmasının nedeni ilk halka arzdaki sonradan yapılacak bir spekülasyon nedeni ile birincil piyasadan yeteri kadar ya da hiç hisse senedi alamayan yatırımcıların, hisse senetlerini ikincil piyasadan satın alma yoluna gitmesidir. Böylece ihraç edilen hisse senedine olan talep arzı aşacak ve hisse senedinin fiyatında geçici spekülasyon bir şişkinlik oluşacaktır. Spekülasyon şişkinlik hipotezine göre, ilk halka arzların bu pozitif yüksek başlangıç getirilerini, şişkinliğin patlamasıyla birlikte negatif düşük getiriler izleyecektir Erpek, 200 : 1 .

İtter 1 1 , halka ilk arz edilen hisse senetlerinin gerçek değerine uygun olarak sunulduğunu ama spekülasyon yapılarak hisse senetlerinin fiyatlarının değerinin üzerine çıktığını ileri sürmüştür. Bu hipotez için, 1 -1 yılları arasında ilk kez halka arz olan 1 2 işletme üzerinde çalışmış ama sonuçlar hipotezi doğrulamamıştır.

4.2. . Mono son üç Hi ote i

Tek alıcı güç hipotezi de denilebilen bu hipotez küçük, riskli ve yeni faaliyete geçmiş işletmelerin pazarlık güçleri olmayacağı varsayımından yola çıkarak, bu işletmelerin halka arzlarını kabul eden yatırım bankalarının hisse senetlerini düşük fiyatlandırarakları temeline dayanmaktadır Daştan, 200 : 0 . İşletmenin pazarlık gücü arttıkça hisse senetleri daha yüksek fiyatlanacaktır. Bazı hallerde ise yatırım bankaları küçük, riskli ve yeni faaliyete geçmiş işletmelerin hisse senetlerini kasıtlı olarak düşük fiyatlayarak bu hisseleri sadece kendileri ile düzenli olarak iş yapan ve piyasa oranlarının üstünde komisyon veya ücret ödeyen müşterilerine dağıtarak halka arzın düşük fiyatından kaynaklanan hasılatın bir kısmını ele geçirmek amacıyla yapabilirler. Dolayısıyla düşük fiyatlama olgusu küçük, riskli ve yeni faaliyete geçmiş işletmelerin hisse senetlerinin arzında yatırım bankalarının tek alıcı güç olmasının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır Yaşar, 1997: 53).

Logue (1973), bu hipotezi kanıtlamak için, Mart 1 - ubat 1 yılları arasında halka arz olan 2 0 işletmeyi ele alarak bir araştırma yapmıştır. Araştırmaya göre, aracı kuruluşun monopson gücünün düşük fiyatlandırma da çok önemli olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

4.2. . Ris ten Kaçman Aracı Kurum Hi ote i

Bu hipotez, aracı kurumların, ihraç maliyetlerini ve risklerini azaltmak amacıyla kasıtlı olarak yeni hisselerin fiyatlarını düşük belirlediklerini ileri sürmektedir. itter 1 , halk ve Peavy 1 tarafından denenen bu hipotez uygulamalı olarak desteklenmiştir Kıymaz, 1 : 122 . halk ve Peavy 1 1975-1 2 döneminde HİA nın günlük getirilerini analiz etmiş ve HİA ların ilk işlem gününde elde ettikleri getiri ortalamasını 21, olarak bulmuşlardır (Ayaz, 2006: 16).

4.2.7.Firmanın Niteli nin öster esi Olara Düşü Fiyatlama Hi ote i

Bu modele göre güçlü finansal yapıya sahip nitelikli ortaklıklar, gelecekteki yeni arzları için potansiyel talebi arttırmak ve hisse senetlerinin halka arzdan sonraki yüksek fiyat artışlarından yararlanabilmek için hisse senetlerinin ilk halka arzında düşük fiyat uygulamayı tercih etmektedirler Daştan, 2008:32). Modelde firmaların rasyonel davrandıkları ve tam rekabet piyasası şartlarında faaliyet gösterdikleri varsayılır. Tam rekabet piyasasına göre, bütün firmalar tam bilgiye sahiptirler. Böyle bir piyasada güçlü finansal yapıya sahip firmaların düşük fiyatlamaya stratejisine istinaden zayıf finansal yapıya sahip düşük nitelikli firmalar da hisse senetlerinin ilk halka arzında düşük fiyat uygulamayı tercih edecek ve nitelikli bir firma gibi gözükebilmek için bir takım maliyetlere katlanacaktır. Zayıf finansal yapıya sahip düşük nitelikli firmaları, katlandıkları söz konusu maliyetler ve ihraç maliyetleri zora sokacak dolayısıyla bu firmalar ihraçtan önce kendiliğinden gerçek niteliklerini açıklamak zorunda kalacaktır. Düşük nitelikli firmalar, bu aşamada düşük fiyatlamadan vazgeçmese bile düşük fiyatlamaya dolayısıyla ortaya çıkabilecek zararlarla baş edecek finansal yapıya sahip olmadıkları için ihraçtan sonra ciddi finansal problemlerle karşı karşıya kalacaktır Erpek, 200 : 1 .

Bu hipotezle ilgili olarak; Allen ve Faulhaber (1989) ile Welch (1989) düşük fiyatlamayı firma kalitesinin bir göstergesi olarak incelemişlerdir. Bu çalışmalarda, yüksek kaliteli firmaların düşük fiyatlamasının maliyetine katlanabilecek güçte oldukları için buna razı olduklarını çünkü, bu firmaların düşük fiyatlamadan kaynaklanan kaybı daha yüksek bir mevsimsel hisse senedi sunumunu hisseleri

halka açık olan bir firmanın ek hisselerinin satışlarıdır- kolaylaştırarak tazmin edebilecekleri sonucunu ortaya koymuşlardır.

4.2. . Şelale Etkisi Hipotezi

Bireylerin kendi özel bilgilerini önemsemeyip, öncü bireylerin hareketlerini takip etmesi ve bundan dolayı yatırımcıların “etkileşime katılarak” yüksek ilk açılış getirileri gibi yüksek gün içi getiriler elde etmeye çalışması üzerine kurulu” şelale hipotezi” elch 1 2 tarafından geliştirilmiştir. Bu modele göre, eğer, potansiyel yatırımcılar halka ilk arz edilen hisse senedi hakkında sadece kendi bilgilerine değil de diğer yatırımcıların o hisseleri alıp almadığına dikkat ediyorlarsa etkileşim talebi etkisi gelişebilir. Bir yatırımcı halka arz olunan hisse senetlerini kimsenin satın almadığını görürse, halka arzın lehine bilgi olsa bile hisse senetlerini almamaya karar verebilir. Bunun olmasını engellemek için, ihraççı işletme, ilk potansiyel yatırımcılarını hisseleri almaya sevk edebilmek ve sonraki bütün yatırımcıların kendi bilgileri olmaksızın satın almalarını sağlayacak “sürü psikolojisi” veya “şelale” etkisini teşvik edebilmek amacıyla fiyatlarını düşük fiyatlandırmak isteyebilir (itter, 1998: 8).

4.2. . Kurumsal Zaman Kaybı Hipotezi

Halka ilk arz edilen hisse senetlerinin düşük fiyatlaması, genel piyasa hareketini yansıtan borsa endeksinin, hisselerin halka arz fiyatının belirlendiği zaman ile ilk işlem günü arasındaki zamanda yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Kurumsal zaman kaybı hipotezi ve açıklamalarının tümü, alıcıların rasyonel davrandıkları varsayımında bulunmaktadır. Halka ilk arzlardaki düşük fiyatlama, aynı zamanda halka arzların ikincil piyasada uzun dönem performanslarının düşük olmasının nedeni de olabilmektedir (Ayaz, 2006: 17).

4.2.10. İhraç Yönteminin Seçimine Örne Sinyalleşme

Halka arza karar veren firmalar aracı kuruluşla yaptıkları sözleşmede aracılık faaliyetinin hangi yöntemle olacağına da karar verirler. Bu yöntemler “en iyi gayret aracılığı”, “bakiyeyi yüklenim”, “kısmen bakiyeyi yüklenim” veya her iki yöntemin bir arada kullanılması şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Ritter (1987), aracılık faaliyet yöntemi kararının, yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi bakımından rolünü test etmiştir. Buna göre yapılan araştırmada, 1 - 1 2 dönemindeki 2 HİA incelenmiş, küçük ve spekülative şirketlerin en iyi gayret aracılığı yöntemini kullandıkları ve daha düşük fiyatlama sergiledikleri görülmüştür. Bilgiç, 200 : .

4.2. . Aracı Kuruluşun İtibarı ile Sinyal Verme Hipotezi

Halka arzın önemli taraflarından birinin de aracı kuruluşlar olduğu önceki bölümlerde açıklanmıştır. Bu sebeple, düşük fiyatlandırma yapılmasında aracı kuruluşun önemi olup olmadığı birçok araştırmanın konusu olmuştur. Bu araştırmalar, aracı kuruluşların bu piyasalardaki rollerinin önemli bir belirleyicisinin, taşıdıkları itibar sermayeleri olduğu üzerine yoğunlaşmıştır. Yapılan araştırmaların sonucunda, aracı kuruluşların itibarının etkili olduğu ortaya konmuştur (Beatty ve Ritter, 1986; Booth ve Smith, 1986; Tınıc, 1 Carter ve Manaster, 1990; Chemmanur ve Fulghieri, 1994; Michaely ve Shaw, 1994; Nanda ve Yun, 1997; Dunbar, 2000 Logue ve diğerleri, 2002 .

Halka arz işletmelerinin gelecekleri oldukça belirsizlikler içerir ve sağlayacakları kazançların öngörülmesi zordur. Bu nedenle aracı kuruluşların arz işletmeleri hakkında ortaya koyacağı bilgi önem taşımaktadır. Aracı kuruluşlardan taşıdıkları itibar seviyesine bağlı olarak, arz işletmelerine ilişkin daha doğru bilgi üretimi beklenir. İtibarı yüksek aracı kuruluşlar, hem sahip oldukları vasıflar sayesinde hem de itibar kaygısı ile uyumlu olarak, işletmeleri değerlendirmede geliştirdikleri ilgi uyandırıcı yöntemlerle bilgi üretirler. Doğal olarak itibarı yüksek aracı kuruluşlar itibarlarını korumak kaygısıyla hem işletmelerin sahip olduğu uygun olmayan içsel özel bilgiyi gizleme hem de yüksek belirsizlik taşıyan işletmelere aracılık yüklenim hizmeti verme eğiliminden kaçınırlar. Doğru olmayan fiyatlandırma ile sonuçlanan yanlış bilgi üretiminin kendilerinin itibarlarına zarar vereceklerini bildikleri için, itibarlı aracı kuruluşlar halka arz piyasasında bilgi asimetrisini ve belirsizliği azaltıcı yönde hareket ederler. Bunun sonucu olarak, aracı kuruluşun itibarının halka arzlarda düşük fiyatlandırma ihtiyacını azaltmaktadır (Bulut, 2008: 85).

Yatırımcılar ise, aracı kuruluşların itibar kaygısı taşıdıklarını bildiklerinden, halka arzda yüksek itibarlı aracı kuruluşların varlığını olumlu bir sinyal olarak değerlendirmektedirler ve buna bağlı olarak da halka arzda daha düşük bir risk aldıklarını düşünmektedirler.

Bu hipoteze göre ve yapılan araştırmalar sonucunda, aracı kuruluşun itibarı ne kadar yüksek olursa hisse senedinin halka ilk arz fiyatı o kadar yüksek ve dolayısıyla yatırımcıların piyasa getirisinin üstünde elde edecekleri anormal getiriler de o kadar düşük olmaktadır.

4.2.12. Diğer Hipotezler

Yukarıda açıklanan hipotezlerin yanı sıra, son zamanlarda düşük fiyatlamayı açıklayan üç sebep daha öne sürülmüştür.

Loughran ve Ritter'in 2002 yaptıkları çalışmada 1990'lardaki düşük fiyatlandırmayı açıklamak için üç açıklama getirmişlerdir. Bunlar “arz işletmesinin değişen risk bileşimi”, “teşviklerin yeniden düzenlenmesi” ve “halka arz olan işletmelerin amaç fonksiyonlarının değişmesi” dir.

Bu çalışma, düşük fiyatlamadaki artışın sadece küçük bir kısmının, halka arz olan firmaların risk bileşiminin değişmesine bağlanabileceğini çünkü, firmaların fiziksel risk düzeylerinin, örneğin, firma yaşına ya da varlıklarına bağlı olarak ölçüldüğünde 1990'lı yıllarla 2000'li yıllarda çok değişmediğini ortaya koymuştur.

Teşviklerdeki değişim hipotezini destekleyen birtakım kanıtlar elde edilmiş ise de düşük fiyatlamada zaman içinde görülen değişimin bu hipotez ile tam olarak açıklanamayacağı ifade edilmiştir. Teşviklerdeki değişim hipotezi yönetimin işletme üzerindeki pay sahipliğinin azalması, halka arzların büyük bir kısmının ikinci bir halka arz yaşamamış olması nedeniyle zamanla düştüğünü öne sürmektedir (Bulut, 2008: 90).

Halka arz olan işletmenin “*değişen amaç hipotezi*” ise, işletmelerin özellikle 1990-2000 yılları arasında internet şirketlerinde yaşanan halka arzlarda çok yüksek düşük fiyatlamaya karşı neden kayıtsız kaldıklarını açıklamak üzere iki neden öne sürmektedir. Bunlardan ilki, “*analistin şehveti hipotezi*”, halka arz olan işletmeler için ana aracı kuruluşu seçerken analist teminatının daha önemli hale

gelmesi olarak ifade edilmektedir. Aracı kuruluşlar, analist teminatı için açıkça ücret talep etmediklerinden, halka arz olan işletmeler bunu düşük fiyatlamamanın dolaylı maliyetleri ile yapmaktadırlar (Loughran ve Ritter, 2004: 6).

İkincisi ise, “*çevirme (spinnig) hipotezi*” olarak ifade edilmektedir. Aracı kuruluşlar, 1980’li yıllardan başlayarak, risk sermayesi şirketleri ve arz işletmesinin yöneticileri ile bireysel broker hesapları açarak ve sıcak halka arzları yönlendirerek bu taraflarla ortak olmaya başlamışlardır. Araştırmacılara göre bu durum, düşük fiyatlandırmada bir motivasyon olarak zaman içinde önemini arttırmıştır Bulut, 2000 : 1 . Bu durum aynı zamanda, işletmeleri, HİA larda düşük fiyatlama yapacak bir aracı kuruluş seçmek konusunda da teşvik etmektedir. Halka arz olan işletmelerin karar vericileri, kendi HİA larını düşük fiyatlanmasından kaynaklanan ve özsermayenin aşırı bir şekilde zayıflatılmasıyla zenginliklerinin azalmasına rağmen, sıcak HİA lardan kendilerine hisse dağıtımı yapıldığında kişisel hesaplarında kazanmaktadırlar. Bu diğer HİA lardan elde edilen k ırlar kendi şirketlerindeki k ıt üzerinde riskleri dağıtılmamış zenginlikleri ile kusurlu bir şekilde ilişkili olduğundan, karar vericiler firmaları halka açıldığında aşırı derecede düşük fiyatlamayı kabul etmeye istekli olmaktadır. Bununla ilgili yapılan çalışmaların bu hipotezi desteklediğini göstermektedir (Loughran ve Ritter, 2004: 6).

4.2.13. Düşü Fiyatlamamanın Kayna ı Olara Piyasa Ya ısı

Bazı çalışmalara göre ise düşük fiyatlandırma aslında piyasanın yapısından kaynaklanmaktadır.

Halka arz sürecinde ihraç edilen hisse senetleri ilk olarak birincil piyasada, daha sonra ise halka arzdan sonra işlem göreceği ve fiyatın belirlendiği ikincil piyasada işlem görmektedir. Bu iki piyasa arasındaki geçişlilik mükemmel olmadığı için hisse senetlerinin birincil piyasadaki değeri ile ikincil piyasadaki değeri farklılaşır. İki piyasadaki hisse senetleri fiyatları arasındaki fark birincil piyasanın risk primine bağlıdır. Birincil piyasanın risk primi ise yeni halka arz olan işletmelerle eski işletmelerin ikincil piyasada ne kadar çok ikame edildiklerinin ve yatırımcıların birincil piyasaya ne kadar kolay girebildiklerinin bir fonksiyonudur. İkincil piyasada eski ihraç edilen hisse senetlerinden, yeni ihraç edilen hisse senetlerine talep

kaydıka, bir başka deyişle yeni halka arzlar eskileriyle ikame edildikçe, arz sabitken, yeni halka arzların hisse senetlerinin ikincil piyasadaki fiyatı artar. İki piyasa arasındaki fiyat farkının birincil piyasadan hisse senedi alan yatırımcılara k r olarak döneceğini bilen halka arz olan işletme, yeni ihraçlarında hisse senedinin ilk halka arz fiyatını daha düşük belirleyerek yatırımcıların k r marjını artırıp yeni ihraçları için talebi artırır. Ayrıca, yatırımcılar birincil piyasaya ne kadar kolay girebilirlerse ikincil piyasada oluşabilecek talebin o kadar büyük bir kısmı birincil piyasaya kayar. İkincil piyasadaki talebin azalması dolayısıyla hisse senetlerinin ikincil piyasadaki fiyatı daha az artar, birincil piyasa ve ikincil piyasadaki fiyat farkı dolayısıyla birincil piyasada hisse senedi alan yatırımcının k r marjı daha az olur (Erpek, 2006: 17).

. . YURT DI İNDA VE TÜRKİYE DE HALKA İLK ARZDA FİYAT PERFORMANSLARI İLE İLGİLİ YAPILAN ALI MALAR

. . . enel Açı lama

Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansları pek çok piyasada ve ülkemizde de inceleme konusu olmuştur. Araştırmalar, HİA ların performanslarını “*kısa dönem*” ve “*uzun dönem*” fiyat performansları şeklinde iki zaman diliminde incelemişlerdir. Bu araştırmaların birçoğu halka ilk arzda hisse senetlerinin düşük değerlendirilmiş olması üzerine yoğunlaşmış olup araştırma yapılan piyasaların büyük çoğunluğunda da halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldıkları sonucu ortaya çıkmıştır.

Bu konuda yurtdışında yapılmış çalışmaların bazıları sadece kısa dönemi bazıları sadece uzun dönemi bazıları ise hem kısa hem de uzun dönemi incelemişlerdir.

Halka ilk arzda uzun dönem performansına ilişkin yapılan alışmalar Tablo 7 de gösterilmiştir.

Tablo 7: Halka İlk Arzları ve Uzun Dönem Performansları İlişkinin Çalışmalar

Ülke	Çalışmayı Yapanlar	Halka Arz Sayısı	İlk Arz Dönemi	Uzun Dönem Performans
Almanya	Ljunqwist	145	1970-90	-12.10%
Avusturalya	Lee, Taylor ve Walter	266	1976-89	-46.50%
Avusturya	Aussenegg	57	1965-93	-27.30%
Brezilya	Aggarwal, Leal ve Hernandez	62	1980-90	-47.00%
Kanada	Jog	130	1971-92	(-35.15%),(-43.66 %)
	Kendi Analizleri	445	1991-98	-16.86%
İtalya	Aggarwal, Leal ve Hernandez	28	1982-90	-23.70%
Kore	Kim, Krinsky ve Lee	99	1985-88	2.00%
ABD	Loughran ve Ritter	4753	1970-90	-20.00%
Finlandiya	Keloharju	79	1984-89	-21.10%
Japonya	Cai ve Wei	172	1980-88	-27.00%
Yeni Zelanda	Michael Firth	143	1979-87	-10.00%
İngiltere	Levis	712	1980-88	-8.10%
İsveç	Loughran,Rydqvist ve Ritter	162	1980-90	1.20%

Kaynak: Ozan SAVA KA 200 “Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi performansı”, SPK Yeterlilik Etüdü

Uzun dönemde fiyat performanslarıyla ilgili olarak yapılan çalışmalarda da görüldüğü gibi, Kore ve İsveç dışında diğer ülkelerde uzun dönemde hep negatif getiriler ortaya çıkmıştır. Bunun sebebi olarak, halka ilk arzda yapılan düşük fiyatlandırma gösterilmektedir. Halka ilk arzda düşük fiyatlandırma yapılması sebebiyle kısa dönemde elde edilen pozitif getirilerin uzun dönemde aşınacağı ve hatta piyasanın da altında getiriler elde edilebileceği görüşü, Tablo 7’deki çalışmalarda elde edilen sonuçlarla da desteklenmektedir.

İlk gün ortalama getirilerin yüksek olması sebebiyle finans literatüründe düşük fiyatlandırma olgusu olarak da adlandırılan ve bu konuda yapılmış çalışmaların bazıları araştırmanın yapıldığı ülke, kaynak, açılan işletme sayısı, dönem ve ortalama ilk gün getirileri olarak Tablo 8’de sunulmaktadır.

Tablo 8: Hal a İl Ar lar a İl ün Per ormansıyla İl ili alışmalar

Ül e	Kaynak	Örne Sayısı	Dönem	Ortalama İl ün Getirileri
Arjantin	Eijgenhuijsen ve van der Valk	20	1991-94	4.4%
Avusturalya	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Ritter	1,103	1976-06	19.8%
Avusturya	Aussenegg	96	1971-06	6.5%
Belçika	ogiers, Manigart ve Ooghe itter ve diğ	114	1984-06	13.5%
Brezilya	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito	180	1979-06	48.7%
Kanada	Jog ve Ridding, Ritter, Jog ve Srivastaka v.d.	635	1971-06	7.1%
ili	Aggar al, Leal ve Hernandez, itter ve diğ.	65	1982-06	8.4%
in	Chen, Choi, and Jiang	1,394	1990-05	164.5%
Danimarka	Jakobsen ve Sorensen, Ritter	145	1984-06	8.1%
Finlandiya	Keloharju	162	1971-06	17.2%
Fransa	Husson ve Jacquillat, Leleux ve Muzyka v.d.	686	1983-06	10.7%
Almanya	Ljungqvist; Rocholl: Ritter	652	1978-06	26.9%
Yunanistan	Nounis, Kazantzis & Thomas	363	1976-05	25.1%
Hong Kong	McGuinness, Zhao ve Wu, Ljungqvist ve Yu	1,008	1980-06	15.9%
Hindistan	Marisetty and Subrahmanyam	2,811	1990-07	92.7%
Endonezya	Hanafi, Ljungqvist ve Yu, Suherman , Danny	321	1989-07	21.1%
İsrail	K.Sarig ve Wohl, Amihud ve Hauser, Ritter	348	1990-06	13.8%
İtalya	Arosio, iudici ve Paleari Vismara v.diğ.	233	1985-06	18.2%
Japonya	Fukuda; Dawson ve Hiraki; Hebner ve Hiraki	2,579	1970-07	40.5%
Kore	Dhatt, Kim ve Lim Him hoi Heo itter	1,417	1980-07	57.4%
Malezya	Isa; Isa ve Yong; Yong	350	1980-06	69.6%
Meksika	Aggar al, Leal ve Hernandez ve diğ.	88	1987-94	15.9%
Hollanda	Wessels; Ljungqvist ve Wilhelm, Ritter v.d.	181	1982-06	10.2%
Yeni Zelanda	Vos & Cheung; Camp & Munro; Ritter	214	1979-06	20.3%
Nijerya	Ikoku; Achua	114	1989-06	12.7%
orveç	Emilsen, Pedersen ve Saettem; Liden; Ritter	153	1984-06	9.6%
Filipinler	Sullivan & Unite; Ritter	123	1987-06	21.2%
Polonya	Jelic & Briston; Ritter	224	1991-06	22.9%
Portekiz	Almeida ve Duque; Ritter	28	1992-06	11.6%
Singapur	Lee, Taylor ve Walter; Dawson; Ritter	441	1973-06	28.3%
üney Afrika	Page ve Reyneke	118	1980-91	32.7%
İspanya	Ansotegui ve Fabregat; Alvarez Otera	128	1986-06	10.9%
İsveç	Rydqvist, Schuster, Simonov, Ritter	406	1980-06	27.3%
İsviçre	Kunz, Drobetz, Kammermann ve Walchli v.d.	147	1983-06	29.3%
Tayvan	Chen	1,312	1980-06	37.2%
Tayland	Wethyavivorn ve Koo-smith Lonkani ve diğ.	459	1987-07	36.6%
Türkiye	Kiyamaz Durukan İnce	282	1990-04	10.8%
İngiltere	Dimson; Levis	3,986	1959-06	16.8%
ABD	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	12,022	1960-08	16.9%

Kaynak: Loughran, Ritter ve Rydqvist (1994 , “Initial Public Offerings: International Insights” Pasific-Basin Finance Journal, Vol.2, p.165-1 yeniden güncellenmiş şekliyle 1 .11.200

. . .Ameri a Birleşi Devletleri Piyasalarının a Ya ılan alışmalar

Stoll ve urley in 1 0 halka ilk kez arz edilen hisse senetleri fiyatının kısa ve uzun dönemdeki performanslarını değerlendirdikleri çalışma 20 küçük ölçekli firmaya ait hisse senetleri üzerinde yapılmıştır. Söz konusu çalışmada kısa dönem performanslarının pozitif olduğu ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte iki yıl sonra, başlangıçta 20 şirketten kalan 1 şirketin uzun dönem performansları incelenmiş ve sadece beş tanesinin yıllık ortalama 20 sent kazandırdıkları diğerlerinin ise negatif performans gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır.

McDonald ve Fisher (1972), ABD de 1 ve 1 0 yıllarında halka arz olan 142 işletmenin hisse senedini performansını inceleyen bir çalışma yapmışlardır. alışmada birinci hafta, birinci ay ve birinci yıl getirilerini sırasıyla, 28.5, % 34.6 ve - % 3.2 olarak tespit etmişlerdir. Söz konusu çalışmada kısa dönem performansının uzun dönem performansı ile ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Sonuç olarak hisse senetleri ilk halka arz edildiğinde yüksek getiriler sağlanmasına rağmen ilerleyen zamanlarda hisse senetlerinin bu avantajını kaybettiği belirtilmektedir. Ayrıca bu sonuçların, piyasadaki bilgilerin fiyatlara hızlıca yansımından dolayı, etkin piyasalar hipotezini desteklediği de bildirilmiştir (Sevim ve Akkoç, 2006: 109).

Ibbotson 1 , e York Borsası nda 1960-1 yılları arasındaki 10 yıllık dönemde toplam 120 hisse senedi üzerinde yaptığı çalışmasında ilk gün getirisini % 11. oranında tespit etmiştir. Ayrıca, uzun dönem fiyat performansını incelediğinde, hisse senetlerinin ilk yıl sonunda pozitif, dördüncü yıl sonunda negatif ve beşinci yıl sonunda ise pozitif performans gösterdiğini saptamıştır.

Ritter (1984), ABD de 1977-1 2 döneminde halka arz olan 1028 adet işletmeyi analiz etmiştir. Ritter altı yılı kapsayan bu çalışmasında, Ocak 1980 ile Mart 1981 arasında kalan 15 aylık dönemde, halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ilk gün ortalama getirilerini % 48.4, geri kalan zaman diliminde halka arzlarında ise ortama ilk gün getirilerini % 16. oranında bulmuştur.

Ritter 1 1 , e York Borsası nda 1 -1 yılları arasında halka arz edilmiş olan 1 2 hisse senedi üzerinde yapmış olduğu kapsamlı çalışmasında, ilk

gün getirisinin ortalama 1% olarak gerçekleştiğini ve fiyat performansının halka arz tarihinden itibaren ikinci aya kadar pozitif olduğu, ikinci aydan sonra düşüşe geçtiğini tespit etmiş. Aynı çalışmada, uzun dönemi 1 ay olarak almış ve birikimli anormal getirilerinin bu dönemin sonunda $- \% 29.1$ e ulaştığını bulmuştur. Bu çalışmada, ilkgün elde edilen getirilerin uzun dönemde korunamadığı belirtilmiştir.

Yi 2001 yılındaki çalışmasında itter in 1981-1991 çalışmasına paralel olarak, Amerikan hisse senedi borsasında, 1981-1991 yılları arasında, 102 adet halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin analiz ettiği çalışmada dönemi yine üç yıl olarak almış ve her yıl sonunda negatif getirilerin ortaya çıktığını tespit etmiştir.

Buser ve Chan tarafından yapılan ABD hisse senedi borsasında 1981-1991 yılları için yapılan çalışmada ise ilk kez halka açılan şirketlere ait 10 hisse senedinin iki yıllık performansları değerlendirilmiştir. İncelemeler sonucunda, endeks getirisine göre ilk günlük performansın, 6.2% , iki yıllık performansın ise ortalama $\% 11.2$ olduğu saptanmıştır. Bu sonuçtan da görüldüğü üzere, Buser ve Chan daha önce yapılan araştırmalarda elde edilen sonuçların aksine, halka arz edilen hisse senetlerinin uzun vadede fiyat performansının pozitif olduğu tespit etmişlerdir (Savaşkan, 2005: 19).

Chalk ve Peavy (1987), 1975-1982 yılları arasında halka ilk kez arz olan 649 işletmeyi ele alarak yaptıkları çalışmalarında, ilk gün ortalama getiriye 21.67% olarak bulmuşlardır. Ayrıca, işletmeleri 10 günlük ortalama artı getirileri $\% 17.99$ olarak bulmuşlardır.

Aggarwal ve Ivoli 1990, ABD de 1981-1991 dönemini kapsayan çalışmalarında 10 adet işletmeyi ele almışlardır. Bu çalışmada, bir yatırımcının bir hisse senedini ilk işlem günündeki kapanış fiyatından satın alıp 20 gün süresince elinde tutulması halinde, hisse senedini getirisinin $- \% 13.73$ olduğunu ortaya koymuşlar ve dolayısıyla uzun vadede düşük fiyatlama olgusunun olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Aynı çalışmada, hisse senetlerinin ilk işlem günü sonrası ortalama 10% oranında artı getiri sağladıklarını tespit etmişlerdir.

Carter ve Manaster (1990), 1979-1981 yılları arasında halka ilk kez arz edilen 101 işletme üzerinde yaptıkları çalışmalarında hisse senetlerinin kısa vadeli

getiri oranlarını 16, olarak tespit etmişler ve düşük fiyatlama olgusunun olduğu sonucuna varmışlardır.

Houge ve Loughran 1981, Amerikan hisse senedi piyasalarında 1911-1991 yılları arasında halka ilk kez arz edilen 1 adet banka hisse senetlerinin yıllık performanslarını değerlendirdikleri çalışmalarında, ilk günkü ortalama getirileri % 6,4 olarak tespit etmişlerdir. Bununla birlikte bu hisselerin beş yıl boyunca elde tutulması halinde getirilerin - % 21, oranında ortaya çıktığı sonucuna ulaşmışlardır.

Ritter ve Welch 2002, ABD de 1900-2001 döneminde halka arz edilen hisse senetlerinin, ilk gün ve üç yıl sonundaki getirilerinin analizini yapmışlardır. Bu çalışmaya göre, 1900-2001 dönemi içinde halka arz olan 2 işletmenin ortalama ilk gün getirisi 18. olurken, üç yıl sonundaki getirisi 22.6 olarak tespit edilmiştir. Uzun dönemdeki bu getiri piyasaya göre düzenlenmiş getiri şeklinde hesaplandığında ise ortalama - % 23. gibi yüksek bir negatif değere ulaştığı görülmüştür

Ritter (2009) tarafından, ABD de 1900-2000 yılları arasında halka ilk kez arz edilen işletmelerin ilk gün ortalama getirileri bir tablo halinde hazırlanmıştır. Bu tabloda; 1960-1990 yılları arasındaki veriler Ibbotson, Sindelar ve Ritter in 1998 yılında yapmış oldukları “The Market’s Problems with the Pricing of Initial Public Offerings” adlı çalışmadan alınmıştır. 1991-2007 yılları arasındaki veriler ise Ritter tarafından Thomson Financial, Dealogic ve diğer çeşitli kaynaklardan sağlanarak oluşturulmuştur. Buna göre, ABD de 1900-1990 yılları arasında 2. 1, 1900-1979 yılları arasında 1. 1, 1900-1990 yılları arasında 2. 0, 1900-1990 yılları arasında 4.146 ve 2000-2000 yılları arasında ise 1. 01 işletme halka arz olmuştur. Bu işletmelerin ilk gün ortalama getirileri ise sırasıyla 21.2, % 7.1, % 6.8, % 21.1 ve % 24.5 olarak gerçekleşmiştir. 1960-2000 yıllarında 12.022 işletme için ilk gün ortalama getiriler % 16.9 olarak tespit edilmiştir. Bu çalışmada görüldüğü üzere, ABD de halka ilk kez arz olan işletmelerde ilk gün ortalama getiriler hep pozitif olarak ortaya çıkmaktadır ki bu da bizi ABD hisse senetleri piyasasında düşük fiyatlama olgusunun olduğu sonucuna götürmektedir

. . . Avrupa Piyasalarının Yaılan Alışmalar

itter 200 , “Avrupa ve Amerika Halka İlk Arz Piyasaları Arasındaki Farklar” adındaki çalışmasında uzun dönemli getirileri ölçebilmek için yıllar boyunca binlerce HİA örneğinin bulunduğu Amerika Birleşik Devletleri’nden farklı olarak Avrupa üzerine yapılmış pek çok çalışmada göreceli olarak küçük örneklem hacimleri bulunduğunu belirtmektedir. Tablo 8’de de görülebileceği gibi, 00 halka ilk arz örneğinin bulunduğu ülkeler İngiltere, Almanya ve Fransa olarak görülmektedir. Birkaç çalışma piyasanın halka açılma sırasındaki bilgiyi doğru değerlendirip değerlendirmedini incelemek için uzun dönemli getirilerin kesitsel dağılımını kullanmaktadır. oosenboom ve Goot (2003), Hollanda’da halka ilk arzlarda ilk gün elde edilen getiriler ne kadar büyükse uzun dönemli getirilerin de o kadar negatif olduğunu bulmuşlardır.

Uhler 1 , Frankfurt Borsası’nda yapmış olduğu çalışmada, 1 -1987 yılları arasında halka arz olan toplam adet hisse senedinin kısa ve uzun dönemdeki fiyat performanslarını incelemiştir. Bu inceleme sonucunda, ilk gün getirisi ortalama % 21. olarak gerçekleşirken, bir yıllık dönemdeki getirinin ise endeksin % . olduğu sonucuna ulaşmıştır Ayden ve Karan, 2000: .

Levis (1993), Londra borsasındaki 1 0-1 yılları arasında halka arz edilen 12 adet hisse senedinin getirilerini incelemiştir. Bu çalışmada, 12 işletmenin ilk gün ortalama getirileri % 14. 0 olarak bulunmuştur. Üç yılın sonunda borsada işlem gören işletme kalmış olup bu işletmelerin aylık uzun dönem birikimli getirileri ise - % 22. olarak tespit edilmiştir.

Ljungqvist 1 , Alman hisse senedi piyasasında 1 0-1 yılları arasında halka ilk kez arz olan 1 şirketi incelediği çalışmada; daha önceden asserfallen ve ittleder tarafından bu piyasada 1 1-1 yılları arasında 2 halka arz olan işletme için yapılan çalışmalarını destekler şekilde, halka ilk kez arz edilen şirketlerin ilk yıldaki getirilerini pozitif bulurken üç yılın sonunda 20’den fazla negatif getiriler elde edildiğini tespit etmiştir.

Brown 1 , İngiltere’de 1 0-1 yılları arasında 2 2 adet halka arzın uzun dönemli performansını incelendiği çalışmada, yıl sonrasında işletmelerin

alıp tutma stratejisine göre hesaplanan ortalama getirisi % 54.20 olurken, birikimli anormal getirileri yaklaşık - % 1,00 olarak tespit edilmiştir. Bu işletmelerin ilk gün ortalama getirileri ise % 8.70 olarak bulunmuştur.

Schuster (2003), yedi kıtasal Avrupa ülkesi için, Ocak 1 den Ocak 1 e kadar gerçekleşen halka ilk arzların aylık birikimli anormal getirilerini araştırmıştır. Bu araştırmada incelenen ülkeler Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İspanya, İsveç ve İsviçre olup; araştırmacı Almanya da - % 11. den İtalya da -% 41. e değişen negatif getiriler tespit etmiştir itter, 200 : 0 .

Lyn ve Zychowicz (2003), 1991-1 yılları arasında, Polonya da 10 ve Macaristan da tane işletmenin halka ilk arzlarının kısa ve uzun dönemdeki performanslarını incelemişlerdir. Bu çalışmada, ilk gündeki anormal getirilerini Macaristan ve Polonya işletmeleri için sırasıyla 15,12 ve % 54,45 olarak bulmuşlardır. İşletmelerin üç yıl sonundaki uzun dönem performanslarını ilk işlem günü getirilerini hariç tutularak hesapladıklarında Polonya için - % 4.92, Macaristan içinse - % 24. oranında tespit etmişlerdir.

Drobetz, Kammermann ve Ichli (2005), İsveç piyasasında 1983-2000 halka arz olan 120 işletmeyi ele almışlar ve ilk gün ortalama getiriye % 34.97 olarak tespit etmişlerdir. Aynı çalışmada, uzun dönemde birikimli anormal getirilere bakıldığında negatif değerlerin 12. aydan itibaren ortaya çıktığı görülmüştür. Başlangıçta 120 olan işletme sayısı 12. ayda 10 a, 36. ayda e, 0. ayda a ve 120. ayda e düşmüştür. , 0 ve 120 aylık birikimli anormal getiriler sırasıyla - % 7.45, - % 31.15 ve - % 101. olarak bulunmuştur.

Goergena, Khurshedb ve Renneboog (200) tarafından yapılan çalışmada, Avrupa'nın en büyük iki borsasına sahip olan Almanya ve Fransa'daki düşük fiyatlandırma olgusunu araştırılmıştır. Bu çalışmada Almanya da 1 -2000 döneminde halka arz olan 2 adet işletme ile Fransa da 1 -2000 yılları arasında arz olan 1 işletme ele alınmıştır. Almanya da ilk gün ortalama getiriler 52.89, Fransa da ise 21.0 olarak tespit edilmiştir. Bu çalışmada, büyük oranda düşük fiyatlamının sebepleri olarak halka ilk kez arz olan işletmelerin yüksek derecede riskli olmasından ve kurumsal yatırımcıların hisseler için taleplerini gerçekçi bir

şekilde açıklamalarını telafi etmek için de teklif fiyatlarında kısmi düzeltme yapılabilmesinden kaynaklandığı gösterilmiştir. Ayrıca Alman ve Fransız borsalarındaki halka ilk arzlarının düşük fiyatlamaları arasındaki büyük farklılığın nedenleri araştırılmıştır. Alman işletmelerinin daha riskli oldukları, daha büyük fiyat düzeltmelerine sahip oldukları, daha az bağlayıcı sözleşmelere sahip oldukları (örneğin risk sermayesi sözleşmelerine ve daha çok, sıcak piyasa dönemlerinde arzı tercih ettikleri için halka ilk arzlarda değerinden daha fazla düşük fiyatlandırma yapıldığı sonucuna ulaşmışlardır.

4.3.4. Latin Amerika Piyasalarının Yaılan Alışmalar

Aggarwal, Leal ve Hernandez (1993), yapmış oldukları çalışmalarında, Brezilya da 1980-1990 döneminde, İspanya da 1982-1990 döneminde ve Meksika da 1987-1990 döneminde halka ilk kez arz olan işletmeleri incelemişlerdir. Bu işletmelerin ilk gün ortalama getirileri Brezilya da 75.8, İspanya da 11.5 ve Meksika da 33 olarak tespit edilmiştir. Ayrıca, Brezilya da halka açılma sonrası üç yıllık dönemde, piyasaya göre düzeltilmiş ortalama uzun dönem getirileri - % 47 olarak bulunmuştur. İspanya için üç yıllık ortalama anormal getiriler - % 2.5 ve Meksika için bir yıllık ortalama anormal getiriler - % 19.6 olarak ortaya çıkmıştır. Bulgulara göre halka ilk arzlar uzun dönemde düşük performans göstermişlerdir. Alışmada, Brezilya için ilk işlem gününde düşük fiyatlanmış halka arzların başlangıç ve uzun dönem getirileri arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Hensler ve diğerleri (2000), Meksika hisse senedi piyasasında 1980-1993 yılları arasında halka ilk kez arz edilen hisse senetlerini kısa ve uzun dönemdeki performanslarını iki grupta ele almışlardır. Yıllık süreçte halka ilk kez arz edilen 1 bankacılık dışında faaliyette bulunan hisse senetlerinden oluşturulan grupların performansları incelenmiştir. İlk gün getirileri pozitif bulunurken, banka hisse senetlerinden oluşturulan portföyün 100 işlem günü sonrasındaki birikimli anormal getiri % 11.5 diğer portföy için - % 21.12 bulunmuştur (Sevim ve Akkoç, 2006: 110).

. . . U a D o u Piyasaların a Ya ılan alışmalar

Dawson (1987), 1978-1 yılları arasında Hong Kong piyasasında 21, Singapur piyasasında ve Malezya piyasasında 21 şletmenin halka ilk arzlarında ilk gün piyasaya göre düzeltilmiş getirilerini sırasıyla 13.8, % 39.4 ve % 166.6 olarak tespit etmişlerdir ihangir ve Kandil, 200 : 1 1 . Hisse senetlerinin uzun dönem performansları incelendiğinde, Hong Kong ve Singapur borsalarındaki hisse senetlerinin ilk işlem günündeki anormal getirilerin daha sonraki dönemlerde negatife dönüştüğünü ortaya koymaktadır. Uzun dönem getirileri, Hong Kong için - % 9. olurken Singapur için - % 2.7 olarak tespit edilmiştir. Malezya borsasında ise istatistiksel olarak önemli anormal getirilerin ilk günden sonraki işlem günleri için de varlığını sürdürdüğü belirlenmiştir. Malezya nın uzun dönem getirisi 18.2 olarak ortaya çıkmıştır Kıymaz, 1997: 50).

Yu ve Tse (2006), in piyasasında 1 -1 yılları arasında firmayı kapsayan çalışmalarında ilk gün ortalama getiriye 123. , 10 günlük getiriye 11 .2 ve 100 günlük getiriye ise % 123.79 olarak bulmuşlardır. Ayrıca bu oranın 1 0 lı yıllarda aynı piyasada yapılan diğer çalışmalardaki sonuçlardan daha düşük olduğu da belirtilmiştir. hi ve Padgett 200 in piyasasında 1 -2000 yılları arasında, hisse senetlerini halka arz eden 668 firmayı kapsayan çalışmalarında bu olguyu kısa dönemde test etmişlerdir. Birinci, beşinci, onuncu ve yirminci işlem günü için hesaplanan getiriler sırasıyla 129.16, % 126.93, % 126.93, % 124.95 bulunmuştur

Chan, Wei ve Wong (2004 , çalışmalarında in piyasasında halka ilk kez arz olan şletmeleri A ve B grubu olarak ikiye ayırmışlardır. A grubu hisseleri 1 - 1 yılları arasında halka arz olan şletmeler olurken B grubu ise 1 -1998 arasındaki şletmeleri kapsamaktadır. A grubunda incelenen 0 adet şletmenin ilk işlem günündeki anormal getirisi % 1 olarak gerçekleşirken B grubunda olan şletmenin ise ilk gün getirisi 11. olarak tespit edilmiştir. Bunun dışında, Mok ve Hui 1 yaptıkları çalışmalarında angay da halka arz olan A grubundaki şletmelerdeki düşük fiyatlandırmayı 289 olarak bulurken; Su ve Fleisher (2000) alışmalarında ilk gün getirisini olarak tespit emişlerdir. in piyasaları için yapılan araştırmalarda ilk gün anormal getirinin çok yüksek oranlarda olduğu

görülmekte olup bu da in de düşük fiyatlama olgusunun varlığını kanıtlamaktadır. Kim, Krinsky ve Lee (1995), Kore hisse senedi borsasında 1985-1 yılları halka ilk kez arz edilen 1 firmanın kısa ve uzun dönemdeki performanslarını incelemişlerdir. Bu çalışmada, önceki uluslar arası çalışmaların aksine, düşük fiyat olgusunun uzun dönemde de varlığını sürdürdüğünü belirtmişlerdir.

Cai ve Wei, 1971-1 2 tarihleri arasında aponya da Tokyo borsasında halka ilk arzı gerçekleştirilen 1 0 firmanın uzun dönemdeki getirilerini ele almışlardır. Anılan dönemde halka ilk arzı gerçekleşen 1 0 firmaya halka ilk arz fiyatından yapılacak eşit düzeydeki bir yatırımın getirisinin ortalama 10 olduğunu bulmuşlardır. Yine aynı dönemde borsadaki diğer şirketlere eşit düzeyde yapılacak bir yatırımın ortalama getirisini ise 15 olarak bulmuşlardır

Jang (2007) çalışmasında, Tayvan da halka ilk arzlardaki düşük fiyatlandırma olgusunu, işletmenin halka açılmadan önce basında ne kadar yer aldığı ve bunun etkili olup olmadığı üzerine yapmıştır. Deneysel bulgular, halka ilk arzdan önce bir işletmenin önemli bir zaman dönemi boyunca basında ne kadar çok yer alırsa, o işletmenin hisselerinin düşük fiyatlama derecesinin o kadar az olduğunu göstermektedir. Ancak, halka ilk arz tarihinin hemen öncesinde basında daha fazla yer alma, düşük fiyatlama derecesini artırmaktadır. Ayrıca basında yer alan haberlerin gidişatının, medya tarafından sağlanan halka ilk arz dönemi yakınlarındaki halka arz öncesi bilgi hacmi ile hem düşük fiyatlama hem de alım satım işlem hacmi arasındaki ilişkileri etkilediği göstermiştir. Bu çalışmada, 1 Ocak 2002 - 31.12.2003 yılları arasında Tayvan da halka arz olan 21 işletme ele alınmıştır. Bu işletmelerin halka arzdan önce yazılı basında ve internet ortamında yapılan haberlerin düşük fiyatlandırmayla ilgisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Medyada çok yoğun haberleri yapılan işletmelerin daha çok düşük fiyatlandırma yaptıkları, örneğin, bir yıl öncesinden başlayan haberlerin etkisinin 17,0 düşük fiyatlamaya sebep olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Bunun yanı sıra medyada az yer alan ve olumlu haberleri yapılan işletmelerde düşük fiyatlandırma olmadığı tespit edilmiştir.

Yukarıdaki piyasalar dışında daha birçok ülke piyasalarında halka ilk kez arz olan işletmelerin kısa ve uzun dönem fiyat performanslarıyla ilgili çalışmalar yapılmıştır.

Kooli ve Suret 2000, Kanada piyasasında 1980-1990 yılları arasında halka ilk arz olan işletmeleri inceledikleri çalışmalarında ilk işlem günü anormal getiriyi % 20, olarak bulmuşlardır. Uzun dönem performansı için yapılan inceleme de ise, bu hisselerin beş yıl sonraki getirilerin negatif olduklarını ortaya koymuşlardır.

Finn ve Higham 1980, Sidney Borsası'nda 1970-1980 yılları arasında halka açılarak senetleri işlem görmeye başlayan şirkete ait hisse senetleri için yaptıkları araştırmada, ilk gün performansını 29.2, ilk yıllık performansını ise 6.5 olarak saptamışlardır Savaşkan, 2000 : 10.

Literatürde yer alan uluslararası çalışmalara bakıldığında kısa dönemde düşük fiyatlama olgusundan bahsedilebileceği sonucu ortaya çıkmaktadır. Yani yatırımcılar, halka ilk kez arz edilen hisse senetlerine yatırım yaparak kısa dönemde piyasanın üzerinde bir getiri elde etme imkânına sahip olmaktadır. Bununla birlikte, kısa dönemde elde edilen yüksek getirilerin, uzun vadede aşındığı ve halka ilk kez arz edilen hisse senetlerine yatırım yapılarak uzun dönemde yüksek getiri elde etme imkânının olmadığı, istisnalar olmakla birlikte, birçok ülke piyasasında görülmektedir.

4.3.6. Türkiye'de Yapılan Çalışmalar

Ülkemizde, halka ilk arzların kısa ve uzun dönem fiyat performanslarıyla ilgili çalışmaların ilki 1981 yılında yapılmıştır.

Üzelhan ve Ağar (1991), Ocak 1989-Mart 1991 dönemindeki halka arzı ele almışlardır. İşletmelerin 2'si özel sektör i ise Kamu Ortaklığı İdaresi KOİ tarafından halka arz edilmiştir. Söz konusu çalışmaya göre, ilgili dönemde yapılan halka arzlarda ilk gün ortalama getiri % 2, olarak ortaya çıkmıştır. çalışmada, ilk hafta ve ilk ay getirileri hesaplanırken, bir tane KOİ inceleme dışında bırakılarak işletme incelenmiştir. Buna göre, ilk hafta ve ilk ay ortalama getiriler % 9,54 olarak bulunmuştur. Araştırmacılar bu çalışmalarına dayanarak ülkemizde de kısa dönemde düşük fiyatlandırma olgusunun var olduğu sonucuna varmışlardır.

Aydoğan ve Yıldırım 1992, tarafından hazırlanmış olan Aralık 1991 - Ocak 1992 dönemini kapsayan çalışmada, halka açılan 10 adet şirket incelenmiştir.

Söz konusu şirketlerin 2 tanesi özel sektörün tanesi ise KOİ tarafından yapılan halka arzları içermektedir. Buna göre söz konu dönemde halka arzı yapılan hisse senedi grubunun 1. gün 1.2, 20. gün - % 0.1 ve 100. gün - % 1 getiri sağladığı, ancak sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olmadığı, özel sektör ve KOİ halka arzları ayrı olarak incelendiğinde, özel sektörün halka arzlarının ortalama getirisinin 1. günde 1. , 20. günde 0. , 100. günde - % 10. KOİ lerin halka arzlarının 1. günde 0. , 20. günde - % . ve 100. günde 30. olduğu bulunmuştur. KOİ lerin halka arzında ortalama getiriler daha sonra artış göstermektedir. Bunun nedeninin KOİ lerin halka arz sonrası piyasaya müdahale etmesinden kaynaklandığı, buradaki amacının sonra yapılacak halka arzlara zemin hazırlamak olduğu belirtilmiştir Savaşkan, 200 : 20 .

Kıymaz (1996), 1990-1997 yılları arasında halka ilk kez arz olan sanayi işletmesinin fiyat performanslarını incelemiştir. Bu çalışmada, ilk gün ortalama anormal getiri tüm halka arzlar için % 12.2 olarak bulunmuştur. Ayrıca, tüm sanayi işletmeleri için birikimli anormal getiriler de incelenmiş ve ilk üç ayın pozitif ve istatistiki olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Beşinci ayın sonunda ise birikimli anormal getiriler - % 2. olarak bulunmuştur. Bu çalışmada, sektörel ayrım da yapılmış olup en yüksek ilk gün getirinin Kağıt/Basım grubunda ve yaklaşık 20 olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kıymaz (1997), 1990-1997 döneminde İMKB de halka ilk kez arz olan mali kuruluşun kısa dönem fiyat performanslarını incelemiştir. Bu çalışmada, finans sektörü hisse senetlerinin düşük fiyatlandığı, bu nedenle de bu hisselerin İMKB de işlem görmeye başladıkları ilk gün piyasaya göre düzeltilmiş olarak 1 , oranında anormal getiri sağlandığı bulunmuştur.

Kıymaz (1997), 1990-1997 döneminde İMKB de halka ilk kez arz olan mali kuruluşun 30 aylık uzun dönem fiyat performanslarını incelemiştir. Bu çalışmaya göre, tüm mali kuruluşlara bir bütün olarak bakıldığında ilk 12 ayın ortalama anormal getirileri - % 0.13 olurken 30. ayın sonunda bu değer 0,068 olarak tespit edilmiştir. Ayrıca, birikimli anormal getiriler tüm mali kuruluşlar için 30. ayın sonunda % 11 olarak gerçekleşirken bu kuruluşların alt gruplara ayrılması sonucunda, sigorta alt grubunun % 29.7, Leasing / Factoring grubunun % 59 ve

Holding / Yatırım grubunun % 16. luk bir anormal getiri sağladığı bulunmuştur. Sadece, Bankalar grubunda - % 20.2 lik negatif birikimli anormal getiri sonucu ortaya çıkmıştır.

Kıymaz 2000 , İMKB de işlem gören 1 adet şirketin 1 0-1 yılları arasında halka arz sonrası ilk ve daha sonraki performanslarını inceleyen çalışmasında, halka arz edilen şirketlerin ilk gün itibariyle, düzeltilmiş getirilere göre, bütün şirketler için ortalama 13. oranında düşük fiyatlandırıldığı, bu oranın imalat sektörü için 12.2, finansal kuruluşlar için 15. ve diğerleri için 18.5 olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Teker ve Ekit 200 , 2000 yılında İMKB de halka ilk arzı yapılan işletmenin ilk 0 günlük performansını incelemişlerdir. Bu çalışmada, ilk üç gün için birikimli ortalama anormal getiriler pozitif % 9.78 ve anlamlı olduğu, 0. günde ise getirilerin negatif - %7.21 ama anlamsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Menemencioğlu ve Taş (2003), 1990-2002 yılları arasında halka ilk defa arz olan 1 sanayi işletmesini incelemişlerdir. alışmalarında, dokuz adet hissenin değerinde aşırı artış veya azalış tespit ettikleri için hem 1 işletmenin hem de bu işletme hariç 1 işletmenin analizini yapmışlardır. Analizler sonunda, 1 işletmenin ilk gün anormal getirisini .12, 1 işletmenin ise 9.72 olarak bulmuşlardır ve İMKB de düşük fiyatlama olgusu olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Savaşkan 200 , Ocak 200 - Ekim 200 döneminde halka arz olan 1 işletme için yapmış olduğu çalışmasında ilk gün ortalama anormal getiriyi 2. 1, ilk hafta anormal getiriyi % 2.43 ve ilk ay anormal getiriyi ise - % 5.09 olarak tespit etmiştir.

Erpek 200 , 200 yılında halka ilk kez arz olan işletmenin 0 günlük fiyat performanslarını incelemişlerdir. Bu çalışmaya göre, 200 yılında halka ilk kez arz olan hisse senetlerine yatırım yapan bir yatırımcının halka arz tarihinden sonraki ilk iki günün haricinde piyasada işlem gördüğü , , 11, 1 , 1 , 15-19, 21, 24, 27, 30 ve 31. günlerde İMKB nin getirisi üzerinde getiri elde edebildiği tespit edilmiş ve bundan yola çıkılarak İMKB nin etkin bir piyasa olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ünlü 200 , 1990-1 yılları arasında halka arz olan 10 bankaya ait uzun dönem fiyat performanslarını incelemiştir. Bu çalışmanın sonucuna göre, birikimli anormal getiriler 12 ve 2 ay için negatif olarak gerçekleşirken ayın sonundaki getiriler pozitif olarak tespit edilmiştir. Bankaların 12, 2 ve aylık birikimli getirileri sırasıyla - % 270.3, - % 426.57 ve % 182.52 olarak ortaya çıkmıştır.

Sevim ve Akkoç 200 , 1 0-1 yılları arasında halka ilk kez arz edilen 1 işletmeye ait hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarını incelemişleyerek İMKB de uzun dönemde düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Bu araştırmaya göre, 1 hisse senedinin halka arz edildiği ilk aydaki ortalama anormal getirisi % 10, olarak bulunmuştur. Bununla birlikte, ikinci aydan başlayarak ortalama anormal getirilerin negatife döndüğü ve . ayın sonunda ise getirilerin - % 15,26 olarak ortaya çıktığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yalçiner 200 , 1 -200 yılları arasında halka ilk kez arz edilen adet hisse senedi için düşük fiyatlama olgusunun varlığı ve halka arz yöntemlerinin düşük fiyatlama üzerinde etkili olup olmadığı durumlarını incelemiştir. Bu çalışmaya göre, bu dönemde halka arz olan işletme için ilk gün ortalama anormal getirinin ,2 oranında olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca halka arz yöntemleri olan sermaye artışı, ortak satış ve her ikisinin birlikte kullanıldığı karma yöntemle halka arz olan işletmelerde ortalama anormal getiriler arasında bir farklılık bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Küçükkoçaoğlu ve Alagöz 200 , Ocak 1 -Ekim 200 yılları arasında halka arz olan işletmelerin satış yöntemleri arasındaki farklılıkların düşük fiyatlama üzerinde etkili olup olmadığı konusunu araştırmışlardır. Bu dönemde halka arz olan 1 işletme sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanırken 2 işletme ise fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini tercih etmişlerdir. Bu araştırmanın sonucuna göre, halka arz günü sonunda oluşan ortalama ilk gün getirileri, sabit fiyatla talep toplama yönteminde ,1 iken fiyat aralığı ile talep toplama yöntemine göre 10, 1 olarak gerçekleşmiştir.

Karaca (2008 , 200 yılında halka ilk kez arz olan 12 işletmenin fiyat performanslarını incelemiştir. Bu çalışmaya göre, ilk gün , ilk hafta ve ilk ay için

anormal getiri sırasıyla 2.37, % 1.03 ve - .1 olarak tespit edilmiştir. Bu çalışmada ayrıca, uzun dönem performansı da incelenmiş ve 0 ayın sonunda anormal getiri - % 0,039 olarak ortaya çıkmış ve İMKB de uzun dönemde düşük fiyatlama olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ünlü ve Ersoy (2008), 1995-2008 döneminde halka ilk kez arz olan 112 işletmenin kısa dönem fiyat performansını araştırmışlardır. Bu araştırmanın sonucuna göre, 75 işletmede düşük fiyatlama yapıldığı, işletmede ise yüksek fiyatlama yapıldığı tespit edilmiştir. Ortalama ilk gün getiriler ise 6, 2 oranında gerçekleşmiştir.

Bildik ve Yılmaz (2001), 1990-2000 yılları arasında halka ilk kez arz olan 2 işletmeyi ele almışlardır. Bu çalışma aynı konuda daha önce yapılmış çalışmalardan farklı olarak, halka ilk arzdaki düşük fiyatlamamanın daha küçük boyutlarda olduğunu, bununla birlikte halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerinin ise düşük performansının daha yüksek boyutlarda olduğu sonucuna ulaşmıştır. Çalışmada ilk gün anormal getiri % 5.94 olarak, uzun dönemli birikimli anormal getiriler ise - % 84.5 olarak tespit edilmiştir. Bu çalışmada ayrıca, piyasanın cazip olmadığı durağan yıllarda ve büyük ortakların satışı şeklinde gerçekleştirilen halka arzlarda uzun vadede düşük performansın ortadan kalktığı sonucuna ulaşılmıştır.

Altan ve Hotamış (2001), 2000-2001 dönemi arasında halka ilk kez arz olan işletmenin günlük, haftalık, aylık ve üç aylık getirilerini incelemişlerdir. Bu araştırmaya göre ilk gün için ortalama düzeltilmiş anormal getirinin 1.15, oranında düşük değerlendirildiği sonucuna ulaşılmıştır. İlk haftanın sonunda düşük değerlendirme oranı 1.15, ilk ayın sonunda 1.15, üç ayın sonundaki düşük değerlemenin ise 15,65 oranında olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

BE İNCİ BÖLÜM

İMKB DE 2000-2007 YILLARI ARASINDA HALKA İLK KEZ ARZ EDİLEN HİSSE SENETLERİNİN KISA VE UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARININ ANALİZİ

. . ARA TIRMANIN KONUSU VE AMACI

Borsalar bilindiği gibi, işletmelerin yapacakları yatırımlarda gerekli olan fonların temin edildiği yerler olmasının yanında, yatırımcıların da elindeki tasarrufları değerlendirdikleri başlıca yatırım alanlarından biridir. Halka ilk kez arz olan hisse senetlerine yatırım yapanlar, hisse senedi fiyatının ilk işlem günüyle beraber yükseleceği beklentisiyle, ihracı yapan işletmenin hisselerini satın almaktadırlar. Kısa vadede bu beklenti doğru olmakla birlikte uzun vadede hisse senedi fiyatlarının düştüğü görülmektedir. Bu da yatırımcıyı hayal kırıklığına uğratmakta ve ikincil piyasaya da olumsuz bir etkisi olmaktadır.

Bu araştırmada İMKB de, 01.01.2000- 1.12.2007 yılları arasında halka ilk kez arz olan işletmelerin kısa ve uzun dönem fiyat performansları incelenmektedir. İlk olarak; birçok ülke borsalarında geçerli olan düşük fiyatlama olgusunun diğer bir ifadeyle halka ilk kez arz olan işletmelerin hisse senetlerine yatırım yapıldığında kısa dönemde piyasanın üstünde getiri elde edilebileceği durumunun İMKB de geçerli olup olmadığı tespit edilmeye çalışılacaktır. İkinci olarak, hisse senetlerinin uzun dönemde fiyat performansları incelenerek, düşük fiyatlama olgusunun uzun dönemde de devam edip etmediği araştırılacaktır. Son olarak, bu hisselerin kısa dönem fiyat performanslarını etkileyen faktörleri analiz etmek için bazı değişkenler belirlenerek bu değişkenlerin kısa dönemdeki fiyat performansı üzerindeki etkileri çoklu regresyon analizi yapılarak incelenecektir.

. . ARA TIRMANIN YÖNTEMİ

Bu araştırmada fiyat performanslarının değerlendirilmesinde “Olay alışması” Event Study yöntemi kullanılmıştır.

Olay çalışması, bir olay gerçekleştiğinde piyasanın buna verdiği olağandışı tepkiyi ölçmede kullanılan bir yaklaşımdır. Olağandışı getiriler abnormal return

A olay çalışmalarının çıkış noktasını oluşturmakta ve belirli bir olayın bir işletmenin değeri üzerindeki etkilerine odaklanmaktadır. İrket değerinde yaşanan bu olay kaynaklı değişimlerin olağandışı getiriler olarak ortaya çıkması beklenmektedir. Piyasalarda yaşanan gelişmelerin de şirket değerleri üzerinde etkisi olduğu düşünüldüğünde, diğer olayların etkilerini kontrol altına alarak yalnızca belirli bir olayın etkisini doğru ölçmek önem taşımaktadır (Mutan ve Topçu, 200 : 5).

Olay çalışmasının birçok alanda uygulaması bulunmaktadır. Muhasebe ve finans alanında yapılan çalışmalar, işletmelerin spesifik olayları ve ekonomik olaylar üzerinedir. Örneğin şirket birleşmeleri ve satın almaları, k r açıklamaları, bir şirketin iflası, yeni borç ve hisse senedi ihraçları ve dış ticaret açığı, ekonomik krizler gibi olayları açıklamak için uzun yıllardır kullanılan bir yöntemdir.

Bu çalışmada da bir işletmenin halka ilk kez arz olmasının özel bir durum olduğu düşünülerek fiyat performanslarını ölçmede bu yöntem uygulanmıştır.

Yapılan çalışmalarda kullanılan yöntemler genellikle birbirine benzerlik göstermektedir. alışmamızda kullanacağımız formüllerin tümü itter 1 1 , Kıymaz 1 ve daha birçok araştırmacı tarafından hisse senedi performansını değerlemede kullanılmıştır.

alışmamızda hem kısa hem de uzun dönem fiyat performanslarını inceleyeceğimiz için yöntem konusu verilerin hazırlanılması bölümünde ayrıntılı olarak açıklanacaktır.

. . İMKB DE -2007 YILLARI ARASINDA HALKA İLK KEZ ARZ OLAN İ LETMELERİN KISA DÖNEM FİYAT PERFORMANS ANALİZİ

5.3.1. Kullanılan Veriler

Bu bölümde, 1 Ocak 2000 1.12.200 tarihleri arasında halka ilk kez arz olan işletmelerin hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansları ele alınacaktır. Bu dönemde, 3 ü anonim şirket ve 14 tanesi menkul kıymet yatırım ortaklığı olmak üzere toplam işletme halka arz olmuştur.

Bu dönemde, halka arz olan işletme sayısının en yüksek olduğu yıl 2000 yılı olup işletme halka arz olmuştur. Kasım 2000 veubat 2001 krizlerinin etkisiyle halka arzlar azalmış ve 2001 yılında sadece bir yatırım ortaklığı halka arz olmuştur. 2002 yılında dört, 2003 yılında sadece iki işletme halka açılmıştır. Bu dönemde uygulanmaya başlanılan istikrar tedbirlerinin, ülke ekonomisine olumlu yansımalarının sonucunda 2004 yılında halka arzlar yeniden başlamıştır. Bu yılda 12 işletme halka açılmıştır. 2005 yılında 1, 2006 yılında 1 ve 2007 yılında 1 işletme halka arz olmuştur.

alışmamızı yaparken 2001 yılında sadece bir işletme halka arz olduğu için, analize dahil edilmemiştir. Bunun dışında, menkul kıymet yatırım ortaklıkları (MKYO) hem yasal olarak halka açılmak üzere kuruldukları hem de yaptıkları işin mahiyeti gereği analize dahil edilmemiştir. Yatırım ortaklıkları, menkul kıymet portföyü işletmek üzere kurulan anonim ortaklıklardır. Amaçları bu işletmeden kar elde etmek olup; menkul kıymetlerini satın aldığı şirketlerin sermaye ve yönetimine hakim olmayı amaçlayamazlar. Bu sebepten dolayı da, holdinglerden mahiyet ve gaye itibariyle ayrılmaktadırlar.

alışmamızda hem kısa hem de uzun dönem fiyat performanslarını ve bu performans etkileyen değişkenleri incelediğimiz için her iki dönemde de aynı işletmeler analize dahil edilmiştir. Bu sebeple, 2000 yılında halka arz olan ve uzun dönemde kapanan beş işletme analize dahil edilmemiştir. Bu işletmeleri ve menkul kıymet yatırım ortaklıklarını dikkate almadığımızda toplamda 12 işletmenin hem yıllar itibariyle hem de sektörel olarak analizi yapılmıştır.

Kısa dönem olarak bahsedilen süre, genellikle halka arz sonrasındaki ilk işlem günü ile bunu takip eden birkaç gün veya haftadır. Uluslar arası yapılan çalışmalarda kısa dönem süresi 1 ila 3 aya kadar çıkmakta iken, Türkiye de bu süreler belirsizliklerden dolayı orta-uzun dönem olarak kabul edilmektedir (Menemencioğlu ve Taş, 2006: 393).

alışmamızda kısa dönem fiyat performansları için, halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ilk 21 işlem günündeki anormal getirileri (AR) ve birikimli anormal getirileri (CAR) incelenmeye çalışılmıştır.

Hisse senetlerine ilişkin veriler, finnet.com.tr ve imkb.gov.tr adlı internet sitelerinden alınmıştır.

Tablo 9: 2000- Yılları Arasın a Hal a Ar Olan İşletme Sayısı

Yıl	Hal a Ar Olan İşletme Sayısı		
	MKYO Dışın a Kalan İşletmeler	MKYO	Toplam
2000	35	0	35
2001	0	1	1
2002	4	0	4
2003	2	0	2
2004	11	1	12
2005	6	3	9
2006	9	6	15
2007	6	3	9
Toplam	73	14	87

. . . Yöntem

alışmada ilk olarak, hisse senetlerinin ilk işlem günündeki ham getirileri hesaplanmıştır. Ham getirilerden elde edilen sonuç, o günün piyasa psikolojisini tam olarak yansıtmamaktadır. ünkü bu hesaplamalarda İMKB endeksinin performansı dikkate alınmamaktadır. Oysa ki, halka ilk arzı gerçekleşen hisse senedinin ilk işlem göreceği gün piyasada yaşanan dalgalanma hisse senedinin performansını etkileyebilmektedir. Böyle bir etkiden hisse senedinin performansını arındırmak için hisse senedinin ham getirisinden, piyasa getirisi çıkarılarak hisse senedinin anormal düzeltilmiş getirisi bulunmuştur.

Hisse Sene inin Ham etirilerin Hesa lanması

Hisse senetlerinin “t” günündeki getirisi ($R_{i,t}$ aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır.

$$R_{i,t} = (P_{i,t} / P_{i,t-1}) - 1 \quad (1)$$

Burada,

$R_{i,t}$ = Hisse senedinin “t” günündeki getirisi,

$P_{i,t}$ = Hisse senedinin “t” günündeki kapanış fiyatı,

$P_{i,t-1}$ = Hisse senedinin “t-1” günündeki kapanış fiyatıdır.

Her işletme için ilk günün ham getirisi bulunurken $P_{i,t-1}$ halka arz fiyatını ifade ederken, $P_{i,t}$ ilk günlük kapanış fiyatını ifade etmektedir.

Hisse Sene inin Piyasa etirisinin Hesa lanması

Aynı şekilde piyasanın “t” günündeki getirisi için İMKB Ulusal 100 endeksinin ikinci seans kapanış değerleri kullanılmıştır.

Piyasanın “t” günündeki getirisi $R_{m,t}$ aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

$$R_{m,t} = (P_{m,t} / P_{m,t-1}) - 1 \quad (2)$$

Burada,

$P_{m,t}$ = “t” günündeki İMKB Ulusal 100 endeksinin kapanış değeri

$P_{m,t-1}$ İMKB Ulusal 100 endeksinin bir gün önceki kapanış değeridir.

Anormal etirilerin Hesa lanması

Literatürde yapılan çalışmalarda, artık/anormal getirilerin excess/abnormal returns belirlenmesinde iki değişik yöntem kullanılmaktadır. Bunlar “piyasaya göre düzeltilmiş artık getiriler” ve “riske göre düzeltilmiş artık getiriler” dir.

Olay alışması yönteminde, Piyasa Modeli kullanıldığında, piyasa ile hisse senedinin ilişkisini gösteren Beta değeri geçmiş veriler kullanılarak belirlenmelidir. Bununla birlikte, halka ilk arz olan işletmelerin geçmiş döneme ait fiyat verileri bulunmadığından Beta yı tahmin etmek mümkün değildir. Bu yüzden Beta nın 1 e eşit olduğu varsayılmıştır Kıymaz, 1 : 12 .

Olay alışması yönteminin çıkış noktasını oluşturan anormal getiriler (Abnormal Return- AR), hisse senedinin piyasadaki fiyat hareketleri dışında oluşan getirisi olup, hisse senedinin ham getirisinden o dönem için elde edilen piyasa getirisinin çıkarılmasıyla elde edilmiştir.

Piyasa getirisine göre düzeltilmiş getiriler $AR_{i,t}$ ise aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır.

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

Burada

$R_{i,t}$ = Hisse senedinin “t” günündeki getirisi

$R_{m,t}$ İMKB Ulusal 100 endeksinin aynı gündeki getirisini ifade etmektedir.

Bir hisse senedinin ihraç edildiği güne $t = 0$ dersek, ihraçtan sonraki herhangi bir t gününde n adet hisse senedinin ortalama anormal getirisi aşağıdaki denklem ile hesaplanır.

$$\overline{AR}_t = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n} \quad (4)$$

4 No.lu eşitlikte hesaplanan ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını belirlemek için t istatistiği kullanılmıştır. Bu test işlemindeki hipotezler aşağıdaki gibidir. Burada H_0 sıfır hipotezi, H_1 ise alternatif hipotezdir.

$$H_0 = \overline{AR}_t = 0 \quad H_1 : \overline{AR}_t > 0$$

H_0 = Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ilk işlem günündeki ortalama getirileri sıfıra eşittir, diğer bir ifadeyle anormal getirilerin elde edilmesi mümkün değildir.

H_1 = Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ilk işlem günü ortalama getirileri sıfırdan büyüktür, diğer bir ifadeyle pozitif getiri elde etmek mümkündür.

Sıfır hipotezinin doğru olduğu varsayımı altında t istatistiğinin hesaplanan değeri,

$$t = \frac{\overline{AR}_t}{\overline{\sigma}(AR_t)} \quad (5)$$

Burada,

$\overline{\sigma}(AR_t)$ “t” günündeki anormal getirilerin standart sapması olup aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır.

$$\overline{\sigma}(AR_t) = \overline{\sigma}(AR_t) / \sqrt{n} \quad (6)$$

Burada, $\overline{\sigma}(AR_t)$, “t” günündeki kesitsel standart sapmayı gösterir.

İncelenmesi gereken bir diğer konu da ihracı izleyen t_1 ve t_2 dönemi arasında gerçekleşen birikimli anormal getirilerin ve t istatistiğinin hesaplanmasıdır. ruptaki n hisse senedi için t_1 ve t_2 dönemi için birikimli ortalama anormal getiriler A aşağıdaki denklemler hesaplanmıştır.

$$CAR_{t_1}^{t_2} = \sum_{t_1}^{t_2} AR_t \quad (7)$$

Bu birikimli anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığını ortaya koymak amacıyla n nolu eşitlik A için de hesaplanmıştır. Burada temel varsayım kısa dönem için günlük ortalama getirilerin birbirinden bağımsız olduğudur.

5.3.3. 2000-2007 Dönemlerin e İMKB e Hal a İlk Kez Arz Olan İşletmelerin Sektörleri ve İlk İşlem Tarihleri

2000-2007 yılları arasında halka ilk kez arz olan işletmelerin kısa dönem fiyat performanslarıyla ilgili analizimizi yaparken hem yıllar itibarıyla hem de sektörel dağılımları dikkate alarak, İMKB de düşük fiyatlama olgusunun olup olmadığı incelenmeye çalışılacaktır.

Sektör analizini yaparken, sektörler “ana grup” ve “alt gruplar” olarak sınıflandırılmıştır. Sektörleri “Sanayi”, “Mali”, “Hizmet” ve “Teknoloji” olmak üzere dört ana grup olarak sınıflandırabiliriz.

Aşağıdaki tabloda, 2000-2007 yılları arasında halka arz olan işletmelerin borsada işlem gördüğü “işletme kodu”, “ilk işlem tarihi”, “ana sektör” ve “alt sektör grubu” düzenlenmiştir.

Tablo 10: 2000- Yılları Arasında Halde Olan İşletmelerin Sektörel Dağılımları

İşletme Kodu	İl İşlem Tarihi	Ana Sektör	Alt Sektör grubu
YAZIC	17.02.2000	Mali	Holding ve Yatırım
KARSN	21.02.2000	Sanayi	Metal Eşya,Mak. ve Ereç Yapımı
NUHCM	24.02.2000	Sanayi	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
SKPLC	24.02.2000	Sanayi	İda, İçki ve Tütün Sanayi
ANHYT	24.02.2000	Mali	Sigorta irketi
TEBNK	28.02.2000	Mali	Bankalar ve Özel Finans Kuruluşları
ALKIM	02.03.2000	Sanayi	Kimya,Petrol,Kauçuk ve Pl.Ürünler
ISFIN	28.03.2000	Mali	Fin.Kir.ve Faktoring irk.
DOBUR	28.03.2000	Sanayi	Kağıt, Kağıt Ür.,Basım ve Yayın
ERSU	30.03.2000	Sanayi	İda, İçki ve Tütün Sanayi
SODA	20.04.2000	Sanayi	Kimya,Petrol,Kauçuk ve Pl.Ürünler
BSOKE	03.05.2000	Sanayi	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
LOGO	08.05.2000	Teknoloji	Bilişim
ZOREN	25.05.2000	Hizmet	Elektrik, Gaz ve Su
ALYAG	25.05.2000	Sanayi	İda, İçki ve Tütün Sanayi
DENTA	08.06.2000	Sanayi	Kağıt, Kağıt Ür.,Basım ve Yayın
ACIBD	15.06.2000	Hizmet	Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizm.
IPMAT	30.06.2000	Sanayi	Kağıt, Kağıt Ür.,Basım ve Yay.
AYEN	05.07.2000	Hizmet	Elektrik, Gaz ve Su
VKFRS	05.07.2000	Mali	Holding ve Yatırım ir.Ser.YO
AKENR	07.07.2000	Hizmet	Elektrik, Gaz ve Su
TCELL	11.07.2000	Hizmet	Haberleşme
ESCOM	20.07.2000	Teknoloji	Bilişim
MNDRS	27.07.2000	Sanayi	Dokuma, İyim Eşya ve Deri
TEKTU	10.08.2000	Hizmet	Lokanta ve Oteller
FVORI	31.08.2000	Hizmet	Lokanta ve Oteller
SANKO	05.10.2000	Hizmet	Toptan Ticaret
LINK	26.10.2000	Teknoloji	Bilişim
ARENA	02.11.2000	Teknoloji	Bilişim
ALKA	02.11.2000	Sanayi	Kağıt, Kağıt Ür.,Basım ve Yayın
AGYO	14.02.2002	Mali	ayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GSRAY	20.02.2002	Hizmet	Spor Hizmetleri
BJKAS	20.02.2002	Hizmet	Spor Hizmetleri
METUR	23.07.2002	Hizmet	Lokanta ve Oteller
KOZAD	20.02.2003	Sanayi	Kağıt, Kağıt Ür.,Basım ve Yayın
GEREL	14.05.2003	Sanayi	Metal Eşya,Mak. ve Ereç Yapımı
FENER	20.02.2004	Hizmet	Spor Hizmetleri
DESA	06.05.2004	Sanayi	Dokuma, İyim Eşya ve Deri
BURVA	17.05.2004	Sanayi	Metal Ana Sanayi

TTRAK	11.06.2004	Sanayi	Metal Eşya,Mak. ve ereç Yapımı
DOAS	17.06.2004	Hizmet	Toptan Ticaret
INDES	24.06.2004	Teknoloji	Bilişim
SEKFK	23.07.2004	Mali	Fin.Kir.ve Faktoring irketleri
PKART	19.08.2004	Teknoloji	Bilişim
DENİZ	01.10.2004	Mali	Bankalar ve Özel Finans Kuruluşları
AFMAS	19.10.2004	Hizmet	Sağlık ve Diğer Sosyal Hizm.
ISGSY	22.10.2004	Mali	Holding ve Yatırım ir.Ser.YO
TSPOR	15.04.2005	Hizmet	Spor Hizmetleri
AKMGY	15.04.2005	Mali	ayrimenkul Yatırım Ortaklığı
BIMAS	15.07.2005	Hizmet	Ticaret
ANELT	13.09.2005	Teknoloji	Bilişim
VAKBN	18.11.2005	Mali	Bankalar ve Özel Finans Kuruluşları
MRTGG	16.12.2005	Sanayi	ıda, İçki ve Tütün Sanayi
RYSAS	10.02.2006	Hizmet	Ulaştırma Hizmetleri
DGATE	10.02.2006	Teknoloji	Bilişim
VESBE	21.04.2006	Sanayi	Metal Eşya,Mak. ve ereç Yapımı
SELEC	26.04.2006	Hizmet	Toptan Ticaret
ASYAB	12.05.2006	Mali	Bankalar ve Özel Finans Kuruluşları
CCOLA	12.05.2006	Sanayi	ıda, İçki ve Tütün Sanayi
ARMD	15.06.2006	Teknoloji	Bilişim
SILVR	23.06.2006	Sanayi	Metal Eşya,Mak. ve ereç Yapımı
KAREL	20.10.2006	Teknoloji	Bilişim
TAVHL	23.02.2007	Mali	Holding ve Yatırım
SAGYO	02.03.2007	Mali	ayrimenkul Yatırım Ortaklığı
HALKB	10.05.2007	Mali	Bankalar ve Özel Finans Kur.
SNGYO	22.06.2007	Mali	ayrimenkul Yatırım Ortaklığı
ALBRK	29.06.2007	Mali	Bankalar ve Özel Finans Kuruluşları
TKFEN	23.11.2007	Mali	Holding ve Yatırım

5.3.4. İMKB e Kısa Dönem Fiyat Per ormansları

Finans literatüründe, kısa dönem olarak bahsedilen süre, genellikle halka arz sonrasındaki ilk işlem günü ile takip eden birkaç gün veya haftadır. Bu çalışmada kısa dönem olarak halka arz olan işletmelerin ilk 21 işlem günü dikkate alınmıştır.

alışmamızda, 2000-200 yılları arasında halka arz olan işletmeler hem yıllar itibariyle hem de topluca incelenmiştir. Bunun dışında, hangi sektörün daha yüksek getiri elde ettiğini görebilmek amacıyla sektörel ayırım da yapılmıştır.

Tablolarda görülen “t değeri” istatistikleri SPSS 16.0 programıyla hesaplanmış olup EK-1 de verilmiştir..

Tablo 11: Yılı İşlem ünü Fiyat Per ormansları

ünler	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,081	3,990***	0,081	3,990***
2	0,041	2,158**	0,120	3,437***
3	0,019	1,195	0,133	3,065***
4	-0,005	-0,551	0,127	2,892***
5	0,000	-0,002	0,142	2,791***
6	0,002	0,148	0,141	2,431**
7	-0,014	-1,299	0,139	2,365**
8	-0,007	-0,600	0,127	2,211**
9	0,001	0,077	0,125	2,169**
10	0,004	0,407	0,132	2,311**
11	0,011	1,813*	0,150	2,527**
12	0,017	2,379**	0,167	2,733**
13	0,011	1,255	0,179	2,909***
14	-0,006	-0,642	0,168	2,594**
15	0,014	1,695	0,176	2,710**
16	0,010	1,175	0,187	2,767**
17	0,018	1,175**	0,203	2,854***
18	0,013	1,081	0,224	3,073***
19	0,000	0,069	0,224	3,028***
20	0,001	0,063	0,227	3,109***
21	0,011	1,350	0,229	3,115***

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

2000 yılında halka ilk kez arz edilen işletmelerin ilk 21 işlem günündeki fiyat performanslarına baktığımızda, literatüre uygun olarak, ilk gün düzeltilmiş ortalama getirinin % ,1 oranında düşük değerlendirildiği ve bunun istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durumda, H_1 hipotezi kabul edilmekte, yani 2000 yılında halka ilk kez arz edilen bir hisse senedine yatırım yapmak suretiyle piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde etmek mümkün sonucuna ulaşılmaktadır. İkinci günde düzeltilmiş hisse senedi getirisi % 4,1 olarak oluşmuş ve istatistiki olarak 5 düzeyinde anlamlı olduğu görülmüştür. Bu durumda da H_1 hipotezimiz kabul edilmekte yani piyasadan daha yüksek bir getiri elde edeceğimiz sonucuna ulaşmaktayız. Bununla birlikte; halka arzın . gününde hisse senedi getirileri yavaş yavaş düşmeye başlamış ve 21. günün sonunda 1,1 gibi bir getiri sağlamış olduğu görülmektedir. 21 günün tamamına bakıldığında ise,

hiçbir günde ilk günkü kadar yüksek bir getiri elde edilmediği görülmektedir. Bu durumda, 2000 yılında halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin düşük değerlendirildiğini ve bunları halka arz fiyatından satın alan yatırımcıların ilk gün piyasa getirisinin % ,1 oranında daha yüksek bir kazanç sağladığını söylemek mümkündür. Bunun dışında, bu hisse senetlerine yatırım yapan ve 21 gün boyunca elinde tutan yatırımcıların kazançlarını gösteren A değerlerine baktığımızda 21. günün sonunda 22, oranında bir getiri elde ettiklerini ve bunun istatistiki olarak % 1 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo12: 2002 Yılı İşlem ünü Fiyat Per ormansları

ünler	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	-0,021	-0,376	-0,021	-0,376
2	-0,012	-0,188	-0,033	-0,281
3	-0,021	-1,259	-0,054	-0,507
4	-0,054	-2,534	-0,108	-0,864
5	-0,052	-1,840	-0,160	-1,119
6	0,006	0,303	-0,154	-1,186
7	-0,058	-2,880	-0,212	-1,518
8	-0,012	-1,723	-0,225	-1,538
9	0,019	0,905	-0,205	-1,541
10	-0,011	-0,920	-0,217	-1,507
11	0,014	0,921	-0,203	-1,307
12	-0,031	-1,575	-0,204	-1,371
13	-0,013	-2,011	-0,247	-1,447
14	-0,035	-7,726	-0,282	-1,669
15	0,003	0,220	-0,279	-1,528
16	0,009	0,559	-0,269	-1,498
17	0,008	0,269	-0,262	-1,337
18	-0,002	-0,078	-0,263	-1,237
19	0,007	0,359	-0,256	-1,157
20	-0,012	-0,399	-0,268	-1,116
21	0,003	0,125	-0,265	-1,023

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

Ülkemizde 22 Kasım 2000 tarihinde bankacılık sektöründe başlayan kriz 1 ubat 2001 tarihinde döviz krizine dönüşerek tüm ekonomiyi ve tabi ki borsayı da olumsuz yönde etkileyen bir duruma yol açmıştır. Bu krizlerin etkisiyle halka arz edilmiş birçok işletme batmış ve hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar büyük

kayıplar yaşamışlardır. Bu sebeple 2001 yılında sadece bir tane yatırım ortaklığı, 2002 yılında ise sadece dört işletme halka arz olmuştur.

2002 yılında halka arz olan dört işletme Atakule ayrimenkul Yatırım Ortaklığı, alatasaray Sportif A. ., Beşiktaş Futbol A. . ve Mememtur Turizm A. . dir.

2002 yılında halka ilk kez arz edilen işletmelerin ilk 21 işlem günündeki fiyat performanslarına baktığımızda, literatürün aksine, ilk gün düzeltilmiş ortalama getirinin negatif olarak - % 2,1 olarak gerçekleştiğini yani yüksek değerlendirildiğini görüyoruz. Bu durumda, H_0 hipotezimiz kabul edilmekte, yani; 2002 yılında halka ilk kez arz edilen bir hisse senedine yatırım yapmak suretiyle piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde etmek mümkün değildir sonucuna ulaşılmaktadır. İkinci günden itibaren düzeltilmiş hisse senedi getirilerine bakıldığında da sonucun değişmediğini ve ilk bir aylık sürede büyük çoğunlukla negatif geriler elde edildiği görülmektedir. Birinci ayın sonunda yani 21. günde ise binde üç oranında çok küçük bir getiri elde edildiğini ama bunun da istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu negatif getirinin sebebi olarak özellikle alatasaray ve Beşiktaş isimlerinin çok etkili olacağının düşünülmüş olabileceğini ve bu sebeple de işletmelerinin değerinin çok yüksek değerlendirildiğini; bunun sonucunda ise halka arz fiyatının yüksek tespit edildiğini söylemek mümkündür.

2002 yılında halka ilk kez arz edilen hisse senetlerine yatırım yapan ve hisseleri 21 gün boyunca elinde tutan yatırımcıların kazançlarını gösteren A değerlerine baktığımızda ise 21. günün sonunda - % 2 , oranında bir kayıpla karşılaştıkları görülmektedir.

Tablo 13: Yılı İşlem ünü Fiyat Per ormanları

ünler	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,072	2,667	0,072	2,667
2	0,073	2,231	0,145	2,417
3	0,099	9,000*	0,244	3,437
4	-0,003	-0,375	0,241	3,051
5	-0,015	-0,633	0,226	4,109
6	-0,050	-2,273	0,176	5,333
7	-0,008	-0,182	0,168	15,273**
8	0,013	0,491	0,181	4,641
9	-0,023	-1,741	0,158	6,176
10	-0,004	-0,211	0,154	3,449
11	-0,001	-0,043	0,152	7,093*
12	0,001	1,000	0,154	7,488*
13	-0,005	-0,278	0,149	3,857
14	0,001	0,273	0,150	4,545
15	-0,010	-0,913	0,140	6,488*
16	0,086	0,895	0,226	1,919
17	0,003	0,176	0,228	2,274
18	-0,025	-0,662	0,203	3,274
19	-0,013	-0,443	0,190	6,016
20	-0,019	-0,600	0,170	170,00***
21	0,068	1,753	0,238	6,432*

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

200 yılında halka arz olan sadece iki işletme olup bunlar, Koza Davetiye A. . ve ersan Elektrik A. . dir.

2003 yılında halka ilk kez arz olan işletmelerin ilk 21 işlem günündeki fiyat performanslarına baktığımızda, literatüre uygun olarak, ilk gün düzeltilmiş ortalama getirinin % 7,2 oranında düşük değerlendirildiği görülmektedir. Bununla birlikte, istatistiki olarak anlamlı olmadığından H_0 hipotezimizi kabul edilmekte, yani; 2003 yılında halka ilk kez arz edilen bir hisse senedine yatırım yapmak suretiyle piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde etmek mümkün değildir sonucuna ulaşılmaktadır. 200 yılında 2. ve . günlerde düzeltilmiş ortalama getirilere baktığımızda sırasıyla 7,3 ve % , bir getiri olduğu görülmektedir. Bu yılda halka ilk kez arz edilen işletmelere yatırım yapan kişilerin ilk üç gün için piyasa getirisinden daha yüksek bir kazanç sağladıkları sonucuna ulaşılmaktadır. Bununla birlikte, 4. günden 20. güne kadar baktığımızda, ., 12.,1 ., 1 . ve 1 .günlerde pozitif getirilerin olduğu diğer günlerde ise hep negatif getirilerin ortaya çıktığı

görülmektedir. Birinci ayın sonundaki 21. günde ise % 6,8 bir getiri elde edilgi görülmektedir. Sadece iki işletmenin halka arz olması sebebiyle, 200 yılındaki analizin istatistiki olarak da çok anlamlı sonuçlar ortaya koyamadığı ortaya çıkmaktadır.

200 yılında halka ilk kez arz olan hisse senetlerine yatırım yapan ve hisseleri 21 gün boyunca elinde tutan yatırımcıların kazançlarını gösteren A değerlerine baktığımızda ise 21. günün sonunda 2 , oranında bir getiri elde ettikleri ve bunun da istatistiki olarak % 10 anlamlı olduğu görülmektedir. CAR değerinin yüksek çıkmasının sebebi ise, ilk üç gün elde edilen pozitif getirilerin yanı sıra 1 . günde de 8,6 gibi bir artışın görülmesidir. Bu ise Koza Davetiye A. . nin 16. günde piyasa getirisinden 18,1 daha fazla getiri elde etmesinden kaynaklanmaktadır. Aslında, bu durum Koza Davetiye nin göstermiş olduğu aşırı pozitif performansa dayanmakta ve 200 yılındaki performansı da olumlu olarak göstermektedir. Bu durum, göz ardı edildiğinde ise, 200 yılında ilk üç gün, 16. ve 21. günler hariç, yatırımcıların çok kazanç elde edemedikleri sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 14: Yılı İşlem ünü Fiyat Per ormansları

ünler	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,006	0,166	0,006	0,166
2	-0,006	-0,367	0,000	-0,008
3	-0,024	-2,624**	-0,025	-0,589
4	-0,066	-0,981	-0,091	-1,086
5	-0,035	-1,562	-0,126	-1,228
6	0,008	0,415	-0,118	-1,315
7	-0,019	-1,864*	-0,137	-1,409
8	-0,019	-1,401	-0,156	-1,449
9	0,011	0,931	-0,146	-1,389
10	-0,003	-0,154	-0,148	-1,303
11	-0,010	-0,789	-0,158	-1,483
12	-0,011	-0,980	-0,169	-1,719
13	0,003	0,241	-0,165	-1,692
14	-0,003	-0,341	-0,168	-1,643
15	0,007	1,048	-0,161	-1,619
16	0,005	0,341	-0,155	-1,432
17	-0,008	-1,257	-0,163	-1,560
18	-0,013	-0,964	-0,177	-1,647
19	-0,017	-1,850*	-0,193	-1,695
20	-0,013	-1,949*	-0,207	-1,857*
21	-0,004	-0,635	-0,210	-1,938*

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % anlamlılık düzeyinde anlamlı

*** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

200 yılında bir tanesi menkul kıymet yatırım ortaklığı olmak üzere 12 işletme halka arz olmuştur.

200 yılında halka ilk kez arz olan işletmelerin ilk 21 işlem günündeki fiyat performanslarına baktığımızda, ilk gün düzeltilmiş ortalama getirinin 0 oranında olduğu görülmektedir. Bu, binde rakamı ise çok küçük bir rakam olup; Tablo7 de diğer ülkelerde gerçekleşen halka ilk arzlardaki düşük değerlendirme oranlarıyla da karşılaştırdığımızda en küçük oranın % 4,4 ile Arjantin de olduğu görülmektedir. Bu sebeple, 200 yılında gerçekleşen binde rakamı için, literatüre uygun olarak düşük değerlendirme yapılmıştır sonucuna ulaşmak mümkün değildir ve ayrıca bu rakam istatistiki olarak da anlamlı görülmemektedir. Bu durumda, H_0 hipotezimiz kabul edilmekte, yani; 2004 yılında halka ilk kez arz edilen bir hisse senedine yatırım yapmak suretiyle piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde etmek mümkün değildir sonucuna ulaşılmaktadır. 200 yılında halka ilk kez arz olan işletmelerin hem A hem de A değerlerine baktığımızda çok başarısız bir performans

gösterdikleri ortaya çıkmaktadır. 21. günün sonunda düzeltilmiş ortalama getiri - % 04, birikimli ortalama getiri ise - % 21 olarak gerçekleşmiştir. Yani, 200 yılında bu hisse senetlerine yatırım yapan ve 21 gün boyunca elinde tutan bir yatırımcı % 21 oranında bir kayıpla karşılaşmaktadır.

Tablo 15: Yılı İşlem ünü Fiyat Per ormansları

ünler	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,086	3,132**	0,086	3,132**
2	0,026	1,687	0,112	2,918**
3	-0,019	-1,013	0,093	2,327*
4	-0,016	-3,484**	0,077	2,124*
5	0,007	0,415	0,083	1,975
6	-0,005	-0,483	0,079	1,623
7	0,018	0,681	0,097	1,343
8	0,002	0,404	0,099	1,419
9	0,015	1,589	0,114	1,649
10	0,004	0,513	0,118	1,655
11	0,008	0,442	0,126	1,443
12	-0,030	-3,159**	0,096	1,038
13	0,006	0,734	0,103	1,027
14	-0,009	-1,641	0,094	0,952
15	0,007	0,582	0,101	1,043
16	0,000	0,023	0,101	1,178
17	0,003	0,323	0,104	1,307
18	-0,001	-0,104	0,103	1,530
19	0,006	1,108	0,109	1,538
20	-0,011	-1,673	0,098	1,418
21	0,000	-0,033	0,098	1,441

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

200 yılında üç tanesi menkul kıymet yatırım ortaklığı olmak üzere toplam işletme halka arz olmuştur.

2005 yılında halka ilk kez arz edilen işletmelerin ilk 21 işlem günündeki fiyat performanslarına baktığımızda, literatüre uygun olarak, ilk gün düzeltilmiş ortalama getirinin % 8,6 oranında düşük değerlendirildiği ve bunun istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durumda, H_1 hipotezimiz kabul edilmekte, yani; 2005 yılında halka ilk kez arz edilen bir hisse senedine yatırım yapmak suretiyle piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde etmek mümkündür

sonucuna ulaşılmaktadır. İkinci güne bakıldığında, düzeltilmiş hisse senedi getirisinin % 2, olarak gerçekleştiği ve bundan sonraki günlerde ise hisse senedi getirilerinin sürekli olarak düştüğü ve bazı günler negatif getiri sağladıkları görülmektedir. 21. günün sonunda ise hisse senedi getirisi % 0 olarak gerçekleşmiş yani hisse senetleri piyasa ile aynı yönde hareket etmiştir ve dolayısıyla yatırımcısına hiç kazanç sağlamamıştır.

Bunun dışında, bu hisse senetlerine yatırım yapan ve 21 gün boyunca elinde tutan yatırımcıların kazançlarını gösteren A değerlerine baktığımızda 21. günün sonunda % 9,8 oranında bir getiri elde ettikleri görülmektedir.

Tablo 16: Yılı İşlem ünü Fiyat Per ormanları

ünler	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,095	2,096*	0,095	2,096*
2	0,015	1,086	0,110	1,918*
3	0,009	0,633	0,119	1,773
4	-0,014	-0,992	0,106	1,434
5	-0,011	-1,004	0,095	1,180
6	-0,003	-0,203	0,092	1,050
7	0,001	0,084	0,093	1,044
8	-0,010	-1,533	0,083	0,886
9	-0,004	-0,326	0,079	,0796
10	-0,011	-1,220	0,068	0,664
11	0,016	1,270	0,084	,0842
12	0,005	0,317	0,089	0,816
13	0,013	1,630	0,102	0,909
14	0,000	0,036	0,102	0,863
15	-0,014	-3,205**	0,088	0,739
16	-0,006	-1,177	0,082	0,691
17	0,010	0,891	0,092	0,760
18	0,007	0,941	0,099	0,833
19	-0,009	-0,784	0,090	0,758
20	-0,015	-3,013**	0,075	0,621
21	0,004	0,451	0,079	0,654

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

200 yılında altı tanesi menkul kıymet yatırım ortaklığı olmak üzere toplam 1 işletme halka arz olmuştur.

2006 yılında halka ilk kez arz edilen işletmelerin ilk 21 işlem günündeki fiyat performanslarına baktığımızda, literatüre uygun olarak, ilk gün düzeltilmiş ortalama getirinin % 9,5 oranında düşük değerlendirildiği ve bunun istatistiksel olarak % 10 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durumda, H_1 hipotezimiz kabul edilmekte, yani; 2006 yılında halka ilk kez arz edilen bir hisse senedine yatırım yapmak suretiyle piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde etmek mümkündür sonucuna ulaşılmaktadır. İkinci güne bakıldığında, düzeltilmiş hisse senedi getirisinin % 1,5 olarak gerçekleştiği ve bundan sonraki günlerde ise hisse senedi getirilerinin sürekli olarak düştüğü ve bazı günler negatif getiri sağladıkları görülmektedir. 21. günün sonunda ise hisse senedi getirisi 04 olarak gerçekleşmiştir. 200 yılında halka arz fiyatından hisse senedi alan bir yatırımcı ilk günde , oranında bir getiri elde etmektedir.

Bunun dışında, bu hisse senetlerine yatırım yapan ve 21 gün boyunca elinde tutan yatırımcıların kazançlarını gösteren A değerlerine baktığımızda 21. günün sonunda % 7,9 oranında bir getiri elde ettikleri ama bunun istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

Tablo 17: Yılı İşlem ünü Fiyat Per ormanları

ünler	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,103	3,450**	0,103	3,450**
2	0,014	0,480	0,118	2,672**
3	0,003	0,194	0,020	2,348*
4	-0,020	-2,117*	0,101	2,060*
5	-0,006	-0,371	0,095	1,892
6	-0,024	-2,494*	0,070	1,564
7	0,002	0,227	0,072	1,385
8	-0,007	-1,894	0,064	1,320
9	0,007	0,588	0,071	1,246
10	-0,021	-1,751	0,050	0,982
11	-0,015	-4,760***	0,035	0,693
12	-0,004	-0,327	0,031	0,529
13	0,002	0,436	0,033	0,573
14	0,013	1,809	0,046	0,750
15	-0,009	-0,836	0,038	0,668
16	-0,008	-0,637	0,029	0,604
17	0,002	0,255	0,031	0,695
18	0,010	2,451	0,042	0,882
19	0,007	1,298	0,049	0,979
20	-0,016	-1,965	0,033	0,569
21	0,006	0,580	0,038	0685

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

200 yılında üç tanesi menkul kıymet yatırım ortaklığı olmak üzere toplam 9 işletme halka arz olmuş ve bu halka arzların tümü de mali sektörde gerçekleşmiştir. 2007 yılında halka ilk kez arz edilen işletmelerin ilk 21 işlem günündeki fiyat performanslarına baktığımızda, literatüre uygun olarak, ilk gün düzeltilmiş ortalama getirinin % 10,3 oranında düşük değerlendirildiği ve bunun istatistiksel olarak % 10 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu 2000 yılından itibaren en yüksek ilk gün getirisi olmuştur.

Bu durumda, H_1 hipotezimiz kabul edilmekte, yani; 2007 yılında halka ilk kez arz edilen bir hisse senedine yatırım yapmak suretiyle piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde etmek mümkündür sonucuna ulaşılmaktadır. İkinci güne bakıldığında, düzeltilmiş hisse senedi getirisinin 1,4 olarak gerçekleşmiş ve

bundan sonraki günlerde ise hisse senedi getirilerinin sürekli olarak düştüğü görülmüştür. 21. günün sonunda ise hisse senedi getirisi 06 olarak gerçekleşmiştir

Bunun dışında, bu hisse senetlerine yatırım yapan ve 21 gün boyunca elinde tutan yatırımcıların kazançlarını gösteren A değerlerine baktığımızda 21. günün sonunda sadece % 3,8 oranında bir getiri elde ettikleri ama bunun istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

2002 ve 200 yılları hariç, diğer yıllarda literatüre uygun olarak ilk günde hisse senetlerinin düşük değerlendirildiği sonucu ortaya çıkmıştır. En yüksek düşük değerlemenin ise 200 yılında gerçekleştiği görülmüştür. Bununla birlikte birikimli ortalama getirilere bakıldığında ise en düşük getirinin % , oranıyla 200 yılında gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo 18: 2000- Dönemi İşlem ünü Fiyat Per ormanları

ünler	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,067	4,993***	0,067	4,993***
2	0,024	2,376**	0,090	4,362***
3	0,006	0,710	0,096	3,940***
4	-0,021	-1,799*	0,076	2,645**
5	-0,011	-1,270	0,065	1,942**
6	-0,002	-0,325	0,063	1,818*
7	-0,011	-1,855*	0,052	1,432
8	-0,008	-1,431	0,044	1,173
9	0,004	0,784	0,048	1,283
10	-0,003	-0,502	0,045	1,185
11	0,006	1,325	0,051	1,306
12	0,002	0,316	0,053	1,299
13	0,007	1,473	0,060	1,453
14	-0,005	-0,975	0,055	1,293
15	0,005	1,209	0,060	1,421
16	0,007	1,230	0,067	1,527
17	0,009	1,934*	0,076	1,682*
18	0,004	0,717	0,080	1,730*
19	-0,002	-0,562	0,078	1,645
20	-0,008	-1,573	0,070	1,480
21	0,007	1,708	0,077	1,622

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

2000-200 yılları topluca değerlendirildiğinde ve halka ilk kez arz edilen işletmelerin ilk 21 işlem günündeki fiyat performanslarına baktığımızda, literatüre uygun olarak, ilk gün düzeltilmiş ortalama getirinin , oranında düşük değerlendirildiği ve bunun istatistiki olarak % 1 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durumda, H_1 hipotezimiz kabul edilmekte, yani; 2000-200 yılları arasında halka ilk kez arz edilen bir hisse senedine yatırım yapmak suretiyle piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde etmek mümkündür sonucuna ulaşılmaktadır. İkinci güne bakıldığında, düzeltilmiş hisse senedi getirisinin 2,4 olarak gerçekleşmiş ve istatistiki olarak % anlamlı olduğu görülmüştür. Bundan sonraki günlerde ise hisse senedi getirilerinin sürekli olarak düştüğü görülmektedir. Bir ayın sonu olan 21. günde ise hisse senedi getirisi 0 gibi çok düşük bir oranda gerçekleşmiştir.

Bunun dışında, bu yıllar arasında hisse senetlerine yatırım yapan ve 21 gün boyunca elinde tutan yatırımcıların kazançlarını gösteren A değerlerine baktığımızda 21. günün sonunda sadece 7,7 oranında bir getiri elde ettikleri ama bunun istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

5.3.5. Kısa Dönem e Se tör Ba m a Fiyat Per ormansları

2000-200 yılları arasında halka ilk kez arz olan işleminin 22 tanesi Sanayi Sektöründe, 1 tanesi Mali Sektörde, yine 1 tanesi Hizmet Sektöründe ve 10 tanesi ise Teknoloji Sektöründe gerçekleşmiştir.

Tablo 19: 2000- Dönemi Se tör Per ormansları İşlem ünü Ortalama Anormal Getiriler (AR)

ünler	Bütün Hisseler n=68	Sanayi Se törü n=22	Mali Se tör n=18	Hizmet Se törü n=18	Teknoloji Se törü n=10
1	0,067	0,058	0,104	0,041	0,066
2	0,024	0,022	0,027	0,030	0,011
3	0,006	0,013	-0,005	0,008	0,005
4	-0,021	-0,049	-0,016	0,003	-0,012
5	-0,011	-0,017	-0,003	-0,011	-0,010
6	-0,002	0,002	-0,010	0,002	-0,004
7	-0,011	0,003	-0,007	-0,028	-0,019
8	-0,008	-0,006	-0,014	-0,005	-0,011
9	0,004	-0,004	0,001	0,020	-0,002
10	-0,003	0,007	-0,019	-0,006	0,013
11	0,006	0,013	-0,010	0,011	0,007
12	0,002	0,010	0,000	-0,010	0,007
13	0,007	0,007	-0,002	0,000	0,024
14	-0,005	-0,004	0,009	-0,020	-0,003
15	0,005	0,007	-0,006	0,019	-0,003
16	0,007	0,015	-0,009	0,011	0,010
17	0,009	0,010	-0,003	0,020	0,007
18	0,004	0,019	0,001	0,000	-0,013
19	-0,002	-0,002	0,002	0,004	-0,023
20	-0,008	-0,012	-0,007	-0,004	-0,005
21	0,007	0,017	0,004	0,000	0,006

Sektörler açısından değerlendirildiğinde ve ilk 21 işlem günündeki fiyat performanslarına bakıldığında, halka ilk kez arz olan hisse senetleri için ilk gün düzeltilmiş ortalama getirinin sanayi sektöründe . , mali sektörde 10.4, hizmet sektöründe .1 ve teknoloji sektöründe ise % . olarak gerçekleştiği görülmüştür. Bu durumda, en yüksek getirinin mali sektörde en düşük getirinin ise hizmet sektöründe gerçekleştiği sonucu ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifadeyle, bu yıllar arasında, mali sektör hisselerine yatırım yapan yatırımcıların ilk gün kazançlarının diğer sektörlerde yatırım yapanlara oranla daha yüksek bir getiri elde ettikleri sonucunu ortaya koymaktadır.

İkinci güne bakıldığında ise, sanayi sektöründe 2.2, mali sektörde % 2.7, hizmet sektöründe 3 ve teknoloji sektöründe ise 1.1 oranlarında getiriler olduğu görülmektedir. Üçüncü günden itibaren tüm sektörlerdeki getiriler düşmeye

başlamış ve bazı günler piyasa getirisinin de altına düşerek negatif getiriler ortaya çıkmıştır.

Bir ayın sonu olan 21. günde ise, en yüksek getiriyi 1, oranında olmak üzere sanayi sektörü göstermiştir. Bunu 0 ile teknoloji sektörü, 04 ile de mali sektör izlemiştir. Hizmet sektörü ise piyasayla aynı yönde hareket etmiş yani hiçbir getiri sağlayamamıştır. Tüm sektörler içinse 21. günün sonunda düzeltilmiş piyasa getirisi % 0 olarak gerçekleşmiştir.

. . İMKB DE -2007 YILLARI ARASINDA HALKA İLK KEZ ARZ OLAN İ LETMELERİN UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANS ANALİZİ

5.4.1. enel Açıklama

Uzun dönem fiyat performanslarını bulurken kullandığımız yöntem yine “Olay alışması” yöntemidir. Anormal ortalama getirilerin A ve birikimli anormal ortalama getirilerin A nasıl hesaplandığı kısa dönemde açıklandığı için burada tekrar yazılmamıştır. Aradaki tek fark, uzun dönemde hisse senetleri fiyatı olarak işletmelerin ay sonu kapanış fiyatlarının alınmasıdır. İMKB 100 Endeksi olarak da yine ay sonu kapanış değerleri kullanılmıştır.

Uzun dönem analizinde unutulmaması gereken önemli bir konu, işletmelerin yatırımcılara ödediği temettülerin de dikkate alınması gerekliliğidir. Bilindiği gibi, temettü ödemeleri hisse senedi sahiplerine ödenene kadar fiyatlara yansımaktadır. Bunun dışında, kısa dönem getirileri hesaplanırken günlük değişimler dikkate alındığı halde uzun dönemde getiriler kümülatif olarak dikkate alınmıştır. Bu sebeplerden dolayı kısa dönemdeki getirilerle uzun dönemdeki getirilerin farklı olması gerektiği çok açıktır.

Tablolarda görülen “t değeri” istatistikleri SPSS 16.0 programıyla hesaplanmış olup EK-2 de verilmiştir.

5.4.2. İMKB e U n Dönem Fiyat Per ormansları

Tablo 20: 2000 Yılı Fiyat Per ormansları

Aylar	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,179	2,391**	0,179	2,391**
2	0,215	2,326**	0,392	2,978***
3	0,008	0,176	0,400	3,033***
4	-0,033	-0,935	0,367	2,609**
5	0,003	0,100	0,370	2,551**
6	-0,007	-0,239	0,363	2,597**
7	0,014	0,471	0,377	2,498**
8	0,037	0,695	0,414	2,745**
9	-0,026	-0,684	0,388	2,554**
10	-0,058	-1,018	0,330	2,367**
11	-0,024	-0,954	0,306	2,180**
12	-0,009	-0,305	0,297	2,095**
13	0,032	0,846	0,330	2,186**
14	0,002	0,066	0,332	2,135**
15	-0,008	-0,211	0,324	1,846*
16	0,012	0,309	0,336	2,109**
17	0,017	0,433	0,353	2,281**
18	0,030	1,231	0,383	2,562**
19	-0,018	-0,927	0,365	2,393**
20	0,047	1,051	0,412	2,743**
21	0,077	1,670	0,489	3,325***
22	0,024	0,802	0,513	3,582***
23	0,012	0,583	0,525	3,671***
24	0,014	0,532	0,539	3,671***
25	0,053	0,958	0,592	4,205***
26	0,137	1,043	0,729	4,562***
27	0,027	0,917	0,756	4,509***
28	-0,001	-0,400	0,754	4,592***
29	-0,0001	-0,005	0,754	4,782***
30	-0,011	-0,461	0,743	4,591***
31	0,031	0,848	0,775	4,278***
32	-0,003	-0,188	0,771	4,222***
33	0,005	0,172	0,776	4,519***
34	-0,003	-0,107	0,773	4,484***
35	-0,018	-0,675	0,755	4,292***
36	-0,026	-1,013	0,729	4,267***

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

2000 yılında halka ilk kez arz olan işletmelerin ilk ayın sonunda, 17,9 oranında bir getiri elde ettikleri ve bunun da istatistiki olarak % 5 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durumda, H_1 hipotezimiz kabul edilmekte, yani; 2000 yılında halka ilk kez arz olan bir hisse senedine yatırım yapmak suretiyle piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde etmek mümkündür sonucuna ulaşılmaktadır. Bu durum, ikinci ayda da geçerli olmakta ve 21, oranında getiri elde edilmesinin istatistiki olarak % 5 düzeyinde anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bununla birlikte, bu olumlu durum, 3. aydan itibaren değişmekte ve . ayın sonunda hisselerin piyasa getirinden - % 2, oranında daha az bir getiri elde edildiği sonucuna ulaşılmaktadır. Bu durum, aynı zamanda, İMKB de uzun dönemde düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığı sonucuna ulaşmamız gerektiği anlamına gelmektedir.

Bunun dışında, bu yılda hisse senetlerine yatırım yapan ve ay boyunca bu hisseleri elinde tutan yatırımcıların kazançlarını gösteren A değerlerine baktığımızda 36. ayın sonunda oldukça yüksek bir kazanç sağladıkları görülmektedir. 2000 yılında halka ilk kez arz olan hisselerle yatırım yaparak üç yıl boyunca elinde tutan bir yatırımcı 72,9 oranında bir getiri elde etmektedir ve bu sonuç da istatistiki olarak % 1 anlamlılık düzeyindedir. 2000 yılı için diğer aylardaki A değerlerine baktığımızda ise tüm aylarda, 1 . ay dışında (10), istatistiki olarak % 1 ve % düzeyinde anlamlı oldukları görülmektedir. Bu durumda, H_0 hipotezimiz ret edilecek ve H_1 hipotezimiz kabul edilecektir. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılar; 2000 yılında tesadüfi olarak herhangi bir hisse senedine yatırım yapmak suretiyle, piyasa getirisinin üzerinde anlamlı getiriler elde etmektedirler sonucuna ulaşmak mümkün olmaktadır.

Tablo 21: Yılı Fiyat Per ormansları

Aylar	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	-0,089	-1,308	-0,089	-1,308
2	0,078	0,326	-0,011	-0,037
3	0,008	0,069	-0,004	-0,010
4	0,010	0,427	0,007	0,018
5	0,092	1,759	0,099	0,258
6	-0,006	-0,088	0,092	0,210
7	0,004	0,055	0,096	0,254
8	-0,038	-0,638	0,059	0,135
9	-0,106	-1,853	-0,047	-0,099
10	-0,104	-1,097	-0,152	-0,318
11	-0,064	-0,390	-0,216	-0,677
12	-0,071	-1,085	-0,286	-1,047
13	-0,051	-0,555	-0,338	-1,693
14	0,049	1,219	-0,289	-1,664
15	0,015	0,160	-0,275	-1,608
16	-0,024	-0,341	-0,299	-2,427
17	-0,015	-0,665	-0,314	-2,579
18	-0,063	-1,538	-0,377	-3,145
19	-0,010	-0,227	-0,387	-2,657
20	-0,079	-1,479	-0,466	-2,964
21	-0,080	-1,343	-0,546	-2,720*
22	0,065	0,943	-0,482	-2,387*
23	-0,009	-0,121	-0,491	-2,638*
24	0,170	1,065	-0,317	-1,435
25	-0,070	-0,988	-0,387	-1,679
26	0,080	0,677	-0,307	-1,017
27	-0,028	-0,459	-0,335	-1,196
28	-0,047	-1,396	-0,382	-1,455
29	-0,038	-1,838	-0,420	-1,497
30	-0,042	-0,956	-0,462	-1,517
31	0,011	0,324	-0,451	-1,366
32	0,019	0,339	-0,433	-1,254
33	0,082	1,142	-0,351	-1,033
34	0,050	0,742	-0,301	-0,854
35	-0,126	-1,487	-0,427	-1,219
36	0,248	1,698	-0,179	-0,500

* 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

2002 yılında yapılan istatistiki analizin sonuçlarına baktığımızda, hisse senetlerinin aylık ortalama anormal getirilerinin yani A değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olmadıkları görülmektedir. Kısa dönemde elde edilen sonuçlara baktığımızda da ilk gün dahil hisselerin yüksek değerlendirildiğini görmüştük ve H_0 hipotezimizi kabul etmiştik. Bu durum uzun dönem için de aynı olmaktadır. 2002 yılında halka ilk kez arz olan ve bu işletmelere yatırım yapanların ilk ayın sonunda - % , oranında bir kayıpla karşılaştıkları görülmektedir. Yine de bu sonuçların istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir ve bu nedenle de H_0 hipotezi kabul edilerek H_1 hipotezi ret edilmektedir. Yani, 2002 yılında herhangi bir hisse senedine yatırım yapılarak piyasa getirisinin üzerinde bir getiri elde etmek mümkün değildir, sonucuna ulaşılmaktadır.

Birikimli aylık ortalama getirileri ifade eden A değerlerine baktığımızda ise, bu yılda halka arz olan hisse senetlerini üç yıl boyunca elinde tutan bir yatırımcının . ayın sonunda piyasa getirisinden - % 17,9 oranında daha az bir getiri elde ettiğini yani 17,9 oranında bir kayıpla karşılaştığı görülmektedir.

Tablo 22: Yılı Fiyat Perormansları

Aylar	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,476	1,552	0,476	1,552
2	0,143	143,000***	0,278	3,159
3	0,012	0,032	0,290	0,633
4	-0,070	-1,129	0,220	0,423
5	0,039	0,117	0,259	0,305
6	-0,258	-1,593	0,001	0,001
7	-0,080	-4,444	-0,079	-0,112
8	0,179	0,591	0,100	0,099
9	-0,152	-20,200**	-0,052	-0,051
10	-0,063	-0,702	-0,115	-0,125
11	-0,168	-4,589	-0,283	-0,318
12	-0,001	-0,030	-0,284	-0,303
13	-0,123	-1,618	-0,407	-0,472
14	0,025	0,071	-0,382	-0,759
15	-0,024	-1,000	-0,406	-0,771
16	-0,021	-0,553	-0,427	-0,756
17	-0,059	-7,933*	-0,487	-0,873
18	-0,052	-3,387	-0,539	-0,994
19	-0,037	-1,088	-0,576	-1,132
20	-0,025	-0,265	-0,601	-1,445
21	-0,075	-49,667**	-0,676	-1,618
22	-0,073	-0,890	-0,748	-1,499
23	-0,060	-6,263	-0,808	-1,591
24	-0,093	-2,403	-0,901	-1,914
25	0,229	0,848	-0,671	-3,355
26	-0,044	-1,000	-0,715	-4,565
27	0,041	0,443	-0,674	-10,369*
28	0,079	0,560	-0,595	-7,829*
29	0,034	0,279	-0,561	-2,838
30	-0,028	-0,314	-0,588	-5,345
31	0,007	0,095	-0,582	-3,258
32	0,054	0,365	-0,528	-17,032**
33	-0,063	-1,086	-0,591	-6,640*
34	-0,084	-8,048*	-0,675	-8,544*
35	0,296	0,881	-0,379	-0,913
36	-0,039	-2,655	-0,418	-0,974

* 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

200 yılının uzun dönem performansına baktığımızda, ilk ay anormal getirinin % , olduğunu ama istatistiki olarak anlamlı olmadığını görüyoruz. İkinci aydaki getirinin ise % 1 , olduğunu ve istatistiki olarak % 1 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bunların dışında, 200 yılında halka ilk kez arz olan işletmelerin, . ve 21. aylarda istatistiki olarak % 5 düzeyinde anlamlı olmak üzere negatif getiriler elde ettikleri görülmektedir. Bizim hipotezimiz ise, yatırımcının uzun dönemde pozitif getiri elde etmesinin mümkün olup olmadığıdır. Bu durumda, H_0 hipotezi kabul edilecek ve 200 yılında, tesadüfi olarak herhangi bir hisse senedine yatırım yapılmak suretiyle, piyasa getirisinin üzerinde getiri elde etmenin mümkün olmadığı sonucuna ulaşılabacaktır.

2003 yılında halka arz olan işletmelerin sadece 12 ayda piyasa getirisinin üzerinde pozitif getiriler elde edebildikleri görülmektedir. Kalan 2 ay ise hisse senedi getirileri piyasa getirisinin altında kalmak suretiyle yatırımcıların zarar etmelerine yol açmışlardır.

Birikimli aylık ortalama getirileri ifade eden A değerlerine baktığımızda ise, bu yılda halka arz olan hisse senetlerini üç yıl boyunca elinde tutan bir yatırımcının . ayın sonunda piyasa getirisinden - % 41,8 oranında daha az bir getiri elde ettiğini yani 41,8 oranında bir kayıpla karşılaştığı görülmektedir.

Tablo 23: Yılı Fiyat Per ormansları

Aylar	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	-0,086	-2,062*	-0,086	-2,062*
2	-0,046	-0,932	-0,133	-2,280**
3	-0,036	-0,675	-0,169	-1,771
4	0,003	0,048	-0,167	-1,451
5	-0,049	-2,400**	-0,216	-1,757
6	-0,028	-0,977	-0,245	-2,094*
7	-0,059	-2,255**	-0,303	-2,756**
8	-0,009	-0,176	-0,312	-2,461**
9	-0,018	-0,621	-0,331	-2,270**
10	0,005	0,171	-0,326	-2,313**
11	-0,046	-2,434**	-0,372	-2,547**
12	-0,054	-1,780	-0,426	-2,716**
13	-0,018	-0,953	-0,444	-2,696**
14	0,002	0,074	-0,442	-2,830**
15	0,012	0,585	-0,430	-2,780**
16	-0,015	-0,412	-0,445	-2,646**
17	0,042	0,900	-0,403	-2,502**
18	0,032	0,879	-0,371	-2,220*
19	0,046	1,533	-0,325	-1,901*
20	0,091	1,869*	-0,235	-1,352
21	0,022	0,687	-0,213	-1,181
22	0,005	0,155	-0,208	-1,130
23	0,060	1,317	-0,148	-0,831
24	-0,063	-1,454	-0,211	-1,117
25	-0,086	-3,448***	-0,297	-1,624
26	-0,021	-0,530	-0,318	-1,633
27	0,022	0,688	-0,295	-1,591
28	-0,010	-0,363	-0,306	-1,666
29	0,025	0,985	-0,281	-1,480
30	-0,048	-3,154**	-0,329	-1,706
31	-0,056	-2,679**	-0,385	-2,015*
32	-0,016	-0,560	-0,401	-1,978*
33	-0,022	-0,768	-0,423	-2,120*
34	-0,047	-1,385	-0,471	-2,444**
35	0,016	0,457	-0,455	-2,454**
36	-0,128	-1,353	-0,583	-2,460**

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

200 yılında halka ilk kez arz olan işletmelerin uzun dönem fiyat performansına baktığımızda, ilk ay anormal getirinin - % 8, olduğunu ve istatistiki olarak % 10 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu yılda halka arz olan işletmelerin hisselerine yatırım yapanlar ilk ayın sonunda , oranında bir kayıpla karşılaşmışlardır. Bu yılın, 25. ayındaki getiriye baktığımızda da % 1 düzeyinde anlamlı olduğu ve yine - % , oranında negatif bir getirinin ortaya çıktığı görülmektedir. 0. ve 31. aylarda da % 5 düzeyinde anlamlı olmakla birlikte negatif getiriler görülmektedir. . ayın getirisi ise yine negatif olup - % 12,8 olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda, yine, H_0 hipotezi kabul edilecek ve 2004 yılında, tesadüfi olarak herhangi bir hisse senedine yatırım yapılmak suretiyle, piyasa getirisinin üzerinde getiri elde etmenin mümkün olmadığı sonucuna ulaşılabacaktır.

Birikimli aylık ortalama getirileri ifade eden A değerlerine baktığımızda ise, bu yılda halka arz olan hisse senetlerini üç yıl boyunca elinde tutan bir yatırımcının . ayın sonunda, % 5 düzeyinde anlamlı olmakla birlikte piyasa getirisinin altında - % 58,3 gibi bir kayıpla karşılaştığını görmekteyiz. Bu durumda da yine H_0 hipotezi kabul edilmektedir. 200 yılındaki A değerlerine baktığımızda, ., ., . ve 20 ile 30. aylar dışında elde edilen birikimli aylık getirilerin istatistiki olarak % 10 ve % 5 anlamlılık düzeyinde olduğu görülmektedir. Aylar itibariyle incelediğimizde ise bu getirilerin hepsinin piyasa getirisinin altında olduğu yani yatırımcının kayıpla karşılaştığı sonucuna ulaşmaktayız.

Tablo 24: 2005 Yılı Fiyat Perormansları

Aylar	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,118	1,037	0,118	1,037
2	-0,008	-0,172	0,109	1,289
3	0,179	0,793	0,289	0,943
4	0,113	1,302	0,402	1,035
5	-0,092	-3,298**	0,310	0,792
6	0,086	0,989	0,397	0,835
7	0,068	4,178***	0,464	0,985
8	-0,167	-1,676	0,297	0,771
9	0,072	1,432	0,369	0,861
10	0,061	1,352	0,430	0,953
11	-0,039	-1,116	0,392	0,907
12	-0,003	-0,087	0,389	0,969
13	-0,039	-1,546	0,350	0,918
14	0,009	0,250	0,359	1,015
15	-0,051	-0,629	0,308	1,076
16	0,016	0,745	0,324	1,148
17	-0,051	-1,367	0,273	0,978
18	0,003	0,108	0,275	1,030
19	0,019	0,410	0,295	0,941
20	-0,048	-1,366	0,247	0,874
21	0,022	0,995	0,269	0,967
22	-0,043	-2,610**	0,226	0,799
23	-0,065	-2,134*	0,161	0,613
24	0,044	2,214*	0,206	0,786
25	-0,030	-0,782	0,176	0,721
26	0,035	0,750	0,211	0,931
27	0,007	0,236	0,218	0,937
28	-0,091	-4,640***	0,127	0,535
29	-0,006	-0,254	0,121	0,494
30	0,040	0,958	0,161	0,663
31	-0,025	-0,482	0,135	0,550
32	-0,022	-0,500	0,114	0,479
33	0,095	1,712	0,208	0,817
34	0,100	1,139	0,308	1,397
35	0,056	1,029	0,364	1,545
36	0,120	1,590	0,484	1,792

* 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** anlamlılık düzeyinde anlamlı

*** 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

200 yılı uzun dönem fiyat performanslarına baktığımızda, birinci ayın sonunda ortalama anormal getiriler % 11, olarak görülmekle beraber istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır. % 1 anlamlılık düzeyinde sadece 7. ayda anlamlı olmak üzere % 8,6 pozitif getiri elde edildiği görülmektedir. Bunun dışında, 5. ve 22. aylarda % 5; 28. ayda ise % 1 anlamlılık düzeyinde negatif getirilerin ortaya çıktığı görülmektedir. Bu durumda, 200 yılında . ay hariç, H_0 hipotezimiz kabul edilecek ve bu yılda hisse senedi olarak piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde edilemeyeceği sonucuna ulaşılabacaktır.

200 yılında halka ilk kez arz olan işletmelerin hisse senedi performanslarına baktığımızda, 18 ay piyasa getirisinin altında 18 ay ise piyasa getirisinin üzerinde getiriler olarak gerçekleştiği görülmektedir.

Birikimli aylık ortalama getirileri ifade eden A değerlerine baktığımızda ise, bu yılda halka arz olan hisse senetlerini üç yıl boyunca elinde tutan bir yatırımcının . ayın sonunda piyasa getirisinden 48,4 oranında daha fazla bir getiri elde ettiğini ama bunun istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 25: Yılı Fiyat Per ormansları

Aylar	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,152	1,495	0,152	1,495
2	-0,089	-2,980**	0,062	0,557
3	-0,058	-2,065*	0,005	0,042
4	0,033	0,875	0,037	0,291
5	-0,054	-1,355	-0,016	-0,141
6	-0,006	-0,274	-0,022	-0,204
7	0,002	0,062	-0,021	-0,162
8	0,022	0,685	0,002	0,011
9	0,048	1,093	0,050	0,317
10	0,041	1,547	0,090	0,590
11	-0,040	-1,167	0,051	0,283
12	0,004	0,111	0,055	0,358
13	-0,062	-2,852**	-0,007	-0,044
14	-0,049	-1,882*	-0,055	-0,318
15	0,003	0,101	-0,052	-0,308
16	0,021	0,548	-0,031	-0,181
17	-0,005	-0,157	-0,036	-0,212
18	0,056	0,895	0,020	0,136
19	0,028	0,729	0,048	0,303
20	0,008	0,276	0,056	0,327
21	-0,003	-0,118	0,054	0,286
22	0,022	0,609	0,076	0,353
23	0,017	0,326	0,093	0,483
24	0,086	1,343	0,179	0,869
25	0,061	0,550	0,240	1,141
26	-0,015	-0,330	0,225	1,056
27	-0,011	-0,303	0,214	1,001
28	-0,013	-0,376	0,201	0,921
29	-0,029	-0,555	0,172	0,791
30	-0,050	-0,775	0,122	0,689
31	-0,043	-1,006	0,080	0,444
32	-0,040	-0,847	0,040	0,267
33	0,017	0,191	0,057	0,385
34	0,192	1,288	0,249	1,111
35	0,012	0,134	0,261	1,592
36	-0,031	-0,762	0,230	1,450

* 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

200 yılının uzun dönem fiyat performanslarına baktığımızda, 1. ayın sonunda ortalama anormal getiriler % 1,2 olarak görülmekle beraber istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır. Bu yılda halka arz olan hisseleri alan yatırımcılar, 2. ve 13. aylarda istatistiki olarak % 5 anlamlılık düzeyinde negatif getiriler elde etmişlerdir. Bu durumda, 200 yılında da H_0 hipotezi kabul edilerek, bu yılda hisse senedi alarak piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde edilemeyeceği sonucuna ulaşılmaktadır.

200 yılında halka ilk kez arz olan işletmelerin hisse senedi performanslarına baktığımızda, 1 ay piyasa getirisinin altında 1 ay ise piyasa getirisinin üzerinde getiriler olarak gerçekleştiği görülmektedir

Birikimli aylık ortalama getirileri ifade eden A değerlerine baktığımızda ise, bu yılda halka arz olan hisse senetlerini üç yıl boyunca elinde tutan bir yatırımcının . ayın sonunda piyasa getirisinden 2 oranında daha fazla bir getiri elde ettiğini ama bunun istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 26: Yılı Fiyat Per ormansları

Aylar	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,105	1,250	0,105	1,250
2	-0,012	-0,326	0,093	1,373
3	-0,056	-3,939**	0,036	0,493
4	0,010	0,307	0,047	0,874
5	0,004	0,157	0,050	1,359
6	0,032	0,727	0,082	1,419
7	0,154	1,761	0,236	2,088*
8	0,034	0,771	0,269	2,329*
9	-0,051	-1,655	0,218	1,561
10	-0,079	-2,236*	0,140	1,111
11	-0,038	-1,921	0,102	0,759
12	-0,096	-2,170*	0,006	0,047
13	-0,028	-0,282	-0,022	-0,204
14	-0,055	-1,481	-0,077	-0,649
15	0,060	1,983	-0,017	-0,137
16	-0,030	-0,273	-0,048	-0,279
17	0,029	0,431	-0,019	-0,171
18	-0,047	-0,779	-0,066	-0,464
19	0,035	1,001	-0,030	-0,238
20	0,019	0,370	-0,011	-0,064
21	0,027	0,457	0,017	0,087
22	-0,029	-0,443	-0,012	-0,079
23	0,046	0,602	0,034	0,314
24	0,138	2,399*	0,173	1,714
25	0,002	0,100	0,112	0,595
26	-0,016	-2,119	0,096	0,498
27	0,105	1,175	0,201	0,722
28	0,020	0,401	0,221	0,749
29	-0,042	-0,489	0,179	0,729
30	-0,030	-0,501	0,148	0,488
31	-0,029	-0,847	0,120	0,366
32	0,036	0,597	0,156	0,415
33	-0,057	-0,975	0,099	0,304
34	0,002	0,065	0,101	0,301
35	0,081	0,944	0,181	0,516
36	0,089	0,862	0,271	1,059

* %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** anlamlılık düzeyinde anlamlı

*** 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

2007 yılında halka arz olan son üç işletme için ayın verileri henüz oluşmadığı için analize dahil değildir. İlk 2 ay için tüm işletmeler analize dahildir.

2007 yılında halka ilk kez arz olan işletmelerin hepsi de mali sektörde olup, toplam dokuz tanedir. Bunlardan analize dahil edilen altı işletmenin son üç tanesinin aylık verileri henüz tamamlanmadığından, analizin ilk 2 ayına dahil edilmiş son 12 ayına dahil edilmemiştir. Bu durumda, ilk 2 ayda altı işletme varken son 12 ayda ise üç işletme olduğu dikkate alınmalıdır.

2007 yılının uzun dönem fiyat performanslarına baktığımızda ise 1. ayın sonunda ortalama anormal getiriler % 10,5 olarak görülmekle beraber istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır. Bu yılda halka arz olan işletmelerin hisselerini alan yatırımcılar, 3. ayda % 5 anlamlılık düzeyinde negatif getiriler elde etmişlerdir. Bu durumda, 2007 H_0 hipotezimiz kabul edilecektir. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılar 2007 yılında tesadüfi olarak herhangi bir hisse senedine yatırım yaparak, piyasa getirisinin üzerinde anlamlı getiriler elde edememişlerdir.

Birikimli aylık ortalama getirileri ifade eden A değerlerine baktığımızda ise, bu yılda halka arz olan hisse senetlerini üç yıl boyunca elinde tutan bir yatırımcının 3. ayın sonunda piyasa getirisinden % 27,1 oranında daha fazla bir getiri elde ettiğini ama bunun istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 27: 2000- Dönemi Fiyat Per ormansları

Aylar	AR De eri	t e eri	CAR De eri	t e eri
1	0,103	2,600**	0,103	2,600**
2	0,082	1,791*	0,185	0,058
3	0,002	2,496**	0,187	2,482**
4	0,000	-0,019	0,187	2,311**
5	-0,015	-0,841	0,172	2,041**
6	-0,006	-0,334	0,165	1,934*
7	0,015	0,814	0,180	1,998**
8	0,009	0,319	0,189	2,088**
9	-0,017	-0,854	0,171	1,834*
10	-0,029	-1,069	0,143	1,602
11	-0,039	-2,518**	0,104	1,177
12	-0,025	-1,571	0,079	0,900
13	-0,009	-0,462	0,070	0,767
14	-0,005	-0,278	0,065	0,710
15	-0,001	-0,018	0,064	0,673
16	0,002	0,108	0,066	0,728
17	0,009	0,439	0,075	0,852
18	0,017	1,045	0,092	1,059
19	0,006	0,497	0,098	1,111
20	0,029	1,254	0,127	1,439
21	0,035	1,536	0,162	1,781*
22	0,009	0,581	0,171	1,884*
23	0,013	0,839	0,184	2,084**
24	0,031	1,545	0,215	2,364**
25	0,018	0,584	0,233	2,473**
26	0,064	1,031	0,297	2,822***
27	0,020	1,185	0,317	2,937***
28	-0,012	-0,682	0,304	2,843***
29	-0,004	-0,206	0,300	2,857***
30	-0,021	-1,373	0,279	2,622**
31	-0,004	-0,188	0,275	2,397**
32	-0,007	-0,562	0,268	2,322**
33	0,010	0,503	0,278	2,488**
34	0,027	0,941	0,305	2,682***
35	0,006	0,270	0,311	2,774***
36	-0,008	-0,327	0,303	2,656**

* 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** anlamlılık düzeyinde anlamlı

* ** 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

2007 yılında halka arz olan son üç işletme için ayın verileri henüz oluşmadığı için analize dahil değildir. İlk 2 ay için tüm işletmeler analize dahildir.

2000-2007 yılları arasında halka ilk kez arz olan ve analize dahil edilen 68 işletme bulunmakla beraber, son 12 ay için, aylık verileri henüz oluşmayan üç işletme olduğu için bu sayı 65'e düşmektedir.

Tüm yılları toplu olarak analiz ettiğimizde, uzun dönem fiyat performansının ilk ay için ortalama anormal getirisinin % 10,3 ve istatistiki olarak %5 anlamlılık düzeyinde olduğu görülmektedir. 2. ayda % 10 anlamlılık düzeyinde olmak üzere piyasa getirisinin üzerinde 1,2 oranında kazanç sağlanmıştır. 3. ayda % 5 anlamlılık düzeyinde olmakla beraber sadece binde 2 oranında anormal getiri elde edilmiş ve bu aydan sonra getiriler düşmüş ve 36. ayda - % 08 olarak gerçekleştiği görülmüştür.

Bunun dışında, bu yıllar arasında hisse senetlerine yatırım yapan ve 36 ay boyunca bu hisseleri elinde tutan yatırımcıların kazançlarını gösteren CAR değerlerine baktığımızda 36. ayın sonunda 1,30,3 oranında bir getiri elde ettikleri ve bu sonucun da istatistiki olarak % 5 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. 2000-2007 yılları arasında diğer aylardaki CAR değerlerine baktığımızda ise 2. ay ile 10-20 arasındaki aylar hariç olmak üzere getirilerin, istatistiki olarak %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde olduğu görülmektedir. Bu durumda, bu aylar hariç olmak üzere, H_0 hipotezimiz ret edilecek ve H_1 hipotezimiz kabul edilecektir. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılar bu yıllar arasında tesadüfi olarak herhangi bir hisse senedine yatırım yapmak suretiyle, piyasa getirisinin üzerinde anlamlı getiriler elde etmektedirler sonucuna ulaşılmaktadır.

. . . Uzun Dönem e Sektör Bazında Fiyat Performansları

2000-2007 yılları arasında halka ilk kez arz olan işletmenin 22 tanesi Sanayi Sektöründe, 1 tanesi Mali Sektörde, yine 1 tanesi Hizmet Sektöründe ve 10 tanesi ise Teknoloji Sektöründe gerçekleşmiştir.

2007 yılında halka arz olan üç işletmenin fiyatları henüz oluşmadığından, analizimizde son 12 aydaki fiyat performanslarında toplam 6 işletme bulunmaktadır.

Tablo 28: 2000- Dönemi Se tör Per ormansları Aylı Ortalama Anormal Getiriler (AR)

Aylar	Bütün Hisseler n=68	Sanayi Se törü n=22	Mali Se tör n=18	Hizmet Se törü n=18	Teknoloji Se törü n=10
1	0,103	0,071	0,139	0,087	0,141
2	0,082	0,156	0,066	0,042	0,020
3	0,002	0,084	-0,020	-0,076	0,021
4	0,000	0,038	0,013	-0,047	-0,021
5	-0,015	0,021	0,000	-0,059	-0,036
6	-0,006	-0,027	-0,010	0,037	-0,047
7	0,015	0,016	0,093	-0,034	-0,044
8	0,009	-0,058	0,035	0,077	-0,035
9	-0,017	-0,089	0,023	-0,021	0,101
10	-0,029	-0,027	-0,046	0,021	-0,118
11	-0,039	-0,069	-0,021	-0,031	-0,013
12	-0,025	0,013	-0,055	-0,014	-0,088
13	-0,009	0,028	-0,013	-0,047	-0,012
14	-0,005	-0,002	0,043	-0,027	-0,069
15	-0,001	-0,052	0,043	0,018	-0,002
16	0,002	0,026	-0,046	0,040	-0,048
17	0,009	0,027	-0,021	0,001	0,047
18	0,017	0,020	-0,004	0,021	0,045
19	0,006	-0,020	0,021	0,006	0,047
20	0,029	0,059	-0,005	0,048	-0,027
21	0,035	0,057	0,046	-0,029	0,108
22	0,009	0,007	-0,007	0,008	0,056
23	0,013	-0,011	0,012	0,040	0,017
24	0,031	0,025	0,062	0,037	-0,041
25	0,018	0,129	-0,053	-0,024	-0,046
26	0,064	-0,018	0,026	0,213	-0,015
27	0,020	0,029	0,001	-0,024	0,138
28	-0,012	0,006	-0,042	0,010	-0,062
29	-0,004	0,042	-0,032	-0,025	-0,021
30	-0,021	-0,017	-0,034	-0,041	0,040
31	-0,004	-0,011	-0,011	0,023	-0,033
32	-0,007	-0,025	-0,008	0,027	-0,044
33	0,010	-0,001	-0,002	0,050	-0,034
34	0,027	0,047	-0,017	0,041	0,019
35	0,006	0,004	0,022	0,003	-0,010
36	-0,008	-0,059	0,026	0,023	-0,017

2000-200 yılları arasında halka ilk kez arz olan işletmelerin hisselerine yatırım yapan bir yatırımcının, ilk ay için ortalama anormal getirileri sanayi sektörü için 7.1, mali sektör için 1 . , hizmet sektörü için . ve teknoloji sektörü için ise 1 .1 olarak gerçekleşmiştir. örüldüğü gibi, ilk ayda en çok kazandıran sektör teknoloji sektörü olmuştur. Daha sonra sırasıyla mali sektör, hizmet sektörü ve en az kazandıran sektör ise sanayi sektörü olmuştur. Bununla birlikte, teknoloji sektörünün A değerlerinin ikinci aydan itibaren düşmeye başladığı ve . ayda - % 1, oranında negatif getiri sağladığı görülmüştür. Bu durum, başlangıçta düşük değerlendirilerek yüksek pozitif anormal getiri sağlayan hisselerin uzun vadede bu kazançlarının geri alındığı görüşünü desteklemektedir. Teknoloji sektörünün aylık ortalama anormal getirilerine baktığımızda, ay içinde sadece 1 ayda pozitif getiri elde edilebildiğini kalan 23 ayda ise hep negatif getirilerin ortaya çıktığı görülmektedir.

Mali sektöre baktığımızda, ilk ayda sağlanan 13,9 pozitif getirinin ikinci ayda % , a ve üçüncü ayda ise - % 2 e düştüğü görülmektedir. . ayda ise mali sektörün getirisi piyasa getirisinin % 2,6 üzerinde gerçekleşmiştir. Tüm ayları incelediğimizde ise, 1 ayda negatif 1 ayda ise pozitif getirilerin ortaya çıktığı görülmektedir.

Hizmet sektöründeki uzun dönem fiyat performanslarına baktığımızda ise ilk ayda % 8,7, ikinci ayda % ,2 ve üçüncü ayda ise - % 7,6 ortalama anormal getirilerin ortaya çıktığı görülmektedir. . ayda ise hizmet sektörünün getirisi piyasa getirisinin % 2, üzerinde gerçekleşmiştir. Tüm ayları incelediğimizde ise, 1 ayda negatif 22 ayda ise pozitif getirilerin ortaya çıktığı görülmektedir.

Sanayi sektörünü incelediğimizde; tüm sektörler içinde, ilk aydaki en düşük ortalama anormal getiri olan % ,2 oranında bir getiri sağladığı görülmektedir. Bununla beraber ikinci ve üçüncü aylardaki en iyi performansı da yine bu sektördeki hisseler sağlamışlardır. İkinci ayda sanayi sektörüne yatırım yapan bir yatırımcı 1 , oranında pozitif bir getiri elde etmiştir. . ayda ise sanayi sektörünün getirisi piyasa getirisinin altında gerçekleşmiş ve yatırımcı için - % , oranında bir kayba yol açmıştır. Tüm ayları incelediğimizde ise, 1 ayda negatif 21 ayda ise pozitif getirilerin ortaya çıktığı görülmektedir.

Sonuç olarak, ilk ayda en çok kazandıran sektör teknoloji sektörü olmakla beraber, aylık negatif getiriler açısından baktığımızda en çok kaybettiren sektörün de yine bu sektör olduğunu söylemek mümkündür. İlk ay için , kazandıran hizmet sektörü ise, aylar bazında 1 ay ile en az negatif getiri görülen sektör olmuştur. Bunu 1 ayla sanayi sektörü ve 1 ayla da mali sektör takip etmiştir.

Uzun vadede düşük fiyatlamanın olup olmadığı ya da devam edip etmediği konusunda yapılan araştırmalara göre bkz. Tablo: 9) ilk aylarda yapılan ortaya çıkan düşük fiyatlamanın uzun vadede aşıldığı görüşünü ortaya çıkmıştır. Bu durumun İMKB de de değişmediği görülmektedir

Tablo 29: 2000- Dönemi Se tör Per ormansları Biri imli Aylı Ortalama Anormal Getiriler (CAR)

Aylar	Bütün Hisseler n=68	Sanayi Se törü n=22	Mali Se tör n=18	Hizmet Se törü n=18	Teknoloji Se törü n=10
1	0,103	0,071	0,139	0,087	0,141
2	0,185	0,227	0,205	0,145	0,149
3	0,187	0,310	0,185	0,068	0,170
4	0,187	0,348	0,198	0,010	0,150
5	0,172	0,369	0,198	-0,038	0,114
6	0,165	0,342	0,188	0,002	0,067
7	0,180	0,358	0,281	-0,030	0,022
8	0,189	0,300	0,316	0,057	-0,013
9	0,171	0,210	0,339	0,006	0,088
10	0,143	0,184	0,292	0,016	-0,030
11	0,104	0,114	0,271	-0,004	-0,043
12	0,079	0,128	0,216	-0,018	-0,131
13	0,070	0,156	0,203	-0,070	-0,143
14	0,065	0,153	0,246	-0,085	-0,212
15	0,064	0,101	0,289	-0,066	-0,214
16	0,066	0,126	0,243	-0,037	-0,262
17	0,075	0,154	0,222	-0,024	-0,215
18	0,092	0,174	0,217	0,001	-0,170
19	0,098	0,154	0,239	0,013	-0,123
20	0,127	0,213	0,233	0,070	-0,150
21	0,162	0,270	0,279	0,041	-0,042
22	0,171	0,278	0,272	0,052	0,015
23	0,184	0,267	0,284	0,089	0,032
24	0,215	0,292	0,346	0,102	-0,009
25	0,233	0,420	0,316	0,064	-0,055
26	0,297	0,402	0,342	0,304	-0,070
27	0,317	0,431	0,343	0,277	0,068
28	0,304	0,437	0,301	0,283	0,007
29	0,300	0,479	0,269	0,273	-0,014
30	0,279	0,462	0,234	0,238	0,025
31	0,275	0,451	0,223	0,258	-0,008
32	0,268	0,426	0,215	0,300	-0,052
33	0,278	0,425	0,213	0,348	-0,086
34	0,305	0,471	0,196	0,376	-0,068
35	0,311	0,475	0,217	0,389	-0,078
36	0,303	0,417	0,243	0,419	-0,065

2000-200 yılları arasında hisse senetlerine yatırım yapan ve ay boyunca bu hisseleri elinde tutan yatırımcıların kazançlarını gösteren A değerlerine sektörler itibariyle baktığımızda, .ayın sonunda en çok kazandıran sektörün 41,9 oranıyla hizmet sektörü olduğu görülmektedir. Bunu binde 2 lik bir farkla yani 1, ile sanayi sektörü takip etmiştir. Üçüncü sırada ise, birikimli ortalama anormal getirisi % 2 , olmak üzere mali sektör bulunmaktadır. En son sırada ise negatif getiri sağlayan teknoloji sektörü bulunmakta olup, bu sektöre yatırım yaparak ay boyunca elinde tutan yatırımcı için kayıp oranı - % 6,5 olarak gerçekleşmiştir..

5.5. HALKA İLK ARZDA KISA DÖNEM FİYAT PERFORMANSININ BELİRLEYİCİLERİ

5.5. . enel Açılama

alışmamızın bu bölümünde, 2000-200 yılları arasında halka ilk kez arz olan hisse senetlerinin fiyat performansını etkileyen faktörler; halka arz oranı, aktif toplamı, toplam hasılat, işletmenin yaşı, ilk gün anormal getiriler, piyasa getirisi, 21 işlem günü getirilerin standart sapması, halka arz satış yöntemi ve halka arz yöntemi olarak belirlenmiştir. Bu faktörler; çoklu regresyon analizinde bağımsız değişken olarak ele alınmış ve bağımlı değişken olarak da halka ilk kez arz olan işlemlerin bir, iki, üç ve dört haftalık piyasa getirisine göre düzeltilmiş anormal getiriler ve birikimli anormal geiriler ele alınarak bağımsız değişkenlerin fiyat performansları üzerindeki etkileri tespit edilmeye çalışılmıştır.

5.5. . Regresyon Analizinde Kullanılan Değişkenler

Halka ilk kez arz olan işletmelerin kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını açıklayabilmek için bazı değişkenler belirlenmiştir. Özellikle araştırmacılar düşük fiyatlandırmayı açıklamak için birçok kuram ileri sürmüşlerdir. Bunların birçoğunda araştırmacılar düşük fiyatlamayı, halka arzı gerçekleştirecek hisse senedinin gelecekte piyasada oluşacak fiyat seviyesinin belirsizliğine bağlamaktadırlar ve düşük fiyatlandırmayı hisse senedinin beklenen fiyat performansının belirsizliğinin bir sonucu olduğunu ifade etmektedirler.

Buna göre, fiyat hareketlerinde yüksek değişiklik beklenen hisse senetlerinin daha riskli olacağı düşünöldüğü için bu hisse senetlerinin daha çok düşük fiyatlamaya gideceğı beklenmektedir.

Hisse senetlerinin fiyat performansının belirsizliğini doğrudan ölçmek mümkün olmadığından, bu belirsizliğı bazı değişkenler yardımıyla ölçme yoluna gitmek gerekmektedir. alışmamızda kullanılacak değişkenler ve bunların açıklamaları aşağıda açıklanmaktadır.

- **Toplam Aktifler (ASSET)**

İşletmenin büyüklüğü, işletmenin gelecekteki performansı hakkında belirsizliğı azaltabilir. Bu yüzden firmanın bir büyüklük göstergesi olarak toplam aktiflerinin değerini kullanabiliriz. Halka ilk kez arz olan işletmenin halka açılma yılından önceki yılsonu aktiflerinin toplam değerinin logaritması değişken olarak alınmıştır. Büyük firmalarda daha az belirsizlik beklendiğinden, bu değişken ile düşük fiyatlama getirileri arasında ters orantılı bir ilişki beklenmektedir.

- **İşletmenin Yaşı YA**

İşletmenin halka açılmadan önce faaliyette bulunduğı süre, hisse senedi fiyat performansının belirsizliğı hakkında bilgi verebilecektir. Buna göre daha uzun süre faaliyette bulunan işletmelerin yeni firmalara göre hisse senedi fiyat performanslarındaki belirsizlik daha az olacaktır. Bu da, eskiden beri faaliyette bulunan işletmelerin halka ilk kez arz olduklarında, hisse senedi fiyatını belirlerken düşük fiyatlamaya gitmelerinin yeni başlayan işletmelere nazaran daha az olacağı beklentisini getirmektedir. İşletmenin, halka arz olmadan önce faaliyette bulunduğı zamanın yıl olarak ifadesi değişken olarak kullanılmıştır. Bu değişken ile anormal getiriler arasında ters yönlü bir ilişki beklenmektedir.

- **Hal a Ar Oranı HAO**

İşletmelerin halka açılma oranı, hisse senedi fiyat performansının belirsizliğı hakkında iki türlü bilgi vermektedir. Bunlardan ilki, işletme sahiplerinin işletmelerine olan güvenlerini ifade eder ve az oranda açılma piyasa tarafından olumlu olarak algılanır. Bu da belirsizliğin düşük olmasını ve dolayısıyla daha az

düşük fiyatlama beklentisini getirir. İkinci olarak, firmanın halka arz ettiği hisseleri satamama korkusundan dolayı halka açılma oranını düşük tuttuğudur. Bu durumda piyasa halka açılma oranının az olmasını olumsuz yorumlayacaktır ve dolayısıyla artan belirsizlik düşük fiyatlamasının daha da fazla olmasına yol açacaktır. Bu iki etken zıt yönde çalıştığından, bu değişken ile anormal getiriler arasındaki ilişki için ön beklenti pozitif/negatif olabileceği şeklindedir.

- **Toplam H sılat ELR**

Halka arz ile toplanan fonların büyüklüğü hissenin performansı hakkında bilgi verebilir. Buna göre küçük boyutlu halka arzlar, büyük olanlara oranla daha spekülative olabilmektedirler. Bu nedenle belirsizlik bu firmalarda daha fazla olacaktır ve dolayısıyla düşük fiyatlama küçük boyutlu halka arzlar için daha belirgin olabilecektir. Toplam h sılatı temsilen halka arz ile elde edilen fonların dolar cinsinden değerinin logaritması kullanılmıştır. Bu değişken ile anormal getiriler arasında ters yönlü bir ilişki beklenmektedir.

- **Standart Sapma (STD)**

Düşük fiyatlama ile ilgili hipotezleri açıkladığımız ve Bölüm 2.1 de bahsedilen asimetrik bilgi hipotezinde çok 1 düşük fiyatlama olgusunu hisse senedinin gelecek performansı hakkında bilgi sahibi olan ve olmayan yatırımcılar arasındaki farklılığa bağlamıştır. Buna göre düşük fiyatlama, bu iki grup arasındaki bilgi asimetrisinin varlığına ve hisse senedi performansının gelecekteki değişkenliğine bağlı olmaktadır. Değişkenliğin fazla olmasının belirsizliği artıracağını ve dolayısıyla düşük fiyatlamasının daha fazla olacağını göstermektedir.

alışmamızda, hisse senedinin ilk işlem gününü takip eden 21 gündeki getirilerinin standart sapması hisse senedinin performansının belirsizliğini ölçmek için kullanılmıştır. Bu standart sapmanın fazla olması, değişkenliğin daha fazla olduğunu göstermekte ve dolayısıyla bu değişken ile düşük fiyatlama arasında aynı yönlü bir ilişki beklenmektedir.

- **Piyasa Getirisi (PG)**

Düşük fiyatlama, halka arz fiyatının belirlendiği zaman ile ilk işlem günü arasında geçen sürede piyasanın yükselmesinden de kaynaklanabilir. Bundan

dolayı, piyasadaki yükselmenin hisse senedinin fiyat performansı üzerindeki etkisini ölçmek için piyasa getirisi değişken olarak kullanılmıştır. Bu değişken İMKB Bileşik Endeksinin, halka arz edilen hisse senedinin ilk işlem gününden önceki 21 günlük getirilerini toplamı olarak tanımlanmıştır. Bu değişken ile anormal getiriler arasında doğrusal bir ilişki beklenmektedir.

- **İl ün Anormal etiriler F**

Bu değişken hisse senedinin ilk gündeki performansı ile daha sonraki günler arasındaki performansı arasındaki ilişkiyi test etmek için kullanılmıştır. İlk gündeki getiriler esas olarak düşük fiyatlama olgusunun olup olmadığını göstermektedir. İşletmelerin halka arz fiyatları onların gerçek potansiyellerini yansıtmayabilir. Başlangıçta işletmeler halka arza ilgi gösterilmesi adına halka arz fiyatını düşük tutmuş olabilirler. Bu sebeple, ilk gün performansı ile çalışmamızda dikkate aldığımız ilk dört haftalık fiyat performansının karşılaştırılması sonucunda, işletmenin başlangıç performansının gerçekten işletmenin gerçek potansiyelini yansıtıp yansıtmadığını ortaya koyabileceği düşünülmektedir. Bu değişken için herhangi bir ön beklenti bulunmamaktadır.

- **Aracı Kurum ARAC**

Asimetrik bilgi hipotezinde, Baron 1 2 aracı kurumların hisseyi halka arz eden işletmelerden daha fazla bilgiye sahip olduklarını ileri sürerek, işletmelerin hisselerinin gerçek fiyat seviyesinin nerede olabileceğini bilmediklerinden, fiyat kararını aracı kuruma bırakabileceklerini ve hisselerin düşük fiyatlanmasına razı olabileceklerini belirtmiştir. alışmamızda, bu hipotezi test etmek amacıyla bir kukla değişken kullanılmıştır. Buna göre, hisse senedinin arzına aracılık eden aracı kurum kendi hisselerini veya bağlı bulunduğu şirketler grubundan bir işletmenin hisse senetlerini arz ediyorsa 1 değeri, diğer durumlarda ise 0 değeri almaktadır.

- **Hal a Ar Yöntemi YÖNTEM**

Hisse senetlerinin halka arzında üç yöntem kullanılmaktadır. Bunlardan ilki, mevcut payların halka satışlarıdır ki buna “portföyden satış” veya “ortak satış” yöntemi denilmektedir. Bu yöntemde, işletmenin gerçek ya da tüzel kişi ortakları portföylerinde bulunan ve işletme tarafından önceden çıkarılan hisse senetlerini

satılmaktadırlar ve bu sebeple de elde edilen hisse satılacak işletmeye değil de işletmenin mevcut ortaklarına ait olmaktadır. Bu durumda, işletme ortakları elde ettikleri fonları istedikleri yerde kullanabileceklerinden halka arz edilen bu hisseleri alan yatırımcıların sağladıkları fonların işletme için kullanılmaması riski ortaya çıkacaktır. Bu da, işletmenin hisse senedi performansının belirsizliğini artırmaktadır.

İkinci yöntem ise, sermaye artırımı veya yeni pay ihracı yoluyla halka arzdır. Bu yöntemde, işletme mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle işletmeye yeni ortakların girmesini sağlamaktadır. Birinci yöntemin aksine, bu yöntemde elde edilen hisse satılacak işletmenin kasasına girmektedir ve işletmenin belirlediği büyüme stratejileri doğrultusunda kullanılmaktadır. Bu durum yatırımcı için iyi bir seçenek olmaktadır, çünkü yatırımcının sağladığı fonlar firmanın finansal durumunu güçlendirmek için kullanılacaktır. Dolayısıyla, halka arz edilen hissenin performansına ilişkin belirsizlik daha az olacaktır.

Üçüncü yöntem ise, her iki yöntemin birlikte kullanılması yoluyla halka arzdır. Çalışmamızda halka arz yöntemi kukla dummy değişken olarak kullanılmak suretiyle, hisse senedinin ilk dört haftada sağladığı anormal getiriler üzerinde bir etkisinin olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır.

Bu kukla değişken kullanılırken, portföyden satış yöntemi kesişim değişkeni olarak alınmış ve 0 olarak tanımlanmıştır. Eğer halka arz yöntemi sermaye artırımı ise 1 değilse 0 hem sermaye artırımı hem de ortak satış yönteminin birlikte kullanılması durumu söz konusu ise 1 değilse 0 değerleri verilmiştir.

▪ Halka Satış Yöntemi

Halka arzlarda iki farklı satış yöntemi bulunmaktadır. Bunlar, “talep toplama” ve “borsada satış” yöntemleridir. Talep toplama yöntemi de kendi içinde üçe ayrılmaktadır. Bunlar ise “sabit fiyatla talep toplama”, “fiyat aralığı yoluyla talep toplama” ve “fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama”dır. Ülkemizde, fiyat teklifi alma yöntemiyle talep toplama hiç yapılmadığından çalışmamıza dahil edilmemiştir. Halka satış yöntemi de regresyon analizimizde kukla değişken olarak kullanılmıştır. 2000-2009 yılları arasında en çok uygulanan yöntem olan sabit fiyatla talep toplama yöntemi kesişim değişkeni olarak alınmış ve 0 olarak tanımlanmıştır. Halka arzda

satış yöntemi olarak borsada satış kullanıldığında 1 değilse 0 fiyat aralığıyla talep toplama yöntemi kullanıldıysa 1 değilse 0 değeri verilmiştir.

5.5.3. Regresyon Modelinin Analizi

Hisse senetlerindeki fiyat performansını tespit etmeye yönelik olarak belirlenen değişkenle, çoklu regresyon analizi yöntemi kullanılarak uygulanmıştır. Modelimizde, bir bağımlı ve yukarıda açıklamış olduğumuz birden fazla bağımsız değişken yer almaktadır. Bağımlı değişken olarak halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin 1.,2.,3. ve 4.haftalardaki anormal (AR) ve birikimli (CAR) hisse senedi getirilerini dikkate alarak bu bağımsız değişkenlerin kısa dönemde hisse senetlerinin fiyat performanslarını etkileyip etkilemediği ve/veya ne ölçüde etkilediği tespit edilmeye çalışılmıştır. Regresyon analizi modeli aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

$$DÜŞFİY = \beta_0 + \beta_1 ASSET + \beta_2 YAS + \beta_3 HAO + \beta_4 GELR + \beta_5 STD + \beta_6 PG + \beta_7 FGG + \beta_8 ARAC + \beta_9 YONTEM + \beta_{10} SATISYON + \varepsilon$$

Yukarıda belirtilen regresyon denkleminde yer alan bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni ne ölçüde tanımladığını ortaya koymak amacıyla SPSS.16.0 yazılımı kullanılmıştır.

Yapılan regresyon analizinin sonuçlarını yorumlarken kurulan modelin anlamlılığı hakkında bilgi verebilecek değere bakılmaktadır. Bunlar, modelin t t-statistic), F (F-statistic) ve R² (R-s uare değerleridir. Analizimizdeki tablolarda bu değerler gösterilmektedir. Analizimizde hem t hem de F değerleri için aşağıdaki hipotezler kurulmuştur.

- t değeri için kurulan hipotezimiz

$$DÜŞFİY = \beta_0 + \beta_1 ASSET + \beta_2 YAS + \beta_3 HAO + \beta_4 GELR + \beta_5 STD + \beta_6 PG + \beta_7 FGG + \beta_8 ARAC + \beta_9 YONTEM + \beta_{10} SATISYON + \varepsilon$$

$H_0 : \beta_i = 0$ ise; i_0 bağımsız değişken ile DÜ FİY bağımlı değişken arasında herhangi bir ilişki yoktur. Dolayısıyla öngörülen modelde i_0 bağımsız değişkeni yer almayacaktır.

$H_1: \beta_i \neq 0$ ise, i parametresine bağlı bağımsız değişken ile DÜ FİY bağımlı değişkeni arasında bir ilişki vardır. Dolayısıyla öngörülen modelde i_0 bağımsız değişkeni yer almalıdır.

Kurulan hipoteze göre $t_{hes} > t_{tablo}$ olursa H_1 , $t_{hes} < t_{tablo}$ olursa H_0 hipotezi kabul edilecektir.

- F değeri için kurulan hipotezimiz

$$DÜŞFİY = \beta_0 + \beta_1 ASSET + \beta_2 YAS + \beta_3 HAO + \beta_4 GELR + \beta_5 STD + \beta_6 PG + \beta_7 FGG + \beta_8 ARAC + \beta_9 YONTEM + \beta_{10} SATISYON + \varepsilon$$

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 = \beta_9 = \beta_{10} = 0$$

ise; tüm bağımsız değişkenlerin parametreleriyle DÜ FİY bağımlı değişkeni arasında herhangi bir ilişki yoktur. Dolayısıyla böyle bir model kurulamaz.

H_1 : en az bir $\beta_i \neq 0$ ise model geçerlidir β_0 sabiti hariç tutulmalıdır .

Kurulan hipoteze göre $F_{hes} > F_{tablo}$ olursa H_1 , $F_{hes} < F_{tablo}$ olursa H_0 kabul edilecektir.

Hipotezlerden de anlaşılacağı gibi, t testi her bir bağımsız değişkene ait parametrenin bağımlı değişkenle arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Dolayısıyla, her bir bağımsız değişken parametresi için t değerlerine ayrı ayrı bakılmalıdır. F değeri ise, yapılan regresyonun genel başarısını göstermekte olup, tüm bağımsız değişken parametrelerin bağımlı değişkenle aralarındaki ilişkiyi ifade etmektedir. ² ise, modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama düzeyini göstermektedir. Bu değer olabildiğince yüksek olması istenir.

5.5.4. Regresyon Analizinde Elde Edilen Bulgular

Halka ilk kez arz olan işletmelerin kısa dönem olarak adlandırdığımız 1.,2., . ve .haftalardaki fiyat performansını etkilediği düşünülen bağımsız değişkenlerle ilgili elde edilen sonuçlar aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

Tablolarda görülen “t değeri” istatistikleri ile “F” ve “²” değerleri SPSS 16.0 programıyla hesaplanmış olup EK- de verilmiştir.

Tablo 30: 2000- Yılları Arasında İlk Hafta Fiyat Performansını Belirleyen Değişkenlerin Etkileri

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişken 1. Hafta AR	1. Hafta AR t testi	Bağımlı Değişken 1. Hafta CAR	1. Hafta CAR t testi
Yaş (YAS)	-0,004	-1,844*	-0,004	-1,905*
Halı Araç Oranı (HAO)	0,002	0,628	0,002	0,619
Toplam Aktif (ASSET)	-0,028	-0,583	-0,021	-0,440
Toplam Hasılat (GELR)	-0,103	-1,918*	-0,121	-2,251**
Standart Sapma (STD)	3,372	3,759***	3,457	3,852***
İlkin Etkisi (FGG)	0,709	2,785***	1,660	6,516***
Piyasa Getirisi (PG)	0,137	0,838	0,106	0,648
Araç (ARAC)	0,022	0,328	0,026	0,383
Sermaye Artırımı ve Orta Satış	0,052	0,684	0,044	0,576
Sermaye Artırımı	0,081	1,019	0,075	0,938
Borsa Ara Satış	-0,49	-0,505	-0,012	-0,118
Fiyat Aralığı	0,117	1,172	0,125	1,252
F Testi	3,145***		6,969***	
R ² Testi	0,407		0,603	

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı
 ** % 5 anlamlılık düzeyinde anlamlı
 *** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı
 Kukla değişken

Birinci hafta ortalama anormal getirilerle (AR) yapılan regresyon analizi sonucunda, regresyonun bütünü olarak anlamlılık testi olan F testine göre, regresyon analizi istatistiki olarak % 1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Regresyonun bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişkenleri açıklama gücü olan R^2 değeri 0,407 olarak bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle, bağımsız değişkenler bağımlı değişkendeki değişikliklerin 0,407' sini açıklamaktadır. Bu da literatürdeki diğer yapılan çalışmalara göre oldukça yüksek bir açıklama gücüdür.

Birinci hafta A için yapılan regresyon sonucunda, bağımsız değişkenlerden YAS işletmenin yaşı, EL toplam h sılat, STD standart sapma ve F İlk gün getiriler istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. YAS ve EL 10, STD ve FGG ise % 1 düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olarak bulunmuştur.

egresyon sonucuna göre, birinci hafta YAS ve EL değişkenleri ortalama anormal getirileri negatif yönde etkilerken STD ve F değişkenleri ise pozitif yönde etkilemektedir. YAS değişkeni katsayısına göre, işletmenin yaşı bir yıl arttığı zaman birinci hafta getirileri -0,00 azalmaktadır. Bu durum ise, yaşı büyük olan işletmelerin daha az oranda düşük değerleme yaptıklarını göstermektedir. İşletmenin yaşı değişkenini açıklarken, bu değişken ile anormal getiriler arasında ters yönlü bir ilişki beklendiğini belirtmiştik. Bizim analizimizin sonucu da genel beklentiye uygun olarak çıkmıştır. Diğer bir ifadeyle; ülkemizde, bağımsız YAS değişkeninin bağımlı değişkenimiz olan ilk hafta A değerlerine etkisi, uzun süre faaliyette bulunan işletmelerin düşük fiyatlamaya daha az başvurdukları yönündedir.

Halka ilk kez arz edilen işletmelerin halka arz sonucu elde ettikleri fonların büyüklüğünü gösteren ve bağımsız değişken olarak analize kattığımız EL değişkenimiz ise, analizimizde, 1 arttığı zaman birinci hafta A değerlerinin - % 10, oranında azaldığı sonucunu vermiştir. Bu ise, halka arz h sılatının yükseldikçe düşük fiyatlamamanın daha az yapıldığı anlamına gelmektedir. Bu değişken ile anormal getiriler arasında ters yönlü bir ilişki beklenmektedir. Bizim analizimiz de genel beklentiye uygun bir sonuç vermiştir. Diğer bir ifadeyle, halka arzda daha çok fon toplayan işletmeler daha az düşük fiyatlama yapmaktadırlar.

Hisse senedinin ilk işlem gününü takip eden 21 gündeki getirilerinin standart sapması STD hisse senedinin performansının belirsizliğini ölçmek için kullanılmıştır. egresyon sonuçları, ock 1 asimetrik bilgi hipotezini destekler niteliktedir. Tablo 30 da STD değişkeninin katsayısı pozitif olup, 2 olarak bulunmuş ve bu sonucun ise istatistiki olarak 1 anlamlı olduğu görülmüştür. Bu değişken ile hissenin performansının standart sapma ile ölçülen belirsizliği düşük fiyatlamayı belirleyen önemli bir faktör olarak ortaya çıkarmaktadır. Bu ise, İMKB de halka arz edilen hisselerin ilk hafta getirilerinde asimetrik bilgi hipotezinin geçerli olduğunu göstermektedir.

Diğer bir bağımsız değişkenimiz olan ilk gün getirisinin F katsayısı ise 0, 0 olarak görülmekte olup bu sonuç ise istatistiki olarak 1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Bu doğru yönlü ilişki ise, düşük fiyatlamanın daha fazla yapıldığı işletmelerin birinci hafta performanslarının daha yüksek gerçekleştiği anlamına gelmektedir.

İstatistiki olarak anlamlı olmamakla beraber, işletmenin toplam varlıklarını ifade eden ASSET değişkenimizin katsayısı beklenen yönde olup -0,028 olarak görülmektedir. Toplam varlıkları yüksek olan işletmelerde daha az belirsizlik beklendiğinden, bu değişken ile düşük fiyatlama arasında ters yönlü bir ilişki beklenmektedir. Bizim analizimiz de beklentilere uygun olarak görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, aktif büyüklükleri olarak, küçük işletmelerde düşük fiyatlamanın daha belirgin olduğunu söyleyebiliriz.

İstatistiki olarak anlamlı olmamakla beraber, “piyasa getirisi” olarak ifade edilen P bağımsız değişkenimizin katsayısı da beklenen yönde olup 0,137 olarak görülmektedir. Buna göre ilk hafta A bağımlı değişkenimiz, hisse senedinin fiyatının belirlendiği zaman ile hisse senedinin borsada ilk işlem görmeye başladığı zaman arasında İMKB 100 Endeksinin genel yükselişinden etkilenebilmekte ve bu da düşük fiyatlamaya sebep olabilmektedir. Ayrıca daha önceden de açıkladığımız gibi ülkemizde, halka ilk kez arz olan işletmeler piyasadaki yükseliş trendini takip ederek halka açılmayı tercih etmektedirler ki bu da düşük fiyatlamanın sebeplerinden biri olarak gösterilmektedir.

Birinci haftanın birikimli anormal ortalama getirisinin A analiz sonuçlarına baktığımızda ise, regresyonun bütünü olarak anlamlılık testi olan F testine göre, regresyon analizi istatistiki olarak 1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Regresyonun bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişkenleri açıklama gücü olan R^2 değeri 0, 0 olarak bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle, bağımsız değişkenler bağımlı değişkendeki değişikliklerin 0, ünü açıklamaktadır. Bu da oldukça yüksek bir açıklama gücüdür.

A değerlerinde de istatistiki olarak anlamlı bulunan bağımsız değişkenler yine A değerlerindeki değişkenlerle aynıdır. Bunlar YAS , EL , STD ve F

değişkenleri olup istatistiki olarak YAS değişkeni 10, EL değişkeni 5, STD ve F değişkenleri ise % 1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Yukarıda da açıkladığımız gibi, YAS ve EL değişkenlerinin katsayıları beklentilere uygun olarak negatif değerler olarak karşımıza çıkmıştır. YAS değişkenimizin katsayısı -0,004 olup işletmenin yaşı 1 yıl arttığında birinci hafta CAR getirilerinin -0,004 azaldığı anlamına gelmektedir. EL değişkenimizin katsayısı ise -0,121 olarak görülmektedir. Bunun anlamı ise, EL 1 arttığında birinci hafta A ların 12,1 azaldığıdır. Bu durumda, uzun süre faaliyette bulunan ve halka arz sırasında yüksek fon toplayan işletmelerde düşük fiyatlamanın daha az görüldüğü anlamı ortaya çıkmaktadır. Standart sapma STD ve ilk gün getirisi F değişkenlerimizin katsayıları da beklentilere uygun olarak pozitif olarak görülmektedir. Standart sapma, yukarıda da açıklandığı gibi İMKB de asimetrik bilgi hipotezinin olduğu anlamına gelmekte ve katsayının yüksek olması daha fazla getiri sağlandığı sonucunu ortaya koymaktadır. İlk gün getirisinin katsayısının pozitif olması ise, bize, düşük fiyatlamanın daha fazla yapıldığı işletmelerin birinci hafta performanslarının daha yüksek gerçekleştiği anlamına gelmektedir.

Tablo 31: 2000- Yılları Arasında . Hafta Fiyat Performansını Belirleyen Değişkenlerin Etkileri

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişken 2. Hafta AR	2. Hafta AR t e eri	Bağımlı Değişken 2.Hafta CAR	2. Hafta CAR t e eri
Yaş	0,000	-0,552	-0,005	-2,028**
Halka Arz Oranı	0,000	-0,432	0,001	0,329
Toplam Aktif	-0,010	-0,337	-0,031	-0,581
Toplam Hasılat	-0,017	-0,539	-0,138	-2,336**
Standart Sapma	0,562	1,056	4,019	4,069***
İlkin Getiri	-0,065	-0,433	1,594	5,687***
Piyasa Getirisi	-0,130	-1,342	-0,024	-0,134
Aracı	-0,035	-0,868	-0,009	-0,120
Sermaye Artırımı ve Orta Satış	0,039	0,861	0,083	0,987
Sermaye Artırımı	-0,007	-0,147	0,068	0,773
Borsa a Satış	0,041	0,710	0,030	0,275
Fiyat Aralığı	0,053	0,903	0,178	1,624
F Değeri	0,654		6,661***	
R ² Değeri	0,125		0,592	

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % 5 anlamlılık düzeyinde anlamlı

*** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

Kukla değişken

İkinci haftanın regresyon analizi sonuçlarına baktığımızda ise, bağımlı değişken olarak aldığımız ortalama anormal getirilerin A istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediğini görmekteyiz. Bununla birlikte birikimli ortalama anormal getirilerdeki bağımsız değişkenlerin istatistiki olarak anlamlı olanları yukarıdaki tabloda görülmektedir. A değerlerine baktığımızda, regresyonun bütünü olarak anlamlılık testi olan F testine göre, regresyon analizi istatistiki olarak 1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Regresyonun bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişkenleri açıklama gücü olan R^2 değeri 0,125 olarak bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle, bağımsız değişkenler bağımlı değişkendeki değişikliklerin %12,5'ini açıklamaktadır.

İkinci hafta A için yapılan regresyon sonucunda, bağımsız değişkenlerden YAS işletmenin yaşı, EL toplam hisse senedi, STD standart sapma ve F İlk gün getiriler istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. YAS ve EL değişkenleri istatistiki olarak % 5, STD ve FGG değişkenleri ise % 1 düzeyinde anlamlıdır. Bu durumda, yukarıda birinci hafta A analizimizde yapmış olduğumuz açıklamalar ikinci hafta için de geçerli olmaktadır.

Tablo 32: 2000-2001 Yılları Arasında Hafta Fiyat Perormansını Belirleyen Değişkenlerin Etkileri

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişken 3. Hafta AR	3. Hafta AR t değeri	Bağımlı Değişken 3. Hafta CAR	3. Hafta CAR t değeri
Yaş	0,000	0,278	-0,004	-1,554
Hisse Senedi Oranı	-0,002	-1,121	0,000	-0,161
Toplam Aktif	-0,028	-1,123	-0,059	-0,908
Toplam Hasılat	0,006	0,203	-0,132	-1,834*
Standart Sapma	0,286	0,617	4,305	3,569***
İlkin Getiri	0,013	0,097	1,607	4,693***
Piyasa Getirisi	-0,066	-0,781	-0,090	0,683
Aracı	0,005	0,139	-0,004	-0,044
Sermaye Artırımı ve Orta Satış	-0,005	-0,122	0,078	0,761
Sermaye Artırımı	0,032	0,776	0,099	0,931
Borsa Satış	0,025	0,490	0,054	0,413
Fiyat Aralığı	0,067	1,311	0,246	1,833*
F Değeri	0,657		5,163***	
R^2 Değeri	0,125		0,530	

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % 5 anlamlılık düzeyinde anlamlı

*** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

Kukla değişken

Üçüncü haftanın regresyon analizi sonuçlarına baktığımızda ise, bağımlı değişken olarak aldığımız ortalama anormal getirilerin A ikinci hafta da olduğu gibi bu haftada da istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediğini görmekteyiz. Bununla birlikte birikimli ortalama anormal getirilerdeki bağımsız değişkenlerin istatistiki olarak anlamlı olanları yukarıdaki tabloda görülmektedir. A değerlerine baktığımızda, regresyonun bütünü olarak anlamlılık testi olan F testine göre, regresyon analizi istatistiki olarak 1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Regresyonun bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişkenleri açıklama gücü olan R^2 değeri 0, 0 olarak bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle, bağımsız değişkenler bağımlı değişkendeki değişikliklerin ünü açıklamaktadır.

Üçüncü haftadaki birikimli ortalama anormal getirilerin analiz sonuçlarına baktığımızda, birinci ve ikinci haftadan farklı olarak YAS değişkenimizin katsayısının beklentilerimiz yönünde negatif olmasına rağmen istatistiki olarak anlamlı olmadığını görmekteyiz.

Üçüncü haftanın analizinde, istatistiki olarak anlamlı değişkenlerimizin EL, STD, F ve kukla değişken olarak analizimize dahil ettiğimiz satış yöntemlerinden “Fiyat Aralığı” olduğu görülmektedir. İstatistiki olarak, GELR ve Fiyat Aralığı değişkenlerimiz 10, STD ve F değişkenlerimiz ise 1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. GELR değişkenimizin katsayısı -0,1 2 olarak görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, EL 1 arttığı zaman üçüncü hafta birikimli anormal getiriler % 1,2 azalmaktadır. Bu ise, halka arz sırasında yüksek fon toplayan işletmelerde düşük fiyatlamının daha az görüldüğü anlamına gelmektedir. STD değişkenimizin katsayısı , 0 olarak görülmektedir. Bu ise, standart sapması yüksek olan hisse senetlerinin genel olarak daha fazla getiri sağladıkları anlamına gelmektedir. İlk gün getirisinin katsayısının pozitif olması ise, bize, düşük fiyatlamının daha fazla yapıldığı işletmelerin üçüncü hafta performanslarının daha yüksek gerçekleştiği anlamına gelmektedir.

Kukla değişken olarak analize dahil ettiğimiz ve istatistiki olarak 10 anlamlı olan fiyat aralığı ile satış yönteminin katsayısı 0,2 olarak bulunmuştur. Bu katsayıya göre, aracılık sözleşmesinde fiyat aralığı yöntemini kullanan işletmeler sabit fiyatla talep toplama yöntemine göre daha fazla düşük fiyatlama

yapmaktadırlar. Loughran, Ritter ve Rydqvist'in çalışmaları ise, sabit fiyatla talep toplama yönteminde düşük fiyatlamamanın daha yüksek boyutta olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Küçükkocaoğlu ve Alagöz 2000 tarafından İMKB de 1990-2005 yılları arasında halka ilk kez arz olan 178 işletme üzerinde yapmış oldukları çalışmanın sonucunda ise, halka arz günü sonucunda oluşan ortalama ilk gün getirileri, sabit fiyatla talep toplama yönteminde 0,1 ve fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde ise 10,1 olarak gerçekleştiği şeklindedir. Bu durumda, İMKB ile diğer ülkelerde bu alanda yapılan araştırmaların sonuçlarının farklı olduğu görülmektedir. Bizim analizimizde de fiyat aralığı ile talep toplamanın daha fazla düşük fiyatlamaya sebep olduğu sonucu elde edilmiştir.

Tablo 33: 2000-2005 Yılları Arasında Halka Fiyat Performansını Belirleyen Değişkenlerin Etkileri

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişken 4. Hafta AR	4. Hafta AR t değeri	Bağımlı Değişken 4. Hafta CAR	4. Hafta CAR t değeri
Yaş	0,000	-0,412	-0,005	-1,522
Halka Arz Oranı	-0,003	-1,731*	-0,004	-0,795
Toplam Aktif	-0,025	-0,880	-0,084	-1,130
Toplam Hasılat	-0,006	-0,189	-0,138	-1,685*
Standart Sapma	1,009	1,952*	5,316	3,876***
İlletim	-0,072	-0,489	1,535	3,943***
Piyasa Getirisi	0,161	1,702*	0,070	0,281
Aracı	-0,018	-0,453	-0,022	-0,211
Sermaye Artırımı ve Orta Satış	0,018	0,411	0,096	0,823
Sermaye Artırımı	-0,017	-0,370	0,082	0,678
Borsa a Satış	0,057	1,013	0,111	0,746
Fiyat Aralığı	0,065	1,134	0,311	2,040**
F Değeri	1,049		4,503***	
R ² Değeri	0,186		0,496	

* % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı

** % 5 anlamlılık düzeyinde anlamlı

*** % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı

Kukla değişken

Dördüncü haftanın regresyon analizi sonuçlarına baktığımızda ise, anormal ortalama getiri değerini gösteren bağımlı A değişkenimiz için halka arz oranı HAO, standart sapma STD ve piyasa getirisi P değişkenlerinin istatistiki olarak % 10 düzeyinde anlamlı oldukları görülmektedir. Halka arz oranının katsayısı negatif yönde -0,00 olarak görülmektedir. Buna göre; halka açılma oranı ile düşük fiyatlama arasındaki negatif ilişki, işletmenin halka arz ettiği hisseleri satamama korkusundan dolayı halka açılma oranını düşük tuttuğu şeklinde yorumlanabilir. Bu durumda ise, piyasa halka açılma oranının az olmasını olumsuz yorumlayacak ve belirsizlik artacaktır. Bu ise, düşük fiyatlamanın daha belirgin olması sonucunu doğurabilecektir. Standart sapma değişkeni ise, işletmenin hisse senedinin gelecek performansının belirsizliğini ölçmek için kullanılmaktadır. Standart sapmanın fazla olması, değişkenliğin daha fazla olduğu anlamına gelmekte ve bu değişken ile anormal getiriler arasında aynı yönlü bir ilişki beklenmektedir. Bizim sonucumuzda da STD değişkeninin katsayısı pozitif olup 1,00 olarak bulunmuş ve bu sonucun ise istatistiki olarak % 10 anlamlı olduğu görülmüştür. Piyasa getirisi olarak ifade edilen P bağımsız değişkenimizin katsayısı da beklenen yönde olup 0,161 olarak görülmektedir. Buna göre dördüncü hafta A bağımlı değişkenimiz, hisse senedinin fiyatının belirlendiği zaman ile hisse senedinin borsada ilk işlem görmeye başladığı zaman arasında İMKB 100 Endeksinin genel yükselişinden etkilenebilmekte ve bu da düşük fiyatlamaya sebep olabilmektedir.

A değerlerine baktığımızda, regresyonun bütünü olarak anlamlılık testi olan F testine göre, regresyon analizi istatistiki olarak 1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Regresyonun bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişkenleri açıklama gücü olan R^2 değeri 0, olarak bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle, bağımsız değişkenler bağımlı değişkendeki değişikliklerin, sını açıklamaktadır.

Dördüncü haftanın analizinde, istatistiki olarak anlamlı değişkenlerimizin üçüncü haftadaki değişkenlerle aynı olduğu görülmekte olup, bunlar; GELR, STD, F ve kukla değişken olarak analizimize dahil ettiğimiz satış yöntemlerinden “Fiyat Aralığı” değişkenleridir. İstatistiki olarak, EL değişkenimiz 10, “Fiyat Aralığı” değişkenimiz % ve STD ile F değişkenlerimiz ise 1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. EL değişkenimizin katsayısı beklentilere uygun olarak

negatif olarak gerçekleşmiş ve -0,138 olarak görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, halka arz sırasında elde edilen h sılattın 1 artması durumunda dördüncü haftadaki A getirisi % 1 , azalmaktadır. Bu ise, halka arz sırasında yüksek fon toplayan işletmelerde düşük fiyatlamanın daha az görüldüğü anlamına gelmektedir. Standart sapma STD ve ilk gün getirisi F değişkenlerimizin katsayıları da beklentilere uygun olarak pozitif olarak görülmektedir. Standart sapma değişkeni , 1 katsayısına sahiptir ve bu standart sapması fazla olan hisse senetlerinin genel olarak dördüncü haftada daha fazla getiri sağladıklarını ortaya koymaktadır. İlk gün getirisinin katsayısının pozitif olması ise, bize, düşük fiyatlamanın daha fazla yapıldığı işletmelerin dördüncü hafta performanslarının daha yüksek gerçekleştiği anlamına gelmektedir. Kukla değişken olarak analize dahil ettiğimiz ve istatistiki olarak % 5 düzeyinde anlamlı olan fiyat aralığı ile satış yönteminin katsayısı 0,311 olarak gerçekleşmiştir. Bu katsayıya göre, aracılık sözleşmesinde fiyat aralığı yöntemini kullanan işletmeler sabit fiyatla talep toplama yöntemine göre daha fazla düşük fiyatlama yapmaktadırlar.

5.5.5. Regresyon Analizinin Genel Değerlendirmesi

Regresyon analizimizle ilgili genel bir değerlendirme yaptığımızda, birinci hafta dışında A bağımlı değişkenimizde istatistiki olarak anlamlı sonuçlar elde edilemediği görülmüştür. Bununla birlikte, kısa dönem olarak aldığımız ilk dört hafta için birikimli anormal ortalama getirilerde yapılan analizimiz anlamlı sonuçlar elde etmemizi sağlamıştır. Hisse senetlerini satmayarak ellerinde tutan yatırımcıların getirilerini gösteren A bağımlı değişkenimiz için yaptığımız regresyon analizimizde, ilk iki hafta için istatistiki olarak YAS, EL , STD ve F bağımsız değişkenlerimizde anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Üçüncü ve dördüncü haftalarda ise, YAS hariç olmak üzere diğer bağımsız değişkenlerimiz anlamlı sonuçlar vermiş ve kukla değişken olarak analizimize dahil ettiğimiz fiyat aralığıyla talep toplama değişkenimiz de istatistiki olarak anlamlı düzeyde çıkmıştır. Aynı zamanda A bağımlı değişkeni için yapılan regresyon analizimizde tüm haftalar için F testi değerleri istatistiki olarak 1 anlamlı çıkmıştır ki bu da regresyonun bütünü olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

egresyonun bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişkenleri açıklama gücü olan R^2 değeri en düşük , en yüksek ise % 60,3 olarak bulunmuştur. Bu açıklama gücü oldukça yüksektir.

İMKB de 2000-200 yılları arasında halka ilk kez arz olan işletmelerin regresyon analizinde fiyat performanslarını etkileyen en önemli değişkenler işletmenin yaşı, elde edilen toplam hasılat, standart sapma ve ilk gün getirileri olarak ortaya çıkmıştır. Bu durumda, İMKB de halka ilk kez arz olan işletmeler için, uzun süre faaliyette bulunan ve halka arz sırasında yüksek fon toplayan işletmelerde düşük fiyatlamasının daha az görüldüğünü söylemek mümkün olmaktadır. Yine İMKB de halka ilk kez arz olan işletmelerde fiyat performansını etkileyen değişkenlerden biri olan standart sapmanın yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bu ise, hisse senetlerinin genel olarak ilk hafta anormal ortalama getirilerinin ve ilk bir aydaki birikimli anormal ortalama getirilerinin yüksek olduğu anlamına gelmektedir. Standart sapma, aynı zamanda İMKB de asimetric bilgi hipotezinin olduğu anlamına da gelmektedir. İlk gün getirisinin katsayısının pozitif olması ise, bize, düşük fiyatlamasının daha fazla yapıldığı işletmelerin fiyat performanslarının daha yüksek gerçekleştiği anlamını taşımaktadır. Bu ortak bağımsız değişkenlerin yanı sıra kukla değişken olarak analize dahil ettiğimiz satış yöntemlerinden ise fiyat aralığı yöntemiyle talep toplayan işletmelerin sabit fiyatla talep toplayan işletmelere göre daha çok düşük fiyatlamaya gittikleri sonucuna varılmıştır.

İstatistiki olarak anlam taşımayan ama beklentilerimiz doğrultusunda hareket eden bir diğer değişkenimiz ise, işletmenin toplam varlıklarını ifade eden ASSET değişkenimizdir. Bu değişkenimiz, hem A hem de A bağımlı değişkenlerimiz için tüm haftalarda beklenildiği gibi negatif katsayıya sahiptir. Toplam varlıkları yüksek olan işletmelerde daha az belirsizlik beklenildiğinden, bu değişken ile düşük fiyatlama arasında ters yönlü bir ilişki beklenmektedir. Bizim analizimiz de beklentilere uygun olarak görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, aktif büyüklükleri olarak, küçük işletmelerde düşük fiyatlamasının daha belirgin olduğunu söyleyebiliriz.

Bunların dışında, analizimize kukla değişken olarak dahil ettiğimiz aracı kurum ve halka arz yöntemlerinin hiçbirisi istatistiki olarak anlamlı sonuçlar

vermemiştir. Bu da bize, İMKB de hisse senedinin arzına aracılık eden kurumun kendi hisselerini veya bağlı bulunduğu şirketler grubundan bir işletmenin hisse senetlerini arz etmesinin fiyat performansları üzerinde bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Yalçınar 200 , 1997-200 yılları arasında halka ilk kez arz edilen 93 adet hisse senedi için düşük fiyatlama olgusunun varlığı ve halka arz yöntemlerinin düşük fiyatlama üzerinde etkili olup olmadığı durumlarını incelemiştir. Bu çalışmada halka arz yöntemlerinin düşük fiyatlama üzerinde bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmada da, aynı şekilde ortak satış, sermaye artırım ve ikisinin birlikte yapılması durumunu ifade eden halka arz yöntemlerinin fiyat performansları üzerinde bir etkisi olmadığı görülmemektedir.

ALTINCI BÖLÜM

SONU VE ÖNERİLER

ünümüzde, ülkeler gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olarak sınıflandırılmakta olup bu sınıflandırma yapılırken de ülkelerin ekonomik olarak güçlü olup olmadığına bakılmaktadır. gelişmiş ülkeler olarak kabul edilen ülkelerin ise sermaye piyasasını etkin olarak kullanabildikleri görülmektedir.

Ülkemizin de içinde bulunduğu ve “gelişmekte olan ülkeler” konumunda olan ülkeler, finansal piyasalarını hızla geliştirerek, dünya yatırım fonlarından daha büyük bir oranı ülkelerine çekmeyi ve uluslar arası piyasa hareketlerinden daha fazla pay almayı amaçlamaktadırlar. Bunu yapabilmek için de işletmelerimizin dünya çapında diğer işletmelerle rekabet edebilmeleri gerekmektedir. rekabet edebilmek için işletmelerimizin güçlü bir sermaye yapısına ve kurumsallaşmaya ihtiyaçları vardır. İşletmelerin gerekli sermayeyi elde edebilecekleri en uygun ortam ise sermaye piyasasıdır.

Sermaye piyasası işletmelere düşük maliyetli finansman kaynağı, kurumsallaşma, yurtiçi ve yurtdışında tanınma, ortaklara likidite sağlama, kredibilite gibi geniş imkanlar sunmalarına karşın, ülkemizin henüz önemli şirketleri bu imkanlardan yeterince yararlanmamakta ve İMKB de işlem görmemektedir. İşletmelerimizin sermaye piyasasının sunduğu imk nlardan yararlanmalarına, büyümeleri için ihtiyaç duydukları kaynaklara ulaşmalarında, aile şirketlerinin halka açılarak sürdürülebilirliklerinin ve devamlılıklarının sağlanmalarına ve hem sermaye piyasamızın hem de ülkemizin büyümesine katkıda bulunmalarını sağlamak için gerekli yasal düzenlemeler ve çabalar yapılmalıdır. Bu amaçla, TOBB, SPK, TSPAKB ve İMKB arasında imzalanan İşbirliği Protokolü ile “Halka Arz Seferberliği” çalışmaları başlatılmıştır. Bu çalışmanın ilk toplantısı Mayıs 2010 tarihinde İstanbul da yapılmıştır. Haziran 2010 itibariyle, “halka arz seferberliği”nin ülkemizde etkili olup olmadığını görmemiz mümkün olamamakla birlikte olumlu sonuçlar vereceğine inanıyoruz. Halka arzların artmasıyla sermayenin tabana

yayılması, işletmelerin ucuz finansman imk nlarına kavuşması, yatırımların ve istihdamın artması ve ekonomik büyümenin hızlanması mümkün olacaktır.

Halka arz süreci oldukça uzun ve karmaşık bir süreçtir. İşletmeler, sermaye piyasası araçlarını kendileri pazarlayacak finansal bilgi birikimine ve potansiyel müşteriler ile gerekli bağlantılara yeteri kadar sahip olamayacaklarından bir veya birden fazla aracı kurumla anlaşarak bu sürece başlamaktadırlar.

Halka ilk kez arz olan işletmelerin en önemli kararından birisi de, halka arz fiyatını tespit etmektir. Bunun sebebi ise, hisse senedinin hem kısa hem de uzun dönem getirilerinin çıkış noktasının halka arz fiyatıyla ilişkili olmasıdır. Bu sebeple, ülkemizde halka arz fiyatını tespit ederken, işletmelerin hangi yöntemleri kullandıkları da çalışmamızın bir bölümü olarak ele alınmış olup alternatif bir yöntem olan EVA yönteminin de kullanılabileceği önerisi getirilmiştir. Bunun yanı sıra son zamanlarda bilgisayar programlarındaki gelişmeler dikkate alındığında, halka arz fiyatının tespiti için “yapay sinir ağları” tekniği ve başka tekniklerin de kullanılmasının mümkün olabileceğini söyleyebiliriz.

İMKB de 2000-200 yılları arasında yapılan halka arzlarda hisse senedi arz fiyatını belirlerken en çok kullanılan iki yöntem olduğu tespit edilmiştir. Bunlar, “indirgenmiş nakit akımları” yöntemi ve “piyasa çarpanları” yöntemleridir. Aslında, bu yöntemler, tüm dünyada da en çok kullanılan yöntemlerdir.

Halka ilk arzlarda hisse senetlerinin fiyat performansları pek çok piyasada ve ülkemizde de inceleme konusu olmuştur. Bu fiyat performansları incelenirken de çıkış noktası olarak halka arz fiyatı alınmış ve hisse senetlerinin ilk işlem gününde bu fiyattan ne kadar saptığı araştırılmıştır. Bununla ilgili yapılan çalışmaların büyük çoğunluğunda ise, halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin gerçek değerinin altında fiyatlandırıldığı görülmüş ve bu durum “finans literatürüne düşük fiyatlama olgusu” olarak girmiştir. Hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılmasından dolayı birincil piyasadan hisse senedi alan yatırımcıların halka arzın ilk günlerinde bu hisse senetlerini ikincil piyasada satarak piyasa getirisinin üzerinde anormal bir getiri elde etmesi durumu söz konusu olmaktadır.

Bilindiği üzere, borsalar ülkedeki enflasyon ve faiz oranı, döviz kurları veya altın fiyatları vb., diğer bir ifadeyle alternatif yatırım araçları da diyebileceğimiz değişkenlerden hatta ülkedeki siyasi ortamdan bile etkilenmektedirler. Ülkemizde de oldukça sık diyebileceğimiz ekonomik krizler olmaktadır. Bu krizlerden en çok borsalar etkilenmektedir. Bu olumsuz durumun en önemli sonuçlarından birisi de yatırımcıların ve işletmelerin borsadan uzaklaşması olmaktadır. Araştırmamızı yaparken de bu çok net anlaşılmıştır. 2000 yılında işletme halka arz olurken, 2001 de sadece bir, 2002 de dört, 2003 de iki işletme halka arz olmuştur. 2001 krizinin borsa üzerindeki etkisi, üç yıl boyunca sadece yedi işletmenin halka arz olması sonucunu doğurmuştur.

Tezimizde, İMKB de 2000-2003 yılları arasında düşük fiyatlandırma olup olmadığını ilk 21 işlem günü itibariyle incelemiş bulunuyoruz. Araştırmamızın sonucuna göre, bu yıllar arasında halka ilk kez arz olan işletmelerin hisse senetlerini alan yatırımcıların piyasa getirinin üzerinde bir getiri elde edip edemedikleri tespit edilmeye çalışılmıştır.

Yıllar itibariyle halka ilk kez arz olan işletmelerin hisse senedini alan bir yatırımcı bu hisseleri ilk gün sattığında, 2000 yılı için piyasa getirisinin % 8,1 üzerinde bir kazanç sağlamıştır. Bunun dışında, halka arz edilen bu hisseleri 21 gün boyunca elinde tutan bir yatırımcının ise, % 22,5 oranında bir getiri elde ettiği görülmüştür.

İMKB de 2002 yılında halka ilk kez arz olan işletmelerin hisselerini alan yatırımcılar zarara uğramışlardır. İlk işlem gününde hisse senedi, piyasa getirisinin % 2,1 altında kalmıştır. Diğer bir ifadeyle bu sene halka arz olan işletmeler için hisse senedini yüksek fiyatlandırıldığını söyleyebiliriz. Bunun dışında, halka arz edilen bu hisseleri 21 gün boyunca elinde tutan bir yatırımcı da 21. günün sonunda % 26,5 oranında bir kayıpla karşılaşmıştır.

2003 yılına bakıldığında, halka arz fiyatından hisse senedi alan yatırımcıların ilk gün bu hisseleri satmaları durumunda % 1,2 oranında bir getiri elde edildikleri görülmektedir. Bu yılda ikinci ve üçüncü gün getirileri de % 7,3 ve % 9,9

oranında gerçekleşmiş olup 21 gün boyunca hisseleri elinde tutan bir yatırımcının ise 21. gün sonunda % 2 , oranında bir getiri sağladığı görülmüştür.

İMKB de 2000 yılında halka arz olan işletmelere yatırım yapan bir yatırımcı ilk günde sadece binde 2 oranında çok küçük bir getiri sağlamıştır. Bu durumda, bu yıl için İMKB de düşük fiyatlandırma vardır demek mümkün değildir.

2000 yılında halka arz olan hisselerin fiyat performanslarına baktığımızda ise ilk gün hisselerin % 2 , düşük değerlendirildiği görülmektedir. Bu yıl halka arz olan işletmelerin hisse senetlerini alarak 21 gün boyunca elinde tutan bir yatırımcı ise % 2 , oranında bir getiri elde etmektedir.

İMKB de 2000 yılında halka arz fiyatından hisse senedi alan bir yatırımcı ilk günde % 2 , oranında bir getiri sağlarken 21 gün elinde tuttuğunda ise % 7,9 oranında bir getiri elde etmektedir.

İMKB de 2000 yılında halka arz olan işletmelerin tümü mali sektör alanında faaliyet göstermektedirler. Bu yıl halka arz olan işletmelerin ilk gün düzeltilmiş ortalama getirilerinin % 10, oranında olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, sonraki günlerde hisse senedi getirilerinin sürekli düştüğü ve 21 gün boyunca hisseleri elinde tutan bir yatırımcının sadece % 2 , oranında bir getiri sağladığı görülmektedir.

İMKB de 2000-2000 yılları arasında tüm halka arz olan işletmelerin fiyat performanslarına baktığımızda ise, ilk gün düzeltilmiş getirilerinin % 10 , olduğu görülmektedir.

Görüldüğü gibi, 2002 ve 2000 yılı hariç olmak üzere diğer yıllarda ilk gün düzeltilmiş anormal ortalama getirilerin en düşük % 2 , en yüksek % 10, olduğu görülmektedir. 2000-2000 yılları arasında tüm işletmeler için yapılan analizimizde ise bu rakamın % 10 , olduğu görülmektedir.

Bu durumda halka ilk kez arz edilen hisse senetlerini halka arz fiyatından alarak ilk işlem gününde elden çıkaran bir yatırımcı piyasa getirisinin üzerinde bir kazanç sağlamaktadır.

Bu konuyla ilgili olarak, Kıymaz 1 İMKB de 1 0-1 yılları arasında halka ilk kez arz olan 1 işletmenin ilk gün itibariyle, ortalama 13,6 oranında düşük fiyatlandırıldığı sonucunu elde etmiştir. Bu yıllar arasında yapılan çalışmalarda, literatür bölümünde, belirtildiği gibi bu doğrultudadır. Bu çalışmayı dikkate aldığımızda daha önceki yılların aksine, İMKB de 2000-200 yılları arasında halka arz olan işletmelerin daha az düşük fiyatlandırma yaptıkları sonucuna ulaşmak mümkün olmaktadır. Unutmamak gerekir ki, düşük fiyatlandırma her ne kadar yatırımcıların lehine olsa bile, düşük fiyatlandırma durumunda işletme elde etmesi gereken bir gelirden mahrum kalmaktadır.

Kısa dönemde en çok hangi sektöre yatırım yapıldığında en yüksek getiri elde edilebileceğiyle ilgili yapmış olduğumuz analize baktığımızda ise, en yüksek getirinin 10, ile mali sektör hisseleri olduğu sonucuna ulaşılmıştır. İMKB de 2000-200 yılları arasında mali sektörden hisse senedi alanlar ilk günde piyasa getirisinin % 10, üzerinde bir kazanç sağlamışlardır. Bununla birlikte en istikrarlı sektörün ise sanayi sektörü hisseleri olduğu görülmekte olup 21. günde en fazla getirinin bu sektördeki hisseler olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Birçok piyasada, halka ilk kez arz edilen işletmelerin uzun dönemde fiyat performanslarını inceleyen çalışmalarda piyasa getirisinin altında bir getiri elde ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bu kötü performansın sebebi olarak da ilk başta yapılan düşük fiyatlandırma gösterilmiştir. Bu durumun İMKB de de geçerli olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

İMKB de 2000-200 yılları arasında uzun dönem fiyat performanslarını incelerken aylık bir dönem ele alınmış ve işletmelerin yatırımcılara ödedikleri temettüler dikkate alınmıştır.

İMKB de 2000 yılında ilk ayda yatırımcılar, piyasanın 17,9; ikinci ayda ise % 21, üzerinde bir getiri elde etmiş olmakla birlikte . ayda - % 2, oranında bir kayıpla karşılaşmışlardır. Bu durum İMKB de uzun dönemde düşük fiyatlama olgusu olmadığı anlamına gelmektedir. Bununla birlikte 2000 yılında halka ilk kez arz olan işletmelerden hisse senedi alarak üç yıl boyunca elinde tutan bir yatırımcı ayın sonunda piyasanın 2, üzerinde bir getiri elde etmiştir.

2002 yılının uzun dönem fiyat performanslarına baktığımızda ilk ay piyasa getirisinin - % , altında olduğu görülmektedir. Kısa dönem analizimizde de bu yılda halka arz edilen işletmelerin yüksek fiyatlama yaptıkları tespit edilmişti. 2002 yılında halka arz fiyatından hisse senedi alan bir yatırımcı ay boyunca bu hisseleri elinde tuttuğu takdirde - % 1 , düzeyinde bir kayıpla karşılaşmıştır.

İMKB de 200 yılının uzun dönem fiyat performanslarına bakıldığında ilk ayın sonunda yatırımcının piyasa getirisinin % , üzerinde bir getiri elde edildiği görülmektedir. Bu oldukça yüksek bir rakam olup, bu durum, 200 yılında halka arz olan Koza Davetiye A. . nin gösterdiği yüksek performansa bağlanabilir. İlk aydaki bu olumlu getiri ayın sonunda negatif getiriyle sonuçlanmıştır. Bu yılda halka arz olan hisseleri üç yıl boyunca elinde tutan yatırımcılar da piyasa getirisinin altında - % 1, bir kayıpla karşılaşmışlardır.

200 yılına baktığımızda ise, bu yılda halka arz olan işletmelere yatırım yapanların ilk ayın sonunda - % , oranında bir kayıpla karşılaştıklarını görüyoruz. Üç yılın sonunda sonuç değişmemiş ve bu hisseleri satın alan yatırımcılar piyasa getirisinin - % , altında bir kayıpla karşılaşmışlardır.

İMKB de 200 yılının uzun dönem fiyat performansları ilk ayda yatırımcıya % 11, bir kazanç sağlamıştır. Bunun dışında, . ayda da anormal getiriler piyasa getirisinin % 12 üzerinde gerçekleşmiştir. Bu yılda hisse senetlerini satın alarak üç yıl boyunca elinde tutan bir yatırımcı . ayın sonunda , oranında bir getiri elde etmiştir.

200 yılına baktığımızda ise, ilk ay anormal getirilerin 1 ,2 oranında gerçekleşmesine rağmen birikimli anormal getirilerin sadece 23 olarak gerçekleştiği görülmektedir.

İMKB de 200 yılında halka arz olan ve hepsi mali sektörde hizmet veren işletmelerin ilk ay yatırımcısına 10, getiri sağladığı görülmektedir. Bununla beraber üç yıl boyunca bu hisseleri elinde tutan bir yatırımcı piyasa getirisinin sadece % 2 ,1 üzerinde bir getiri sağlayabilmiştir.

İMKB de 2000-200 yılları arasında halka arz olan tüm işletmelerin uzun dönem fiyat performanslarına baktığımızda ise, ilk ayda yatırımcıların piyasa

getirisinin % 10, üzerinde bir kazanç sağladıkları görülmektedir. Üç yıl boyunca bu hisseleri elinde tutan yatırımcılar ise 36. ayın sonunda 0, oranında bir getiri elde etmişlerdir.

Uzun dönemde hangi sektöre yatırım yapıldığında daha k rlı olduğunu belirlemek için yaptığımız analizimizde ise, ilk ayda en çok kazandıran sektörün teknoloji sektörü olduğu sonucuna varılmıştır. Bununla birlikte . ayın sonunda en çok kaybettiren sektörde yine teknoloji sektörü olmuştur. Bu durum, bize başlangıçta düşük fiyatlandırma yapıldığında uzun vadede bu getirinin aşıldığını ve piyasanın da altında getiriler elde edileceğini göstermektedir. Birikimli ortalama anormal getirilere baktığımızda ise, . ayın sonunda 1 civarında getiri sağlayan hizmet ve sanayi sektörleri olduğu görülmektedir.

Halka ilk kez arz olan işletmelerin fiyat performanslarını açıklamak için yapmış olduğumuz regresyon analizimizde anlamlı olan değişkenlerimiz işletmenin yaşı, halka arzdan elde edilen toplam h sılat, standart sapma ve ilk gün getirileri olmuştur. Bu analizi yapmamızın sebebi İMKB de görülen düşük fiyatlandırmayı yatırımcılar açısından daha anlaşılabilir hale getirmektir. Kullandığımız bağımsız değişkenlerden olan işletmenin yaşı ve toplam h sılat beklediğimiz gibi anormal ortalama getirileri ters yönde etkilemektedir. Bunun anlamı, halka ilk kez arz olan işletme, eğer uzun süre faaliyette bulunuyorsa ve halka arzda yüksek bir h sılat elde ediyorsa bu işletmeler daha az düşük fiyatlama yapmaktadırlar. Halka ilk kez arz olan bu tür işletmelerin hisselerini almak isteyen yatırımcılar daha az getiri beklemelidirler. Bunun dışında, işletmenin gelecekteki getirilerinin belirsizliğini ölçmek adına analize konulan standart sapma değişkenimiz de ilk hafta anormal ortalama getirilerde yüksek çıkmıştır. Bu da ilk haftada yatırımcıların yüksek getiri elde edebilecekleri anlamına gelmektedir. Ayrıca, istatistiki olarak anlamlı olmamakla beraber işletmenin toplam varlıklarının katsayısı da beklentilere uygun olarak negatif çıkmıştır. Bunun anlamı da, yüksek varlıklara sahip işletmelerde belirsizliğin daha az olmasından dolayı daha az düşük fiyatlandırma yaptıkları anlamına gelmektedir.

Hem kısa hem de uzun döneme bakıldığında genel olarak ilk günlerde ve aylarda piyasanın üzerinde bir getiri sağlandığı görülmektedir. Bununla beraber

yatırımcı bu getirinin özellikle uzun dönemde elde edilen getirilerinin yeterli olup olmadığına diğer yatırım alternatiflerine bakarak karar vermelidir. 2000-200 yılları arasında hisse senedi olarak üç yıl boyunca elinde tutan bir yatırımcı piyasanın üzerinde 30,3 oranında bir getiri elde edebilmektedir. Üç yıl uzun bir süre olup, ülkemizdeki yüksek enflasyonu ve faiz oranlarını düşündüğümüzde bu kadar süre bu hisseleri elinde tutmanın yatırımcının zararına olduğu açıkça söylenebilir. Bununla beraber kısa dönem için 2000-200 yılları arasında yaptığımız analize göre, halka arz fiyatından hisseleri satın alarak ilk gün piyasada sattığında yatırımcının piyasa getirinin % , üzerinde bir kazanç sağlandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda yatırımcılara halka arz fiyatından hisse senedi olarak ilk gün satmalarının k rlı olduğunu söylemek mümkündür. egresyon analizin sonucunda ise, yatırımcılar halka arz olan işletmelerin yaşına, topladıkları h sılatı ve toplam varlıklarına bakarak bir karar verebilirler. Buna göre, eskiden beri faaliyetlerini sürdüren işletmeler yeni piyasaya atılan işletmelere göre daha düşük fiyatlama yapmaktadırlar. Aynı şekilde, daha çok h sılatı toplamayı hedefleyen ve daha güçlü bir varlık yapısına sahip işletmelerde daha az h sılatı toplayan ve aktif yapısı küçük olan işletmelere nazaran daha az düşük fiyatlama yapmaktadırlar.

EK : KISA DÖNEM AR ve CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

YILI KISA DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
FAR	3,990	29	,000	,08130	,03962	,12298
SAR	2,158	29	,039	,04080	,00213	,07947
TAR	1,195	29	,242	,01860	-,01325	,05045
FIAR	-,002	29	,998	-,00003	-,03167	,03160
SIAR	,148	29	,883	,00167	-,02134	,02467
SEAR	-1,299	29	,204	-,01363	-,03509	,00783
EAR	-,600	29	,553	-,00727	-,03204	,01750
NAR	,077	29	,939	,00067	-,01698	,01831
TEAR	,407	29	,687	,00360	-,01447	,02167
ONBIRAR	1,813	29	,080	,01097	-,00140	,02334
ONIKIAR	2,379	29	,024	,01663	,00233	,03094
ONUCAR	1,255	29	,220	,01133	-,00714	,02981
ONDORTAR	-,642	29	,526	-,00607	-,02539	,01326
ONBESAR	1,695	29	,101	,01403	-,00290	,03096
ONALTAR	1,175	29	,250	,00980	-,00726	,02686
ONYEDIAR	2,131	29	,042	,01777	,00071	,03482
ONSEKAR	1,081	29	,288	,01293	-,01153	,03739
ONDOKAR	,069	29	,946	,00053	-,01535	,01642
YIRMIAR	,063	29	,950	,00060	-,01887	,02007
YBIRAR	1,350	29	,187	,01120	-,00577	,02817

YILI KISA DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
FCAR	3,990	29	,000	,08130	,03962	,12298
SCAR	3,437	29	,002	,11980	,04851	,19109
TCAR	3,065	29	,005	,13270	,04415	,22125
FOCAR	2,892	29	,007	,12750	,03732	,21768
FICAR	2,791	29	,009	,14200	,03796	,24604
SICAR	2,431	29	,021	,14063	,02234	,25893
SECAR	2,365	29	,025	,13933	,01886	,25981
ECAR	2,211	29	,035	,12733	,00955	,24512
NCAR	2,169	29	,038	,12517	,00714	,24320
TECAR	2,311	29	,028	,13203	,01516	,24890
ONBIRCAR	2,527	29	,017	,15013	,02862	,27165
ONIKICAR	2,733	29	,011	,16720	,04206	,29234
ONUCCAR	2,909	29	,007	,17943	,05327	,30559
ONDORTCA	2,594	29	,015	,16837	,03560	,30113
ONBESCAR	2,710	29	,011	,17573	,04313	,30834
ONALTICA	2,767	29	,010	,18717	,04885	,32549
ONYEDICA	2,854	29	,008	,20277	,05747	,34806
ONSEKCAR	3,073	29	,005	,22353	,07478	,37228
ONDOKCAR	3,028	29	,005	,22277	,07232	,37321
YIRMICAR	3,109	29	,004	,22660	,07752	,37568
YBIRCAR	3,115	29	,004	,22900	,07865	,37935

YILI KISA DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BGAR	-,376	3	,732	-,02125	-,20118	,15868
SGAR	-,188	3	,863	-,01175	-,21058	,18708
UGAR	-1,259	3	,297	-,02150	-,07584	,03284
DGAR	-2,534	3	,085	-,05400	-,12181	,01381
BESGAR	-1,840	3	,163	-,05200	-,14195	,03795
AGAR	,303	3	,782	,00600	-,05705	,06905
YGAR	-2,880	3	,064	-,05800	-,12209	,00609
SEGAR	-1,723	3	,183	-,01225	-,03488	,01038
DOKAR	,905	3	,432	,01925	-,04846	,08696
ONAR	-,920	3	,425	-,01150	-,05126	,02826
ONBIRAR	,921	3	,425	,01400	-,03437	,06237
ONIKIAR	-1,575	3	,213	-,03100	-,09363	,03163
ONUCAR	-2,011	3	,138	-,01325	-,03421	,00771
ONDORTAR	-7,726	3	,005	-,03475	-,04906	-,02044
ONBESAR	,220	3	,840	,00300	-,04031	,04631
ONALTAR	,559	3	,615	,00925	-,04339	,06189
ONYEDIAR	,269	3	,805	,00775	-,08397	,09947
ONSEAR	-,078	3	,943	-,00150	-,06261	,05961
ONDOKAR	,359	3	,744	,00700	-,05513	,06913
YIRMIAR	-,399	3	,716	-,01175	-,10543	,08193
YBIRAR	,125	3	,909	,00250	-,06122	,06622

2002 YILI KISA DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BGCAR	-,376	3	,732	-,02125	-,20118	,15868
SGCAR	-,281	3	,797	-,03300	-,40683	,34083
UGCAR	-,507	3	,647	-,05425	-,39459	,28609
DGCAR	-,864	3	,451	-,10825	-,50702	,29052
BESGCAR	-1,119	3	,345	-,16050	-,61704	,29604
AGCAR	-1,186	3	,321	-,15400	-,56724	,25924
YGCAR	-1,518	3	,226	-,21250	-,65808	,23308
SEGCAR	-1,538	3	,222	-,22475	-,68985	,24035
DOKCAR	-1,541	3	,221	-,20525	-,62901	,21851
ONCAR	-1,507	3	,229	-,21650	-,67357	,24057
ONBIRCAR	-1,307	3	,282	-,20275	-,69656	,29106
ONIKICAR	-1,371	3	,264	-,23350	-,77561	,30861
ONUCCAR	-1,447	3	,244	-,24725	-,79117	,29667
ONDORCAR	-1,669	3	,194	-,28175	-,81907	,25557
ONBESCAR	-1,528	3	,224	-,27850	-,85838	,30138
ONALTICA	-1,498	3	,231	-,26950	-,84201	,30301
ONYEDICA	-1,337	3	,274	-,26150	-,88412	,36112
ONSECAR	-1,237	3	,304	-,26300	-,93940	,41340
ONDOKCAR	-1,157	3	,331	-,25600	-,96028	,44828
YIRMICAR	-1,116	3	,346	-,26775	-,103099	,49549
YBIRCAR	-1,023	3	,382	-,26525	-,109032	,55982

YILI KISA DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BGAR	2,667	1	,228	,07200	-,27107	,41507
IGAR	2,231	1	,268	,07250	-,34045	,48545
UGAR	9,000	1	,070	,09900	-,04077	,23877
DGAR	-,375	1	,772	-,00300	-,10465	,09865
BESAR	-,633	1	,641	-,01550	-,32680	,29580
AGAR	-2,273	1	,264	-,05000	-,32954	,22954
YGAR	-,182	1	,886	-,00800	-,56707	,55107
SGAR	,491	1	,709	,01350	-,33592	,36292
DOKAR	-1,741	1	,332	-,02350	-,19503	,14803
ONAR	-,211	1	,868	-,00400	-,24542	,23742
ONBIRAR	-,043	1	,972	-,00100	-,29324	,29124
ONIKIAR	1,000	1	,500	,00100	-,01171	,01371
ONUCAR	-,278	1	,828	-,00500	-,23371	,22371
ONDOAR	,273	1	,830	,00150	-,06838	,07138
ONBESAR	-,913	1	,529	-,01050	-,15662	,13562
ONALAR	,895	1	,535	,08550	-1,12794	1,29894
ONYEAR	,176	1	,889	,00300	-,21301	,21901
ONSEAR	-,662	1	,628	-,02550	-,51469	,46369
ONDOKAR	-,443	1	,735	-,01350	-,40104	,37404
YIRMIAR	-,600	1	,656	-,01950	-,43245	,39345
YBIRAR	1,753	1	,330	,06750	-,42169	,55669

YILI KISA DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BGCAR	2,667	1	,228	,07200	-,27107	,41507
IGCAR	2,417	1	,250	,14500	-,61737	,90737
UGCAR	3,437	1	,180	,24400	-,65814	1,14614
DGCAR	3,051	1	,202	,24100	-,76279	1,24479
BESCAR	4,109	1	,152	,22600	-,47284	,92484
AGCAR	5,333	1	,118	,17600	-,24330	,59530
YGCAR	15,273	1	,042	,16800	,02823	,30777
SGCAR	4,641	1	,135	,18100	-,31454	,67654
DOKCAR	6,176	1	,102	,15750	-,16651	,48151
ONCAR	3,449	1	,180	,15350	-,41193	,71893
ONBIRCAR	7,093	1	,089	,15250	-,12068	,42568
ONIKICAR	7,488	1	,085	,15350	-,10698	,41398
ONUCCAR	3,857	1	,161	,14850	-,34069	,63769
ONDOCAR	4,545	1	,138	,15000	-,26930	,56930
ONBESCAR	6,488	1	,097	,13950	-,13368	,41268
ONALCAR	1,919	1	,306	,22550	-1,26748	1,71848
ONYECAR	2,274	1	,264	,22850	-1,04847	1,50547
ONSECAR	3,274	1	,189	,20300	-,58478	,99078
ONDOKCAR	6,016	1	,105	,18950	-,21075	,58975
YIRMICAR	170,000	1	,004	,17000	,15729	,18271
YBİ A	6,432	1	,098	,23800	-,23213	,70813

2004 YILI KISA DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BGAR	,166	10	,872	,00555	-,06894	,08003
IGAR	-,367	10	,721	-,00591	-,04180	,02998
UGAR	-2,624	10	,025	-,02445	-,04522	-,00369
DGAR	-,981	10	,350	-,06591	-,21562	,08380
BESAR	-1,562	10	,149	-,03500	-,08492	,01492
AGAR	,415	10	,687	,00773	-,03378	,04923
YGAR	-1,864	10	,092	-,01918	-,04211	,00375
SGAR	-1,401	10	,192	-,01900	-,04923	,01123
DOKAR	,931	10	,374	,01073	-,01495	,03640
ONAR	-,154	10	,881	-,00255	-,03939	,03430
ONBIRAR	-,789	10	,448	-,00945	-,03614	,01723
ONIKIAR	-,980	10	,350	-,01109	-,03631	,01413
ONUCAR	,241	10	,815	,00327	-,02700	,03354
ONDOAR	-,341	10	,740	-,00264	-,01985	,01458
ONBESAR	1,048	10	,319	,00718	-,00808	,02245
ONALAR	,341	10	,740	,00545	-,03017	,04107
ONYEAR	-1,257	10	,237	-,00818	-,02269	,00633
ONSEAR	-,964	10	,358	-,01327	-,04394	,01739
ONDOKAR	-1,850	10	,094	-,01655	-,03648	,00338
YIRMIAR	-1,949	10	,080	-,01355	-,02903	,00194
YBIRAR	-,635	10	,540	-,00382	-,01721	,00957

YILI KISA DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BGCAR	,166	10	,872	,00555	-,06894	,08003
IGCAR	-,008	10	,994	-,00036	-,09873	,09801
UGCAR	-,589	10	,569	-,02464	-,11785	,06858
DGCAR	-1,086	10	,303	-,09100	-,27770	,09570
BESCAR	-1,228	10	,248	-,12582	-,35414	,10251
AGCAR	-1,315	10	,218	-,11800	-,31793	,08193
YGCAR	-1,409	10	,189	-,13718	-,35413	,07976
SGCAR	-1,449	10	,178	-,15636	-,39683	,08411
DOKCAR	-1,389	10	,195	-,14545	-,37877	,08786
ONCAR	-1,303	10	,222	-,14809	-,40138	,10520
ONBIRCAR	-1,483	10	,169	-,15764	-,39454	,07927
ONIKICAR	-1,719	10	,116	-,16891	-,38782	,05000
ONUCCAR	-1,692	10	,121	-,16536	-,38309	,05236
ONDOCAR	-1,643	10	,131	-,16800	-,39588	,05988
ONBESCAR	-1,619	10	,137	-,16073	-,38197	,06051
ONALCAR	-1,432	10	,183	-,15509	-,39633	,08615
ONYECAR	-1,560	10	,150	-,16345	-,39690	,07000
ONSECAR	-1,647	10	,131	-,17664	-,41562	,06235
ONDOKCAR	-1,695	10	,121	-,19327	-,44729	,06074
YIRMICAR	-1,857	10	,093	-,20655	-,45442	,04133
YBİ A	-1,938	10	,081	-,2103	-,4520	,0315

YILI KISA DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
BGAR	3,132	5	,026	,08550	,01532	,15568
IGAR	1,687	5	,152	,02633	-,01379	,06645
UGAR	-1,013	5	,358	-,01883	-,06664	,02897
DGAR	-3,484	5	,018	-,01633	-,02838	-,00428
BESAR	,415	5	,695	,00683	-,03551	,04917
AGAR	-,483	5	,650	-,00467	-,02951	,02017
YGAR	,681	5	,526	,01783	-,04951	,08517
SGAR	,404	5	,703	,00250	-,01341	,01841
DOKAR	1,586	5	,174	,01550	-,00962	,04062
ONAR	,513	5	,630	,00417	-,01670	,02503
ONBIRAR	,442	5	,677	,00833	-,04016	,05683
ONIKIAR	-3,159	5	,025	-,02967	-,05381	-,00553
ONUCAR	,734	5	,496	,00567	-,01417	,02551
ONDOAR	-1,641	5	,162	-,00883	-,02267	,00500
ONBESAR	,582	5	,586	,00717	-,02447	,03880
ONALAR	,023	5	,982	,00033	-,03670	,03736
ONYEAR	,323	5	,760	,00300	-,02089	,02689
ONSEAR	-,104	5	,921	-,00150	-,03868	,03568
ONDOKAR	1,108	5	,318	,00600	-,00792	,01992
YIRMIAR	-1,673	5	,155	-,01117	-,02833	,00599
YBIRAR	-,033	5	,975	-,00033	-,02602	,02535

YILI KISA DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
BGCAR	3,132	5	,026	,08550	,01532	,15568
IGCAR	2,918	5	,033	,11183	,01331	,21036
UGCAR	2,327	5	,067	,09300	-,00974	,19574
DGCAR	2,124	5	,087	,07683	-,01616	,16983
BESCAR	1,975	5	,105	,08350	-,02517	,19217
AGCAR	1,623	5	,165	,07867	-,04589	,20323
YGCAR	1,343	5	,237	,09700	-,08867	,28267
SGCAR	1,419	5	,215	,09900	-,08036	,27836
DOKCAR	1,649	5	,160	,11433	-,06394	,29261
ONCAR	1,655	5	,159	,11867	-,06560	,30293
ONBIRCAR	1,443	5	,209	,12717	-,09944	,35377
ONIKICAR	1,038	5	,347	,09750	-,14399	,33899
ONUCCAR	1,027	5	,351	,10317	-,15500	,36134
ONDOCAR	,952	5	,385	,09450	-,16078	,34978
ONBESCAR	1,043	5	,345	,10183	-,14907	,35274
ONALCAR	1,178	5	,292	,10217	-,12078	,32511
ONYECAR	1,307	5	,248	,10533	-,10182	,31249
ONSECAR	1,530	5	,187	,10400	-,07078	,27878
ONDOKCAR	1,538	5	,185	,10967	-,07364	,29298
YIRMICAR	1,418	5	,215	,09833	-,07992	,27658
YBİ A	1,441	5	,209	,0982	-,0770	,2733

YILI KISA DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BGAR	2,096	8	,069	,09522	-,00955	,19999
IGAR	1,086	8	,309	,01467	-,01647	,04581
UGAR	,633	8	,545	,00944	-,02498	,04387
DGAR	-,922	8	,383	-,01378	-,04822	,02067
BESAR	-1,004	8	,345	-,01111	-,03663	,01440
AGAR	-,203	8	,844	-,00278	-,03430	,02874
YGAR	,084	8	,935	,00056	-,01472	,01583
SGAR	-1,533	8	,164	-,01033	-,02588	,00521
DOKAR	-,326	8	,753	-,00433	-,03496	,02629
ONAR	-1,220	8	,257	-,01089	-,03147	,00969
ONBIRAR	1,270	8	,240	,01589	-,01297	,04475
ONIKIAR	,317	8	,759	,00533	-,03341	,04408
ONUCAR	1,630	8	,142	,01289	-,00534	,03112
ONDOAR	,036	8	,972	,00044	-,02817	,02906
ONBESAR	-3,205	8	,013	-,01433	-,02465	-,00402
ONALAR	-1,177	8	,273	-,00589	-,01742	,00564
ONYEAR	,891	8	,399	,01067	-,01694	,03827
ONSEAR	,941	8	,374	,00678	-,00983	,02339
ONDOKAR	-,784	8	,456	-,00867	-,03415	,01682
YIRMIAR	-3,013	8	,017	-,01478	-,02609	-,00347
YBIRAR	,451	8	,664	,00378	-,01552	,02308

YILI KISA DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BGCAR	2,096	8	,069	,09522	-,00955	,19999
IGCAR	1,918	8	,091	,11000	-,02228	,24228
UGCAR	1,773	8	,114	,11967	-,03594	,27527
DGCAR	1,434	8	,189	,10589	-,06435	,27613
BESCAR	1,180	8	,272	,09456	-,09018	,27929
AGCAR	1,050	8	,324	,09178	-,10970	,29325
YGCAR	1,044	8	,327	,09267	-,11208	,29741
SGCAR	,886	8	,401	,08189	-,13121	,29499
DOKCAR	,796	8	,449	,07756	-,14711	,30222
ONCAR	,664	8	,525	,06678	-,16497	,29852
ONBIRCAR	,842	8	,424	,08256	-,14350	,30861
ONIKICAR	,816	8	,438	,08789	-,16036	,33614
ONUCCAR	,909	8	,390	,10078	-,15480	,35635
ONDOCAR	,863	8	,413	,10133	-,16957	,37224
ONBESCAR	,739	8	,481	,08722	-,18479	,35924
ONALCAR	,691	8	,509	,08122	-,18984	,35228
ONYECAR	,760	8	,469	,09189	-,18683	,37061
ONSECAR	,833	8	,429	,09856	-,17416	,37127
ONDOKCAR	,758	8	,470	,08989	-,18350	,36328
YIRMICAR	,621	8	,552	,07511	-,20361	,35383
YBİ A	,654	8	,531	,07889	-,19919	,35697

YILI KISA DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BGAR	3,450	5	,018	,10350	,02638	,18062
IGAR	,480	5	,652	,01433	-,06243	,09110
UGAR	,194	5	,854	,00267	-,03261	,03795
DGAR	-2,117	5	,088	-,01967	-,04355	,00422
BESAR	-,371	5	,726	-,00633	-,05027	,03760
AGAR	-2,494	5	,055	-,02433	-,04941	,00075
YGAR	,227	5	,830	,00183	-,01896	,02263
SGAR	-1,894	5	,117	-,00767	-,01807	,00274
DOKAR	,588	5	,582	,00650	-,02193	,03493
ONAR	-1,751	5	,140	-,02100	-,05183	,00983
ONBIRAR	-4,760	5	,005	-,01533	-,02361	-,00705
ONIKIAR	-,327	5	,757	-,00350	-,03098	,02398
ONUCAR	,436	5	,681	,00200	-,00978	,01378
ONDOAR	1,809	5	,130	,01317	-,00554	,03187
ONBESAR	-,836	5	,441	-,00867	-,03530	,01797
ONALAR	-,637	5	,552	-,00817	-,04114	,02481
ONYEAR	,255	5	,809	,00167	-,01512	,01845
ONSEAR	2,451	5	,058	,01033	-,00051	,02117
ONDOKAR	1,298	5	,251	,00733	-,00719	,02185
YIRMIAR	-1,965	5	,107	-,01633	-,03770	,00504
YBIRAR	,580	5	,587	,00533	-,01832	,02898

2007 YILI KISA DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BGCAR	3,450	5	,018	,10350	,02638	,18062
IGCAR	2,672	5	,044	,11750	,00444	,23056
UGCAR	2,348	5	,066	,12033	-,01142	,25209
DGCAR	2,060	5	,094	,10083	-,02498	,22664
BESCAR	1,892	5	,117	,09450	-,03387	,22287
AGCAR	1,564	5	,179	,07017	-,04515	,18548
YGCAR	1,385	5	,225	,07167	-,06138	,20472
SGCAR	1,320	5	,244	,06433	-,06092	,18959
DOKCAR	1,246	5	,268	,07117	-,07560	,21793
ONCAR	,982	5	,371	,05017	-,08118	,18151
ONBIRCAR	,693	5	,519	,03483	-,09444	,16411
ONIKICAR	,529	5	,620	,03117	-,12037	,18271
ONUCCAR	,573	5	,592	,03333	-,11629	,18295
ONDOCAR	,750	5	,487	,04633	-,11257	,20524
ONBESCAR	,668	5	,534	,03767	-,10734	,18267
ONALCAR	,604	5	,572	,02933	-,09559	,15426
ONYECAR	,695	5	,518	,03133	-,08460	,14727
ONSECAR	,882	5	,418	,04150	-,07941	,16241
ONDOKCAR	,979	5	,373	,04900	-,07967	,17767
YIRMICAR	,569	5	,594	,03267	-,11485	,18018
YBİ A	,685	5	,524	,03817	-,10500	,18133

2000- DÖNEMİ KISA DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BGAR	4,993	67	,000	,06691	,04016	,09366
IGAR	2,376	67	,020	,02401	,00384	,04419
UGAR	,710	67	,480	,00572	-,01035	,02179
DGAR	-1,799	67	,076	-,02101	-,04433	,00230
BESAR	-1,270	67	,209	-,01062	-,02731	,00607
AGAR	-,325	67	,746	-,00206	-,01469	,01057
YGAR	-1,855	67	,068	-,01096	-,02274	,00083
SGAR	-1,431	67	,157	-,00843	-,02018	,00333
DOKAR	,784	67	,436	,00384	-,00593	,01361
ONAR	-,502	67	,617	-,00254	-,01266	,00757
ONBIRAR	1,325	67	,190	,00559	-,00283	,01401
ONIKIAR	,316	67	,753	,00153	-,00813	,01119
ONUCAR	1,473	67	,146	,00699	-,00248	,01645
ONDOAR	-,975	67	,333	-,00466	-,01420	,00488
ONBESAR	1,209	67	,231	,00519	-,00338	,01376
ONALAR	1,230	67	,223	,00679	-,00423	,01782
ONYEAR	1,934	67	,057	,00888	-,00028	,01805
ONSEAR	,717	67	,476	,00440	-,00784	,01663
ONDOKAR	-,562	67	,576	-,00240	-,01090	,00611
YIRMIAR	-1,573	67	,120	-,00757	-,01718	,00203
YBIRAR	1,647	67	,104	,00740	-,00156	,01636

2000- DÖNEMİ KISA DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BGCAR	4,993	67	,000	,06691	,04016	,09366
IGCAR	4,362	67	,000	,09084	,04927	,13241
UGCAR	3,940	67	,000	,09674	,04773	,14574
DGCAR	2,645	67	,010	,07566	,01857	,13276
BESCAR	1,942	67	,056	,06506	-,00180	,13192
AGCAR	1,818	67	,073	,06309	-,00617	,13234
YGCAR	1,432	67	,157	,05213	-,02051	,12477
SGCAR	1,173	67	,245	,04360	-,03062	,11783
DOKCAR	1,283	67	,204	,04753	-,02639	,12145
ONCAR	1,185	67	,240	,04496	-,03079	,12071
ONBIRCAR	1,306	67	,196	,05051	-,02671	,12774
ONIKICAR	1,299	67	,198	,05199	-,02789	,13186
ONUCCAR	1,453	67	,151	,05903	-,02203	,14009
ONDOCAR	1,293	67	,201	,05441	-,02960	,13842
ONBESCAR	1,421	67	,160	,05969	-,02418	,14356
ONALCAR	1,527	67	,131	,06647	-,02040	,15335
ONYECAR	1,682	67	,097	,07540	-,01409	,16489
ONSECAR	1,730	67	,088	,07981	-,01228	,17190
ONDOKCAR	1,645	67	,105	,07738	-,01649	,17126
YIRMICAR	1,480	67	,144	,06987	-,02439	,16412
YBİ A	1,622	67	,110	,07729	-,01785	,17243

EK : UZUN DÖNEM AR ve CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

YILI UZUN DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYAR	2,391	29	,024	,17917	,02591	,33243
IAYAR	2,326	29	,027	,21470	,02588	,40352
UAYAR	,176	29	,862	,00827	-,08804	,10458
DAYAR	-,935	29	,358	-,03297	-,10511	,03918
BESAR	,100	29	,921	,00317	-,06143	,06776
ALTIAR	-,239	29	,813	-,00770	-,07365	,05825
YEDAR	,471	29	,641	,01450	-,04845	,07745
SEKAR	,695	29	,492	,03697	-,07174	,14567
DOKAR	-,684	29	,499	-,02650	-,10575	,05275
ONAR	-1,018	29	,317	-,05733	-,17250	,05783
ONBIRAR	-,954	29	,348	-,02353	-,07399	,02693
ONIKIAR	-,305	29	,763	-,00877	-,06761	,05008
ONUCAR	,846	29	,405	,03240	-,04593	,11073
ONDOAR	,066	29	,948	,00240	-,07156	,07636
ONBESAR	-,211	29	,834	-,00827	-,08843	,07190
ONALTIAR	,309	29	,759	,01177	-,06608	,08962
ONYEDIAR	,433	29	,669	,01717	-,06400	,09833
ONSEKAR	1,231	29	,228	,03057	-,02023	,08136
ONDOKAR	-,927	29	,362	-,01830	-,05867	,02207
YIRMIAR	1,051	29	,302	,04723	-,04467	,13914
YBIRAR	1,670	29	,106	,07713	-,01731	,17158
YIKIAR	,802	29	,429	,02373	-,03681	,08428
YUCAR	,583	29	,564	,01207	-,03026	,05440
YDORTAR	,532	29	,599	,01337	-,03800	,06473
YBESAR	,958	29	,346	,05317	-,06034	,16667
YALTIAR	1,043	29	,305	,13690	-,13143	,40523
YYEDIAR	,917	29	,367	,02680	-,03297	,08657
YSEKAR	-,040	29	,968	-,00137	-,07087	,06814
YDOKAR	-,005	29	,996	-,00017	-,06730	,06696
OTUZAR	-,461	29	,649	-,01133	-,06166	,03899
OTUZBAR	,848	29	,403	,03140	-,04435	,10715
OTUZIKIA	-,188	29	,852	-,00340	-,04030	,03350
OTUZUCAR	,172	29	,865	,00520	-,05670	,06710
OTUZDAR	-,107	29	,916	-,00353	-,07110	,06404
OTUZBESA	-,675	29	,505	-,01843	-,07427	,03740
OTUZALAR	-1,013	29	,320	-,02557	-,07720	,02607

YILI UZUN DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYCAR	2,391	29	,024	,17917	,02591	,33243
IAYCAR	2,978	29	,006	,39223	,12285	,66161
UAYCAR	3,033	29	,005	,40070	,13053	,67087
DAYCAR	2,609	29	,014	,36760	,07943	,65577
BESCAR	2,551	29	,016	,37070	,07350	,66790
ALTICAR	2,597	29	,015	,36293	,07714	,64873
YEDCAR	2,498	29	,018	,37747	,06842	,68651
SEKCAR	2,745	29	,010	,41440	,10563	,72317
DOKCAR	2,554	29	,016	,38783	,07732	,69835
ONCAR	2,367	29	,025	,33057	,04491	,61623
ONBIRCAR	2,180	29	,038	,30693	,01893	,59494
ONIKICAR	2,095	29	,045	,29830	,00714	,58946
ONUCCAR	2,186	29	,037	,33060	,02123	,63997
ONDOCAR	2,135	29	,041	,33280	,01402	,65158
ONBESCAR	1,846	29	,075	,32457	-,03511	,68424
ONALTICA	2,109	29	,044	,33620	,01024	,66216
ONYEDICA	2,281	29	,030	,35330	,03646	,67014
ONSEKCAR	2,562	29	,016	,38387	,07744	,69030
ONDOKCAR	2,393	29	,023	,36547	,05307	,67787
YIRMICAR	2,743	29	,010	,41267	,10492	,72041
YBIRCAR	3,325	29	,002	,49000	,18856	,79144
YIKICAR	3,582	29	,001	,51367	,22035	,80698
YUCCAR	3,698	29	,001	,52573	,23497	,81649
YDORTCAR	3,671	29	,001	,53917	,23880	,83953
YBESCAR	4,205	29	,000	,59223	,30417	,88030
YALTICAR	4,562	29	,000	,72893	,40216	1,05571
YYEDICAR	4,509	29	,000	,75583	,41302	1,09865
YSEKCAR	4,592	29	,000	,75443	,41845	1,09042
YDOKCAR	4,782	29	,000	,75430	,43168	1,07692
OTUZCAR	4,591	29	,000	,74320	,41208	1,07432
OTUZBCAR	4,278	29	,000	,77447	,40424	1,14470
OTUZIKIC	4,222	29	,000	,77117	,39758	1,14475
OTUZUCCA	4,519	29	,000	,77633	,42501	1,12766
OTUZDCAR	4,484	29	,000	,77297	,42037	1,12556
OTUZBESC	4,292	29	,000	,75457	,39498	1,11415
OTUZALCA	4,267	29	,000	,72893	,37951	1,07836

YILI UZUN DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYAR	-1,308	3	,282	-,08875	-,30464	,12714
IAYAR	,326	3	,766	,07725	-,67640	,83090
UAYAR	,069	3	,949	,00775	-,34920	,36470
DAYAR	,427	3	,698	,01025	-,06620	,08670
BESAR	1,759	3	,177	,09225	-,07465	,25915
ALTİAR	-,088	3	,935	-,00650	-,24104	,22804
YEDAR	,055	3	,960	,00350	-,20023	,20723
SEKAR	-,638	3	,569	-,03750	-,22469	,14969
DOKAR	-1,853	3	,161	-,10625	-,28872	,07622
ONAR	-1,097	3	,353	-,10450	-,40775	,19875
ONBİRAR	-,390	3	,723	-,06400	-,58655	,45855
ONİKİAR	-1,085	3	,357	-,07075	-,27825	,13675
ONUCAR	-,555	3	,617	-,05125	-,34498	,24248
ONDOAR	1,219	3	,310	,04850	-,07815	,17515
ONBESAR	,160	3	,883	,01425	-,26907	,29757
ONALTİAR	-,341	3	,756	-,02400	-,24829	,20029
ONYEDİAR	-,665	3	,554	-,01500	-,08678	,05678
ONSEKAR	-1,538	3	,222	-,06300	-,19336	,06736
ONDOKAR	-,227	3	,835	-,01025	-,15403	,13353
YİRMİAR	-1,479	3	,236	-,07850	-,24745	,09045
YBİRAR	-1,343	3	,272	-,08025	-,27041	,10991
YİKİAR	,943	3	,415	,06450	-,15326	,28226
YUCAR	-,121	3	,911	-,00925	-,25231	,23381
YDORTAR	1,065	3	,365	,17400	-,34601	,69401
YBESAR	-,988	3	,396	-,07025	-,29656	,15606
YALTİAR	,677	3	,547	,07975	-,29515	,45465
YYEDİAR	-,459	3	,678	-,02750	-,21837	,16337
YSEKAR	-1,396	3	,257	-,04725	-,15497	,06047
YDOKAR	-1,838	3	,163	-,03800	-,10380	,02780
OTUZAR	-,956	3	,409	-,04200	-,18177	,09777
OTUZBAR	,324	3	,767	,01050	-,09263	,11363
OTUZİKİA	,339	3	,757	,01850	-,15504	,19204
OTUZUCAR	1,142	3	,337	,08150	-,14571	,30871
OTUZDAR	,742	3	,512	,05000	-,16445	,26445
OTUZBESA	-1,487	3	,234	-,12625	-,39638	,14388
OTUZALAR	1,698	3	,188	,24825	-,21697	,71347

YILI UZUN DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYCAR	-1,308	3	,282	-,08875	-,30464	,12714
IAYCAR	-,037	3	,972	-,01125	-,96610	,94360
UAYCAR	-,010	3	,993	-,00375	-1,20207	1,19457
DAYCAR	,018	3	,987	,00650	-1,13163	1,14463
BESCAR	,258	3	,813	,09875	-1,12077	1,31827
ALTICAR	,210	3	,847	,09250	-1,31099	1,49599
YEDCAR	,254	3	,816	,09600	-1,10446	1,29646
SEKCAR	,135	3	,901	,05850	-1,32288	1,43988
DOKCAR	-,099	3	,928	-,04750	-1,57804	1,48304
ONCAR	-,318	3	,771	-,15200	-1,67090	1,36690
ONBIRCAR	-,677	3	,547	-,21600	-1,23206	,80006
ONIKICAR	-1,047	3	,372	-,28625	-1,15618	,58368
ONUCCAR	-1,693	3	,189	-,33775	-,97273	,29723
ONDOCAR	-1,664	3	,195	-,28950	-,84314	,26414
ONBESCAR	-1,608	3	,206	-,27500	-,81909	,26909
ONALTICA	-2,427	3	,094	-,29900	-,69102	,09302
ONYEDICA	-2,579	3	,082	-,31375	-,70087	,07337
ONSEKCAR	-3,145	3	,051	-,37725	-,75900	,00450
ONDOKCAR	-2,657	3	,077	-,38750	-,85169	,07669
YIRMICAR	-2,964	3	,059	-,46625	-,96679	,03429
YBIRCAR	-2,720	3	,073	-,54625	-1,18545	,09295
YIKICAR	-2,387	3	,097	-,48150	-1,12336	,16036
YUCCAR	-2,638	3	,078	-,49075	-1,08273	,10123
YDORTCAR	-1,435	3	,247	-,31700	-1,02022	,38622
YBESCAR	-1,679	3	,192	-,38725	-1,12125	,34675
YALTICAR	-1,017	3	,384	-,30750	-1,26956	,65456
YYEDICAR	-1,196	3	,318	-,33500	-1,22664	,55664
YSEKCAR	-1,455	3	,242	-,38250	-1,21928	,45428
YDOKCAR	-1,497	3	,231	-,42025	-1,31346	,47296
OTUZCAR	-1,517	3	,226	-,46225	-1,43175	,50725
OTUZBCAR	-1,366	3	,265	-,45125	-1,50278	,60028
OTUZIKIC	-1,254	3	,299	-,43275	-1,53096	,66546
OTUZUCCA	-1,033	3	,377	-,35100	-1,43201	,73001
OTUZDCAR	-,854	3	,456	-,30100	-1,42258	,82058
OTUZBESC	-1,219	3	,310	-,42725	-1,54249	,68799
OTUZALCA	-,500	3	,651	-,17875	-1,31554	,95804

YILI UZUN DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYAR	1,552	1	,364	,13500	-,97044	1,24044
IAYAR	143,000	1	,004	,14300	,13029	,15571
UAYAR	,032	1	,979	,01200	-4,68930	4,71330
DAYAR	-1,129	1	,461	-,07000	-,85778	,71778
BESAR	,117	1	,926	,03850	-4,13549	4,21249
ALTIAR	-1,593	1	,357	-,25800	-2,31641	1,80041
YEDAR	-4,444	1	,141	-,08000	-,30871	,14871
SEKAR	,591	1	,660	,17900	-3,67098	4,02898
DOKAR	-20,200	1	,031	-,15150	-,24680	-,05620
ONAR	-,702	1	,610	-,06350	-1,21341	1,08641
ONBIRAR	-4,589	1	,137	-,16750	-,63128	,29628
ONIKIAR	-,030	1	,981	-,00150	-,64316	,64016
ONUCAR	-1,618	1	,352	-,12300	-1,08867	,84267
ONDOAR	,071	1	,955	,02550	-4,55509	4,60609
ONBESAR	-1,000	1	,500	-,02450	-,33580	,28680
ONALTIAR	-,553	1	,679	-,02100	-,50384	,46184
ONYEDIAR	-7,933	1	,080	-,05950	-,15480	,03580
ONSEKAR	-3,387	1	,183	-,05250	-,24945	,14445
ONDOKAR	-1,088	1	,473	-,03700	-,46901	,39501
YIRMIAR	-,265	1	,835	-,02450	-1,19982	1,15082
YBIRAR	-49,667	1	,013	-,07450	-,09356	-,05544
YIKIAR	-,890	1	,537	-,07250	-1,10806	,96306
YUCAR	-6,263	1	,101	-,05950	-,18021	,06121
YDORTAR	-2,403	1	,251	-,09250	-,58169	,39669
YBESAR	,848	1	,552	,22900	-3,20168	3,65968
YALTIAR	-1,000	1	,500	-,04350	-,59622	,50922
YYEDIAR	,443	1	,735	,04050	-1,12212	1,20312
YSEKAR	,560	1	,675	,07900	-1,71257	1,87057
YDOKAR	,279	1	,827	,03400	-1,51616	1,58416
OTUZAR	-,314	1	,806	-,02750	-1,13929	1,08429
OTUZBAR	,095	1	,940	,00650	-,86388	,87688
OTUZIKIA	,365	1	,777	,05400	-1,82652	1,93452
OTUZUCAR	-1,086	1	,474	-,06300	-,79996	,67396
OTUZDAR	-8,048	1	,079	-,08450	-,21792	,04892
OTUZBESA	,881	1	,540	,29600	-3,97328	4,56528
OTUZALAR	-2,655	1	,229	-,03850	-,22274	,14574

YILI UZUN DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYCAR	1,552	1	,364	,13500	-,97044	1,24044
IAYCAR	3,159	1	,195	,27800	-,84015	1,39615
UAYCAR	,633	1	,641	,29000	-5,52944	6,10944
DAYCAR	,423	1	,745	,22000	-6,38723	6,82723
BESCAR	,305	1	,811	,25900	-10,51586	11,03386
ALTICAR	,001	1	1,000	,00050	-8,72231	8,72331
YEDCAR	-,112	1	,929	-,07900	-9,03687	8,87887
SEKCAR	,099	1	,937	,10000	-12,70785	12,90785
DOKCAR	-,051	1	,967	-,05200	-12,94880	12,84480
ONCAR	-,125	1	,921	-,11550	-11,87509	11,64409
ONBIRCAR	-,318	1	,804	-,28300	-11,57882	11,01282
ONIKICAR	-,303	1	,813	-,28450	-12,22198	11,65298
ONUCCAR	-,472	1	,719	-,40700	-11,37245	10,55845
ONDOCAR	-,759	1	,587	-,38200	-6,77322	6,00922
ONBESCAR	-,771	1	,582	-,40650	-7,10902	6,29602
ONALTICA	-,756	1	,588	-,42700	-7,60601	6,75201
ONYEDICA	-,873	1	,543	-,48650	-7,57021	6,59721
ONSEKCAR	-,994	1	,502	-,53900	-7,42576	6,34776
ONDOKCAR	-1,132	1	,461	-,57600	-7,04346	5,89146
YIRMICAR	-1,445	1	,385	-,60100	-5,88678	4,68478
YBIRCAR	-1,618	1	,352	-,67550	-5,98034	4,62934
YIKICAR	-1,499	1	,375	-,74800	-7,08840	5,59240
YUCCAR	-1,591	1	,357	-,80800	-7,26275	5,64675
YDORTCAR	-1,914	1	,307	-,90050	-6,87877	5,07777
YBESCAR	-3,355	1	,184	-,67100	-3,21224	1,87024
YALTICAR	-4,565	1	,137	-,71450	-2,70302	1,27402
YYEDICAR	-10,369	1	,061	-,67400	-1,49990	,15190
YSEKCAR	-7,829	1	,081	-,59500	-1,56067	,37067
YDOKCAR	-2,838	1	,216	-,56050	-3,06998	1,94898
OTUZCAR	-5,345	1	,118	-,58800	-1,98568	,80968
OTUZBCAR	-3,258	1	,190	-,58150	-2,84956	1,68656
OTUZIKIC	-17,032	1	,037	-,52800	-,92189	-,13411
OTUZUCCA	-6,640	1	,095	-,59100	-1,72185	,53985
OTUZDCAR	-8,544	1	,074	-,67500	-1,67879	,32879
OTUZBESC	-,913	1	,529	-,37900	-5,65207	4,89407
OTUZALCA	-,974	1	,508	-,41850	-5,87581	5,03881

YILI UZUN DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYAR	-2,062	10	,066	-,08627	-,17950	,00696
IAYAR	-,932	10	,373	-,04645	-,15755	,06464
UAYAR	-,675	10	,515	-,03636	-,15645	,08373
DAYAR	,048	10	,962	,00245	-,11056	,11547
BESAR	-2,400	10	,037	-,04945	-,09536	-,00355
ALTAR	-,977	10	,352	-,02836	-,09308	,03635
YEDAR	-2,255	10	,048	-,05855	-,11640	-,00069
SEKAR	-,176	10	,863	-,00909	-,12388	,10569
DOKAR	-,621	10	,549	-,01836	-,08430	,04758
ONAR	,171	10	,868	,00482	-,05808	,06772
ONBIRAR	-2,434	10	,035	-,04618	-,08846	-,00390
ONIKIAR	-1,780	10	,105	-,05355	-,12057	,01348
ONUCAR	-,953	10	,363	-,01845	-,06159	,02468
ONDOAR	,074	10	,943	,00245	-,07162	,07653
ONBESAR	,585	10	,571	,01173	-,03293	,05639
ONALTAR	-,412	10	,689	-,01500	-,09613	,06613
ONYEDIAR	,900	10	,389	,04209	-,06212	,14630
ONSEKAR	,879	10	,400	,03164	-,04856	,11183
ONDOKAR	1,533	10	,156	,04627	-,02099	,11354
YIRMIAR	1,869	10	,091	,09064	-,01744	,19871
YBIRAR	,687	10	,508	,02182	-,04896	,09260
YIKIAR	,155	10	,880	,00445	-,05941	,06832
YUCAR	1,317	10	,217	,05991	-,04147	,16129
YDORTAR	-1,454	10	,177	-,06282	-,15907	,03343
YBESAR	-3,448	10	,006	-,08573	-,14112	-,03033
YALTAR	-,530	10	,608	-,02091	-,10886	,06704
YYEDIAR	,688	10	,507	,02191	-,04907	,09289
YSEKAR	-,363	10	,724	-,01036	-,07405	,05333
YDOKAR	,985	10	,348	,02455	-,03095	,08004
OTUZAR	-3,154	10	,010	-,04782	-,08160	-,01403
OTUZBAR	-2,679	10	,023	-,05582	-,10224	-,00940
OTUZIKIA	-,560	10	,588	-,01645	-,08190	,04899
OTUZUCAR	-,768	10	,460	-,02200	-,08585	,04185
OTUZDAR	-1,385	10	,196	-,04727	-,12330	,02876
OTUZBESA	,457	10	,657	,01582	-,06129	,09293
OTUZALAR	-1,353	10	,206	-,12764	-,33784	,08257

YILI UZUN DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYCAR	-2,062	10	,066	-,08627	-,17950	,00696
IAYCAR	-2,280	10	,046	-,13291	-,26280	-,00301
UAYCAR	-1,771	10	,107	-,16927	-,38226	,04371
DAYCAR	-1,451	10	,178	-,16673	-,42283	,08937
BESCAR	-1,757	10	,109	-,21627	-,49048	,05794
ALTICAR	-2,094	10	,063	-,24464	-,50492	,01564
YEDCAR	-2,756	10	,020	-,30318	-,54830	-,05806
SEKCAR	-2,461	10	,034	-,31236	-,59512	-,02960
DOKCAR	-2,270	10	,047	-,33045	-,65485	-,00606
ONCAR	-2,313	10	,043	-,32582	-,63969	-,01195
ONBIRCAR	-2,547	10	,029	-,37218	-,69775	-,04661
ONIKICAR	-2,716	10	,022	-,42573	-,77496	-,07649
ONUCCAR	-2,696	10	,022	-,44418	-,81132	-,07704
ONDOCAR	-2,830	10	,018	-,44164	-,78929	-,09398
ONBESCAR	-2,780	10	,019	-,42991	-,77446	-,08535
ONALTICA	-2,646	10	,024	-,44509	-,81989	-,07030
ONYEDICA	-2,502	10	,031	-,40291	-,76175	-,04407
ONSEKCAR	-2,220	10	,051	-,37136	-,74406	,00134
ONDOKCAR	-1,901	10	,087	-,32527	-,70655	,05600
YIRMICAR	-1,352	10	,206	-,23445	-,62075	,15184
YBIRCAR	-1,181	10	,265	-,21291	-,61448	,18866
YIKICAR	-1,130	10	,285	-,20827	-,61899	,20244
YUCCAR	-,831	10	,425	-,14836	-,54617	,24944
YDORTCAR	-1,117	10	,290	-,21109	-,63200	,20982
YBESCAR	-1,624	10	,135	-,29645	-,70315	,11025
YALTICAR	-1,633	10	,134	-,31764	-,75102	,11575
YYEDICAR	-1,591	10	,143	-,29545	-,70912	,11821
YSEKCAR	-1,666	10	,127	-,30600	-,71513	,10313
YDOKCAR	-1,480	10	,170	-,28145	-,70507	,14216
OTUZCAR	-1,706	10	,119	-,32918	-,75916	,10080
OTUZBCAR	-2,015	10	,072	-,38491	-,81045	,04063
OTUZIKIC	-1,978	10	,076	-,40145	-,85356	,05065
OTUZUCCA	-2,120	10	,060	-,42355	-,86861	,02152
OTUZDCAR	-2,444	10	,035	-,47082	-,90001	-,04162
OTUZBESC	-2,454	10	,034	-,45500	-,86805	-,04195
OTUZALCA	-2,460	10	,034	-,58245	-1,11000	-,05491

YILI UZUN DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYAR	1,037	5	,347	,11783	-,17438	,41005
IAYAR	-,172	5	,870	-,00850	-,13525	,11825
UAYAR	,793	5	,464	,17950	-,40267	,76167
DAYAR	1,302	5	,250	,11350	-,11064	,33764
BESAR	-3,298	5	,022	-,09233	-,16429	-,02037
ALTAR	,989	5	,368	,08633	-,13809	,31076
YEDAR	4,178	5	,009	,06800	,02616	,10984
SEKAR	-1,676	5	,155	-,16733	-,42401	,08934
DOKAR	1,432	5	,212	,07183	-,05712	,20079
ONAR	1,352	5	,234	,06117	-,05514	,17748
ONBIRAR	-1,116	5	,315	-,03883	-,12825	,05059
ONIKIAR	-,087	5	,934	-,00283	-,08615	,08049
ONUCAR	-1,546	5	,183	-,03883	-,10338	,02572
ONDOAR	,250	5	,813	,00900	-,08357	,10157
ONBESAR	-,629	5	,557	-,05050	-,25688	,15588
ONALTAR	,745	5	,490	,01583	-,03876	,07043
ONYEDIAR	-1,367	5	,230	-,05133	-,14787	,04520
ONSEKAR	,108	5	,919	,00300	-,06869	,07469
ONDOKAR	,410	5	,699	,01933	-,10185	,14052
YIRMIAR	-1,366	5	,230	-,04783	-,13788	,04221
YBIRAR	,995	5	,365	,02217	-,03508	,07941
YIKIAR	-2,610	5	,048	-,04283	-,08501	-,00065
YUCAR	-2,134	5	,086	-,06483	-,14294	,01327
YDORTAR	2,214	5	,078	,04433	-,00714	,09580
YBESAR	-,782	5	,470	-,03000	-,12863	,06863
YALTAR	,750	5	,487	,03483	-,08462	,15428
YYEDIAR	,236	5	,823	,00717	-,07093	,08526
YSEKAR	-4,640	5	,006	-,09133	-,14193	-,04074
YDOKAR	-,254	5	,810	-,00567	-,06305	,05172
OTUZAR	,958	5	,382	,04017	-,06765	,14798
OTUZBAR	-,482	5	,650	-,02533	-,16039	,10972
OTUZIKIA	-,500	5	,638	-,02167	-,13307	,08974
OTUZUCAR	1,712	5	,148	,09467	-,04751	,23685
OTUZDAR	1,139	5	,306	,09983	-,12542	,32508
OTUZBESA	1,029	5	,351	,05583	-,08365	,19532
OTUZALAR	1,590	5	,173	,11983	-,07396	,31363

YILI UZUN DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYCAR	1,037	5	,347	,11783	-,17438	,41005
IAYCAR	1,289	5	,254	,10950	-,10882	,32782
UAYCAR	,943	5	,389	,28900	-,49888	1,07688
DAYCAR	1,035	5	,348	,40233	-,59726	1,40193
BESCAR	,792	5	,464	,31017	-,69601	1,31635
ALTICAR	,835	5	,442	,39650	-,82384	1,61684
YEDCAR	,985	5	,370	,46450	-,74830	1,67730
SEKCAR	,771	5	,476	,29750	-,69443	1,28943
DOKCAR	,861	5	,429	,36900	-,73280	1,47080
ONCAR	,953	5	,384	,43017	-,72958	1,58992
ONBIRCAR	,907	5	,406	,39150	-,71861	1,50161
ONIKICAR	,969	5	,377	,38833	-,64237	1,41904
ONUCCAR	,918	5	,401	,34967	-,62975	1,32909
ONDOCAR	1,015	5	,357	,35850	-,54953	1,26653
ONBESCAR	1,076	5	,331	,30817	-,42833	1,04466
ONALTICA	1,148	5	,303	,32383	-,40106	1,04873
ONYEDICA	,978	5	,373	,27250	-,44355	,98855
ONSEKCAR	1,030	5	,350	,27533	-,41185	,96252
ONDOKCAR	,941	5	,390	,29483	-,51075	1,10042
YIRMICAR	,874	5	,422	,24683	-,47882	,97249
YBIRCAR	,967	5	,378	,26917	-,44637	,98470
YIKICAR	,799	5	,461	,22600	-,50125	,95325
YUCCAR	,613	5	,566	,16100	-,51378	,83578
YDORTCAR	,786	5	,467	,20567	-,46691	,87824
YBESCAR	,721	5	,503	,17550	-,45014	,80114
YALTICAR	,931	5	,395	,21067	-,37106	,79239
YYEDICAR	,937	5	,392	,21783	-,37994	,81560
YSEKCAR	,535	5	,615	,12650	-,48079	,73379
YDOKCAR	,494	5	,643	,12083	-,50854	,75021
OTUZCAR	,663	5	,537	,16083	-,46262	,78429
OTUZBCAR	,550	5	,606	,13567	-,49840	,76973
OTUZIKIC	,479	5	,652	,11350	-,49535	,72235
OTUZUCCA	,817	5	,451	,20833	-,44686	,86353
OTUZDCAR	1,397	5	,221	,30783	-,25855	,87422
OTUZBESC	1,545	5	,183	,36367	-,24129	,96862
OTUZALCA	1,792	5	,133	,48367	-,21010	1,17744

YILI UZUN DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYAR	1,495	8	,173	,15144	-,08209	,38498
IAYAR	-2,980	8	,018	-,08911	-,15807	-,02015
UAYAR	-2,065	8	,073	-,05778	-,12230	,00675
DAYAR	,875	8	,407	,03267	-,05344	,11877
BESAR	-1,355	8	,213	-,05367	-,14501	,03768
ALTIAR	-,274	8	,791	-,00611	-,05760	,04538
YEDAR	,062	8	,952	,00178	-,06396	,06752
SEKAR	,685	8	,513	,02244	-,05313	,09801
DOKAR	1,093	8	,306	,04789	-,05315	,14893
ONAR	1,547	8	,160	,04056	-,01989	,10100
ONBIRAR	-1,167	8	,277	-,03978	-,11840	,03884
ONIKIAR	,111	8	,914	,00433	-,08532	,09399
ONUCAR	-2,852	8	,021	-,06200	-,11213	-,01187
ONDOAR	-1,882	8	,097	-,04833	-,10757	,01090
ONBESAR	,101	8	,922	,00333	-,07311	,07977
ONALTIAR	,548	8	,599	,02144	-,06876	,11165
ONYEDIAR	-,157	8	,879	-,00544	-,08541	,07452
ONSEKAR	,895	8	,397	,05611	-,08849	,20071
ONDOKAR	,729	8	,487	,02811	-,06085	,11707
YIRMIAR	,276	8	,789	,00822	-,06042	,07687
YBIRAR	-,118	8	,909	-,00278	-,05692	,05136
YIKIAR	,609	8	,559	,02200	-,06125	,10525
YUCAR	,326	8	,753	,01733	-,10515	,13982
YDORTAR	1,343	8	,216	,08589	-,06156	,23334
YBESAR	,550	8	,597	,06089	-,19420	,31598
YALTIAR	-,330	8	,750	-,01444	-,11526	,08637
YYEDIAR	-,303	8	,770	-,01144	-,09851	,07562
YSEKAR	-,376	8	,717	-,01289	-,09198	,06620
YDOKAR	-,555	8	,594	-,02889	-,14901	,09123
OTUZAR	-,775	8	,460	-,04989	-,19826	,09849
OTUZBAR	-1,006	8	,344	-,04244	-,13970	,05481
OTUZIKIA	-,847	8	,422	-,03978	-,14808	,06852
OTUZUCAR	,191	8	,853	,01656	-,18302	,21613
OTUZDAR	1,288	8	,234	,19222	-,15190	,53634
OTUZBESA	,134	8	,897	,01200	-,19413	,21813
OTUZALAR	-,762	8	,468	-,03056	-,12297	,06186

YILI UZUN DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYCAR	1,495	8	,173	,15144	-,08209	,38498
IAYCAR	,557	8	,593	,06256	-,19624	,32135
UAYCAR	,042	8	,968	,00456	-,24738	,25649
DAYCAR	,291	8	,779	,03733	-,25878	,33344
BESCAR	-,141	8	,891	-,01622	-,28071	,24827
ALTICAR	-,204	8	,843	-,02244	-,27562	,23074
YEDCAR	-,162	8	,876	-,02078	-,31709	,27553
SEKCAR	,011	8	,991	,00178	-,35532	,35888
DOKCAR	,317	8	,759	,04989	-,31279	,41257
ONCAR	,590	8	,572	,09056	-,26341	,44452
ONBIRCAR	,283	8	,785	,05067	-,36253	,46386
ONIKICAR	,358	8	,730	,05478	-,29802	,40758
ONUCCAR	-,044	8	,966	-,00700	-,37357	,35957
ONDOCAR	-,318	8	,759	-,05533	-,45639	,34573
ONBESCAR	-,308	8	,766	-,05222	-,44305	,33860
ONALTICA	-,181	8	,861	-,03078	-,42248	,36092
ONYEDICA	-,212	8	,838	-,03611	-,42915	,35692
ONSEKCAR	,136	8	,895	,02000	-,31893	,35893
ONDOKCAR	,303	8	,769	,04822	-,31837	,41482
YIRMICAR	,327	8	,752	,05622	-,34072	,45317
YBIRCAR	,286	8	,782	,05356	-,37889	,48600
YIKICAR	,353	8	,733	,07556	-,41812	,56923
YUCCAR	,483	8	,642	,09300	-,35083	,53683
YDORTCAR	,869	8	,410	,17889	-,29561	,65339
YBESCAR	1,141	8	,287	,23989	-,24504	,72481
YALTICAR	1,056	8	,322	,22544	-,26674	,71763
YYEDICAR	1,001	8	,346	,21378	-,27873	,70628
YSEKCAR	,921	8	,384	,20100	-,30220	,70420
YDOKCAR	,791	8	,452	,17200	-,32932	,67332
OTUZCAR	,689	8	,510	,12211	-,28649	,53071
OTUZBCAR	,444	8	,669	,07967	-,33440	,49373
OTUZIKIC	,267	8	,796	,04000	-,30591	,38591
OTUZUCCA	,385	8	,711	,05667	-,28307	,39640
OTUZDCAR	1,111	8	,299	,24889	-,26759	,76537
OTUZBESC	1,592	8	,150	,26067	-,11681	,63814
OTUZALCA	1,450	8	,185	,23011	-,13585	,59608

2007 YILI UZUN DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYAR	1,250	5	,267	,10467	-,11059	,31992
IAYAR	-,326	5	,758	-,01217	-,10819	,08385
UAYAR	-3,939	5	,011	-,05600	-,09255	-,01945
DAYAR	,307	5	,771	,01000	-,07369	,09369
BESAR	,157	5	,881	,00367	-,05623	,06357
ALTAR	,727	5	,500	,03200	-,08111	,14511
YEDAR	1,761	5	,139	,15333	-,07054	,37720
SEKAR	,771	5	,476	,03367	-,07859	,14592
DOKAR	-1,655	5	,159	-,05100	-,13023	,02823
ONAR	-2,236	5	,076	-,07883	-,16948	,01181
ONBIRAR	-1,921	5	,113	-,03817	-,08924	,01290
ONIKIAR	-2,170	5	,082	-,09583	-,20936	,01769
ONUCAR	-,282	5	,789	-,02800	-,28337	,22737
ONDOAR	-1,481	5	,199	-,05500	-,15044	,04044
ONBESAR	1,983	5	,104	,05983	-,01773	,13740
ONALTAR	-,273	5	,796	-,03067	-,31977	,25844
ONYEDIAR	,431	5	,684	,02883	-,14315	,20082
ONSEKAR	-,779	5	,471	-,04667	-,20067	,10734
ONDOKAR	1,001	5	,363	,03550	-,05569	,12669
YIRMIAR	,370	5	,727	,01917	-,11404	,15237
YBIRAR	,457	5	,667	,02750	-,12717	,18217
YIKIAR	-,443	5	,676	-,02867	-,19502	,13769
YUCAR	,602	5	,573	,04633	-,15151	,24417
YDORTAR	2,399	5	,062	,13800	-,00988	,28588
YBESAR	,100	2	,930	,00233	-,09855	,10322
YALTAR	-2,119	2	,168	-,01600	-,04848	,01648
YYEDIAR	1,175	2	,361	,10567	-,28138	,49272
YSEKAR	,401	2	,727	,01967	-,19127	,23060
YDOKAR	-,489	2	,673	-,04200	-,41140	,32740
OTUZAR	-,501	2	,666	-,03033	-,29090	,23023
OTUZBAR	-,847	2	,486	-,02867	-,17422	,11689
OTUZIKIA	,597	2	,611	,03600	-,22348	,29548
OTUZUCAR	-,975	2	,432	-,05633	-,30493	,19226
OTUZDAR	,065	2	,954	,00167	-,10927	,11260
OTUZBESA	,944	2	,445	,08067	-,28690	,44824
OTUZALAR	,862	2	,480	,08967	-,35815	,53748

YILI UZUN DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYCAR	1,250	5	,267	,10467	-,11059	,31992
IAYCAR	1,373	5	,228	,09250	-,08063	,26563
UAYCAR	,493	5	,643	,03633	-,15323	,22590
DAYCAR	,874	5	,422	,04633	-,08989	,18256
BESCAR	1,359	5	,232	,05017	-,04471	,14504
ALTICAR	1,419	5	,215	,08217	-,06667	,23100
YEDCAR	2,088	5	,091	,23583	-,05451	,52617
SEKCAR	2,329	5	,067	,26933	-,02797	,56664
DOKCAR	1,561	5	,179	,21833	-,14115	,57782
ONCAR	1,111	5	,317	,13967	-,18357	,46290
ONBIRCAR	,759	5	,482	,10133	-,24172	,44438
ONIKICAR	,047	5	,964	,00600	-,32190	,33390
ONUCCAR	-,204	5	,847	-,02233	-,30440	,25974
ONDOCAR	-,649	5	,545	-,07733	-,38341	,22874
ONBESCAR	-,137	5	,896	-,01733	-,34152	,30685
ONALTICA	-,279	5	,791	-,04767	-,48652	,39119
ONYEDICA	-,171	5	,871	-,01883	-,30236	,26469
ONSEKCAR	-,464	5	,662	-,06550	-,42838	,29738
ONDOKCAR	-,238	5	,821	-,03033	-,35806	,29740
YIRMICAR	-,064	5	,952	-,01100	-,45448	,43248
YBIRCAR	,087	5	,934	,01650	-,47082	,50382
YIKICAR	-,079	5	,940	-,01167	-,39022	,36689
YUCCAR	,314	5	,766	,03450	-,24760	,31660
YDORTCAR	1,714	5	,147	,17233	-,08617	,43084
YBESCAR	,595	2	,612	,11133	-,69414	,91681
YYEDICAR	,722	2	,545	,20133	-,99855	1,40121
YSEKCAR	,749	2	,532	,22100	-1,04773	1,48973
YDOKCAR	,729	2	,542	,17867	-,87625	1,23358
OTUZBCAR	,366	2	,749	,11967	-1,28644	1,52577
OTUZIKIC	,415	2	,719	,15600	-1,46287	1,77487
OTUZUCCA	,304	2	,790	,09900	-1,30174	1,49974
OTUZDCAR	,301	2	,792	,10067	-1,33943	1,54076
OTUZBESC	,516	2	,657	,18133	-1,33160	1,69427
OTUZALCA	1,059	2	,401	,27100	-,83015	1,37215

2000- DÖNEMİ UZUN DÖNEM AR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYAR	2,600	67	,011	,10351	,02403	,18300
IAYAR	1,791	67	,078	,08234	-,00940	,17408
UAYAR	2,496	67	,015	,18701	,03745	,33657
DAYAR	-,019	67	,985	-,00038	-,04083	,04007
BESAR	-,841	67	,403	-,01497	-,05048	,02054
ALTIAR	-,334	67	,739	-,00632	-,04408	,03143
YEDAR	,814	67	,418	,01454	-,02111	,05020
SEKAR	,319	67	,751	,00907	-,04776	,06591
DOKAR	-,854	67	,396	-,01719	-,05738	,02300
ONAR	-1,069	67	,289	-,02872	-,08235	,02491
ONBIRAR	-2,518	67	,014	-,03860	-,06920	-,00801
ONIKIAR	-1,571	67	,121	-,02487	-,05647	,00673
ONUCAR	-,462	67	,646	-,00943	-,05017	,03132
ONDOAR	-,278	67	,782	-,00540	-,04412	,03332
ONBESAR	-,018	67	,985	-,00037	-,04026	,03952
ONALTIAR	,108	67	,914	,00226	-,03948	,04401
ONYEDIAR	,439	67	,662	,00904	-,03206	,05015
ONSEKAR	1,045	67	,300	,01693	-,01542	,04927
ONDOKAR	,497	67	,621	,00628	-,01896	,03152
YIRMIAR	1,254	67	,214	,02872	-,01701	,07445
YBIRAR	1,536	67	,129	,03466	-,01037	,07969
YIKIAR	,581	67	,563	,00946	-,02305	,04196
YUCAR	,839	67	,404	,01338	-,01845	,04522
YDORTAR	1,545	67	,127	,03071	-,00895	,07036
YBESAR	,584	64	,561	,01852	-,04487	,08192
YALTIAR	1,031	64	,306	,06369	-,05967	,18705
YYEDIAR	1,185	64	,240	,01958	-,01344	,05260
YSEKAR	-,682	64	,498	-,01217	-,04782	,02348
YDOKAR	-,206	64	,837	-,00368	-,03929	,03193
OTUZAR	-1,373	64	,175	-,02135	-,05242	,00971
OTUZBAR	-,188	64	,852	-,00365	-,04242	,03513
OTUZIKIA	-,562	64	,576	-,00740	-,03373	,01893
OTUZUCAR	,503	64	,617	,01018	-,03027	,05064
OTUZDAR	,941	64	,350	,02675	-,03007	,08357
OTUZBESA	,270	64	,788	,00605	-,03872	,05081
OTUZALAR	-,327	64	,745	-,00834	-,05927	,04259

2000- DÖNEMİ UZUN DÖNEM CAR DE ERLERİNİN t TESTİ SONU LARI

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BAYCAR	2,600	67	,011	,10351	,02403	,18300
IAYCAR	,058	67	,954	,00182	-,06114	,06479
UAYCAR	2,482	67	,016	,18584	,03642	,33526
DAYCAR	2,311	67	,024	,18659	,02545	,34773
BESCAR	2,041	67	,045	,17163	,00377	,33950
ALTICAR	1,934	67	,057	,16526	-,00530	,33583
YEDCAR	1,998	67	,050	,17985	,00019	,35952
SEKCAR	2,088	67	,041	,18893	,00836	,36950
DOKCAR	1,834	67	,071	,17175	-,01515	,35865
ONCAR	1,602	67	,114	,14306	-,03524	,32135
ONBIRCAR	1,177	67	,243	,10437	-,07258	,28131
ONIKICAR	,900	67	,372	,07957	-,09698	,25613
ONUCCAR	,767	67	,446	,07012	-,11226	,25249
ONDOCAR	,710	67	,480	,06460	-,11691	,24611
ONBESCAR	,673	67	,504	,06426	-,12645	,25498
ONALTICA	,728	67	,469	,06647	-,11585	,24879
ONYEDICA	,852	67	,397	,07553	-,10137	,25243
ONSEKCAR	1,059	67	,293	,09240	-,08169	,26648
ONDOKCAR	1,111	67	,270	,09860	-,07850	,27571
YIRMICAR	1,439	67	,155	,12728	-,04932	,30387
YBIRCAR	1,781	67	,080	,16203	-,01960	,34366
YIKICAR	1,884	67	,064	,17151	-,01021	,35324
YUCCAR	2,084	67	,041	,18487	,00784	,36189
YDORTCAR	2,364	67	,021	,21562	,03353	,39771
YBESCAR	2,473	64	,016	,23325	,04483	,42167
YALTICAR	2,822	64	,006	,29685	,08671	,50698
YYEDICAR	2,937	64	,005	,31649	,10119	,53180
YSEKCAR	2,843	64	,006	,30428	,09049	,51806
YDOKCAR	2,857	64	,006	,30062	,09040	,51083
OTUZCAR	2,622	64	,011	,27937	,06655	,49218
OTUZBCAR	2,397	64	,019	,27572	,04588	,50557
OTUZIKIC	2,322	64	,023	,26832	,03748	,49917
OTUZUCCA	2,488	64	,015	,27849	,05486	,50213
OTUZDCAR	2,682	64	,009	,30531	,07788	,53274
OTUZBESC	2,774	64	,007	,31134	,08712	,53555
OTUZALCA	2,656	64	,010	,30300	,07511	,53089

EK : RE RESYON ANALİZİNİN t TESTİ SONU LARI

Birinci Ha ta Ortalama Anormal etirilerin AR Re resyon Anali i Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,638(a)	,407	,278	,209631

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,659	12	,138	3,145	,002(a)
	Residual	2,417	55	,044		
	Total	4,076	67			

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

b Dependent Variable: BHAR

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,746	,378		1,971	,054
	YAS	-,004	,002	-,236	-1,844	,071
	HAO	,002	,003	,079	,628	,533
	ASSET	-,028	,049	-,114	-,583	,562
	GELR	-,103	,054	-,299	-1,918	,060
	STD	3,372	,897	,474	3,759	,000
	FGG	,709	,255	,328	2,785	,007
	PG	,137	,164	,093	,838	,406
	ARAC	,022	,068	,042	,328	,744
	Y1	-,049	,098	-,061	-,505	,616
	Y2	,117	,100	,188	1,172	,246
	D1	,081	,079	,165	1,019	,312
	D2	,052	,077	,097	,684	,497

a Dependent Variable: BHAR

Ku la De iş enler

ARAC : Aracı

Y1 : Borsada Satış

Y2 : Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yöntemi

D1 : Sermaye Artırımı

D2 : Sermaye Artırımı ve Ortak Satış

Birinci Hafta Ortalama Birikimli Anormal Getirilerin (CAR) Regresyon Analizi Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,777(a)	,603	,517	,209715

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3,678	12	,307	6,969	,000(a)
	Residual	2,419	55	,044		
	Total	6,097	67			

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

b Dependent Variable: BHCAR

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,824	,378		2,176	,034
	YAS	-,004	,002	-,199	-1,905	,062
	HAO	,002	,003	,064	,619	,539
	ASSET	-,021	,049	-,071	-,440	,662
	GELR	-,121	,054	-,287	-2,251	,028
	STD	3,457	,897	,397	3,852	,000
	FGG	1,660	,255	,627	6,516	,000
	PG	,106	,164	,059	,648	,519
	ARAC	,026	,068	,040	,383	,703
	Y1	-,012	,098	-,012	-,118	,906
	Y2	,125	,100	,164	1,252	,216
	D1	,075	,079	,124	,938	,352
	D2	,044	,077	,067	,576	,567

a Dependent Variable: BHCAR

Ku la De iş enler

ARAC : Aracı
Y1 : Borsada Satış
Y2 : Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yöntemi
D1 : Sermaye Artırımı
D2 : Sermaye Artırımı ve Ortak Satış

İnci Hattı Ortalama Anormal Getirilerin AR Reesyon Analizi Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,353(a)	,125	-,066	,124357

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,121	12	,010	,654	,787(a)
	Residual	,851	55	,015		
	Total	,972	67			

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

b Dependent Variable: IHAR

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,194	,224		,863	,392
	YAS	-,001	,001	-,086	-,552	,583
	HAO	-,001	,002	-,066	-,432	,667
	ASSET	-,010	,029	-,080	-,337	,738
	GELR	-,017	,032	-,102	-,539	,592
	STD	,562	,532	,162	1,056	,295
	FGG	-,065	,151	-,062	-,433	,667
	PG	-,130	,097	-,181	-1,342	,185
	ARAC	-,035	,040	-,135	-,868	,389
	Y1	,041	,058	,104	,710	,481
	Y2	,053	,059	,176	,903	,371
	D1	-,007	,047	-,029	-,147	,883
	D2	,039	,045	,149	,861	,393

a Dependent Variable: IHAR

Kullanılan Değişkenler

- ARAC : Aracı
Y1 : Borsada Satış
Y2 : Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yöntemi
D1 : Sermaye Artırımı
D2 : Sermaye Artırımı ve Ortak Satış

İ inci Hafta Ortalama Birikimli Anormal Getirilerin (CAR) Regresyon Analizi Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,770(a)	,592	,503	,230811

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4,258	12	,355	6,661	,000(a)
	Residual	2,930	55	,053		
	Total	7,188	67			

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

b Dependent Variable: IHCAR

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,017	,417		2,442	,018
	YAS	-,005	,002	-,215	-2,028	,047
	HAO	,001	,003	,034	,329	,743
	ASSET	-,031	,053	-,095	-,581	,563
	GELR	-,138	,059	-,302	-2,336	,023
	STD	4,019	,988	,425	4,069	,000
	FGG	1,594	,280	,555	5,687	,000
	PG	-,024	,180	-,012	-,134	,894
	ARAC	-,009	,075	-,013	-,120	,905
	Y1	,030	,107	,028	,275	,784
	Y2	,178	,110	,215	1,624	,110
	D1	,068	,087	,104	,773	,443
	D2	,083	,084	,117	,987	,328

a Dependent Variable: IHCAR

Ku la De iş enler

ARAC : Aracı

Y1 : Borsada Satış

Y2 : Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yöntemi

D1 : Sermaye Artırımı

D2 : Sermaye Artırımı ve Ortak Satış

Üçüncü Ha ta Ortalama Anormal etirilerin AR Re resyon Anal i Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,354(a)	,125	-,065	,108301

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,092	12	,008	,657	,784(a)
	Residual	,645	55	,012		
	Total	,738	67			

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

b Dependent Variable: UHAR

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,179	,195		,918	,363
	YAS	,000	,001	,043	,278	,782
	HAO	-,002	,002	-,172	-1,121	,267
	ASSET	-,028	,025	-,267	-1,123	,266
	GELR	,006	,028	,038	,203	,840
	STD	,286	,463	,094	,617	,540
	FGG	,013	,132	,014	,097	,923
	PG	-,066	,085	-,105	-,781	,438
	ARAC	,005	,035	,022	,139	,890
	Y1	,025	,050	,072	,490	,626
	Y2	,067	,051	,255	1,311	,195
	D1	,032	,041	,153	,776	,441
	D2	-,005	,040	-,021	-,122	,904

a Dependent Variable: UHAR

Ku la De iş enler

ARAC : Aracı

Y1 : Borsada Satış

Y2 : Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yöntemi

D1 : Sermaye Artırımı

D2 : Sermaye Artırımı ve Ortak Satış

Üçüncü Ha ta Ortalama Biri imli Anormal etirilerin CAR Re resyon Anali i Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,728(a)	,530	,427	,281921

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4,925	12	,410	5,163	,000(a)
	Residual	4,371	55	,079		
	Total	9,296	67			

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

b Dependent Variable: UHCAR

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,197	,509		2,352	,022
	YAS	-,004	,003	-,177	-1,554	,126
	HAO	-,001	,004	-,018	-,161	,873
	ASSET	-,059	,065	-,159	-,908	,368
	GELR	-,132	,072	-,255	-1,834	,072
	STD	4,305	1,206	,401	3,569	,001
	FGG	1,607	,342	,492	4,693	,000
	PG	-,090	,220	-,041	-,410	,683
	ARAC	-,004	,092	-,005	-,044	,965
	Y1	,054	,131	,045	,413	,681
	Y2	,246	,134	,261	1,833	,072
	D1	,099	,107	,134	,931	,356
	D2	,078	,103	,097	,761	,450

a Dependent Variable: UHCAR

Ku la De iş enler

ARAC : Aracı

Y1 : Borsada Satış

Y2 : Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yöntemi

D1 : Sermaye Artırımı

D2 : Sermaye Artırımı ve Ortak Satış

Dör üncü Ha ta Ortalama Anormal etirilerin AR Re resyon Anal i Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,432(a)	,186	,009	,120855

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,184	12	,015	1,049	,420(a)
	Residual	,803	55	,015		
	Total	,987	67			

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

b Dependent Variable: DHAR

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,289	,218		1,324	,191
	YAS	,000	,001	-,062	-,412	,682
	HAO	-,003	,002	-,256	-1,731	,089
	ASSET	-,025	,028	-,202	-,880	,383
	GELR	-,006	,031	-,035	-,189	,851
	STD	1,009	,517	,288	1,952	,056
	FGG	-,072	,147	-,067	-,489	,627
	PG	,161	,094	,221	1,702	,094
	ARAC	-,018	,039	-,068	-,453	,652
	Y1	,057	,056	,144	1,013	,316
	Y2	,065	,057	,213	1,134	,262
	D1	-,017	,046	-,070	-,370	,713
	D2	,018	,044	,069	,411	,683

a Dependent Variable: DHAR

Ku la De iş enler

ARAC : Aracı

Y1 : Borsada Satış

Y2 : Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yöntemi

D1 : Sermaye Artırımı

D2 : Sermaye Artırımı ve Ortak Satış

Dör üncü Hafta Ortalama Birikimli Anormal Getirilerin (CAR) Regresyon Analizi Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,704(a)	,496	,385	,320503

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5,550	12	,463	4,503	,000(a)
	Residual	5,650	55	,103		
	Total	11,200	67			

a Predictors: (Constant), D2, PG, ARAC, HAO, STD, GELR, FGG, Y1, YAS, Y2, D1, ASSET

b Dependent Variable: DHCAR

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,486	,578		2,569	,013
	YAS	-,005	,003	-,179	-1,522	,134
	HAO	-,004	,005	-,093	-,795	,430
	ASSET	-,084	,074	-,204	-1,130	,264
	GELR	-,138	,082	-,242	-1,685	,098
	STD	5,315	1,371	,451	3,876	,000
	FGG	1,535	,389	,428	3,943	,000
	PG	,070	,250	,029	,281	,780
	ARAC	-,022	,104	-,025	-,211	,834
	Y1	,111	,149	,083	,746	,459
	Y2	,311	,152	,301	2,040	,046
	D1	,082	,121	,101	,678	,501
	D2	,096	,117	,108	,823	,414

a Dependent Variable: DHCAR

Ku la De iş enler

ARAC : Aracı

Y1 : Borsada Satış

Y2 : Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yöntemi

D1 : Sermaye Artırımı

D2 : Sermaye Artırımı ve Ortak Satış

KAYNAKÇA

- AAAL, eena, Pietra IVOLI 10, “Fads in the Initial Public Offering Market”, *Financial Management*, Sayı:
- AAAL, eena, icardo LEAL, Leonardo HE A DEZ 1, “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America”, *Financial Management*, Sayı: 22
- AKBULAK Sevinç, Yavuz AKBULAK 200, *Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık A.Ş.*, İstanbul: Beta Basım A. .
- AKDE İZ, M. Billur 200, “KOBİ lerin Ekonomik ve Sosyal Yapı İçindeki Yerleri, Destekleyici Kurumsal evreleri ve Avrupa Birliği ne Uyum Sürecinde Yeniden Yapılandırılmaları”, İndirilme Tarihi: 01.10.2010, web: <http://sbe.dpu.edu.tr/13/69-90.pdf>.
- AK Ü, Öztin 1, *Finansal Yönetim*, . Basım, Muhasebe Enstitüsü Yayın o: , İstanbul: Avcıol Basım Yayın
- AKSOY, Ahmet, ihan TA İÖVE 200, *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, Ankara: Gazi Kitabevi
- ALLEN, Franklin, Gerald R. FAULHABER (1989), “Signalling by underpricing in the IPO market”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, No: 2
- ALPTEKİ, Erdem 200, “Ekonomik Performans İçin Olmazsa Olmaz Koşul: Finansal ilişme”, *İzmir Ticaret Odası AR&GE Bülten*
- ALTA, Mikail, T. adi HOTAMI 200, “Türkiye de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi 2000-200”, *KMU İİBF Dergisi*, Sayı: 1
- ANDERSON, Seth C., T.Randolph BEARD, Jeffrey A.BORN (1995), *Initial Public Offerings: Finding and Theories*, USD: Kluwer Academic Publishers

- A İKA , İlkay 200 , Para ve Sermaye Piyasalarının Vergilendirilmesi, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Yayınları, İndirilme Tarihi: 06.06.2010, Web: http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals / Arastirma_Raporlari
- ASLA , Özgür, İsmail KÜ ÜKAKSOY 200 , “Finansal elişme Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı: 4
- ATAR, Burcu (2007), “Halka Arz Sürecinde Fiyatlama Yöntemleri, Sonuçları ve Uygulama: İMKB de İşlem ören Sportif irketler”, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul
- AYAZ, Serkan 200 , “Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları ve İMKB de 1 0-200 Dönemine İlişkin Ampirik Bir alışma”, T. . Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul
- AYDE , Tolga, M.Baha KA A 2000 , “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı:
- AYDIN, Nurhan (2004), “Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi”, Editörler: Haluk SÜME ve Helmut PE STEI E , *Şirket Birleşmeleri*, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.. Tİ.
- AYO LU, Tolga 200 , “Sermaye Piyasası Hukuku nda “Halka Arz” Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri”, T. . alatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul
- BA O , David P. 1 2 , “A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for e Issues”, *The Journal of Finance*, Sayı:
- BAYRAKDA O LU, Ali, Ulaş Ü LÜ 200 , “ Performans Değerlemede EVA ve MVA Ölçütleri: Bu Ölçütler Açısından İMKB ve YSE nin Karşılaştırmalı

- Analizi”, Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, . 1 , Sayı: 1
- BEATTY, Randolph., J. ay ITTE 1 , “Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial PublicOfferings”, *Journal of Financial Economics*, Vol.15, No: 2
- BİLDİK, ecep, Mustafa K.YILMAZ 200 , “The Market Performance of Initial Public Offerings in the İstanbul Stock E change”, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, Sayı: 2
- BİL İ , Faruk 200 , “Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansları ve İMKB de 200 -200 Yıllarına İlişkin Ampirik Bir çalışma”, T. . Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya
- BOLAK, Mehmet (2001), *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, 4. Bası, İstanbul: Beta Basım A. .
- BOOTH, ames ., ichard. L. SMITH 1 , “Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No: 2
- B O , Eric 1 , “Long-Run Performance Analysis of a New Sample of UK IPOs”, İndirilme Tarihi:1 .0 .2010, <http://econpapers.repec.org/paper/ednesedps/41.htm>
- BULUT, Halil İ. 200 , “Halka Arz Piyasalarında Yatırım Bankası İtibar Etkisi: Bir Literatür Değerlendirmesi”, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi- MÖDAV*, Sayı:
- BÜKE , Semih 2000 , *Finansal Yönetim*, Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları o:
- A TE , . ve S. MA ASTE 1 0 , “ Initial Public Offerings and Underwriter eputation”, *The Journal Of Finance*, Sayı:
- CEYLAN, Ali, Turhan KORKMAZ (2000), *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Bursa: Ekin Yayınevi

- HALK, Andre ., ohn . PEAVY 1 , “Initial Public Offerings: Daily returns, Offering Types and the Price Effect”, *Financial Analysts Journal*, Sayı:
- HAMBE S, urgöl 200 , *Firma Değerlemesi*, İstanbul: Avcıol Basım Yayın
- CHAN, Ka Lok, K. . ohn El, unbo A 200 , “Under-pricing and Long-Term Performance of IPOs in hina”, *Journal of Corporate Finance*, Sayı:
- HEMMA U , Thomas ., Paolo FUL HIE I 1 , “Investment Bank Reputation, Information Production and Financial Intermediation”, *Journal of Finance*, Vol. 49, No: 1
- HI, ing, arol PAD ETT 200 , “Short-run underpricing and its characteristics in hinese initial public offering IPO markets”, *Research In International Buiness and Finance*. Vol. 19
- Chinese A-share market”, *China Economic Review*, Sayı: 1
- İHA İ , Mehmet, İ. Elif KA DİL 200 , “Türkiye de Borsaya Yeni Kote İşletmelerin Halka İlk Arzda Uyguladıkları Düşük Fiyatlandırma Olgusunun Test Edilmesi ve edenleri Üzerine Bir Değerlendirme 01.01.200 - 0.0 .200 Dönemi , *Muhasebe ve Finansman Dergisi – MUFAD*, Ekim: 200 , Sayı:
- APA O LU, Mustafa Birol (1993), *Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymetler Borsası*, İstanbul: Beta Basım Yayım A. .
- EKE , Mustafa 1 , Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem örmesi ve Kaydi Değer Haline etirilmesi, Prof.Dr.Oğuz İmregöl e Armağan, İndirilme Tarihi: 04.09.2009, Web: www.cu.edu.tr/insanlar/mceker/hissesenetleri.doc
- DAMODARAN, Aswath, *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, Second Edition, USD: Jonh Willey&Sons
- DA TA , Duygu 200 , “Halka Arzlarda Fiyatlandırma: 200 -200 İMKB Örneği”, T. . Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara

- DRAHO, Jason (2004), *IPO Decision: Why and How Companies Go Public*, UK: Edward Elgar Publishing Limited
- DRAKE, Philip D., Michael J. VETSUYPEL, “IPO Underpricing and Insurance against Legal Liability”, *Financial Management*, Sayı: 1
- DROBETZ, Wolfgang, Matthias KAMMEISER, Urs L. HLI, “Long-Run Performance Of Initial Public Offerings: The Evidence For Switzerland”, *Schmalenbach Business Review*, Sayı: 1
- DUBA, Craig. 2000, “Factors, Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 55
- ERBA, Mehmet Kamil, Başaran ÖZTÜRK, İlhan KÜRKÜKAPLA, Savaş BAĞI, Kartal DEMİRÜRE, 2000, *Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması*, İstanbul: Literatür Yayıncılık
- ERBA, Mehmet Kamil, Başaran ÖZTÜRK, İlhan KÜRKÜKAPLA, Savaş BAĞI, Kartal DEMİRÜRE, 2000, *İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi İle Firma Değerlemesi*, Ankara: Gazi Kitabevi
- ERBA, Mehmet Kamil, Ünsal BAĞI, 2000, *Finansal Yönetim*, Ankara: Gazi Kitabevi
- ERPEK, Seda, 2000, “2000 Yılında İMKB de İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları”, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara
- FELDMAN, David N., Steven DRESNER (2006), *Reverse Mergers: Taking A Company Public Without an IPO*, USD: Bloomberg Press
- FELDADEZ, Pablo, 2000, “Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations”, *IESE Working Paper*, No: 449
- FİATOĞLU, Bahşayış, Serkan İMİKE, 2000, “İlk Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri ve Fiyat İstikrarı Sağlamaya Yönelik İşlemler”, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Araştırma Raporu Kamuya Açık

- GEDDES, Ross (2003), *IPOs & equity offerings*, Securities Institute, Global Capital Markets Series, Oxford UK: Elsevier's Finance
- GHOSH, Arvin (2006), *Pricing and Performance of Initial Public Offerings in the United States*, USD: Transaction Publishers
- GIDDY, Ian H. (2000), "Methods of Corporate Valuation", <http://giddy.org/articles.htm> / Betas and Leverage Valuing a company, İndirilme Tarihi: 10.02.2010
- OE E A Marc, Arif KHUSHED, Luc E EBOO (2000), "Why Are The French so Different From the Germans? Underpricing of Ipos on the European Markets", *International Review of Law and Economics*
- ÜZELHA, Hayal, Mediha A A (2011), "İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arzların Piyasa Performansları", Sermaye Piyasası Kurulu, Rapor Sayısı: A D / 9116, Ankara
- HEIM, Robert G. (2002), *Going Public in Good Times and Bad: a legal and Business guide*, NW: ALM Publishing
- HOTAMI, T. (2000), "Anonim Şirketlerin Halka Açılma Süreci ve Hisse Senedi Değerlemesi İMKB de 2000-2000 Yılları İncelemesi", T. . Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Konya.
- HOU E, Todd, Ted LOU H A (2011), "Growth Fintion and the Performance of Bank Initial Public Offerings, 1983-2011", *Journal of Banking&Finance*, Sayı: 23
- IBBOTSON, Roger G. (2011), "Price Performance of Common Stock in the 1990s", *Journal of Financial Economics*, Sayı: 2
- IBBOTSON, Roger G., L. SI DELA, J. ITTE (2011), "The Market's Problems with The Pricing Of Initial Public Offerings", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol: 7
- İMKB, Eğitim Seti, "Menkul Kıymetler Borsalarının Ekonomik İşlevleri", İndirilme Tarihi: 01.06.2010, Web:<http://www.imkb.gov.tr/Libraries/EgitimSetleri>

- İMKB, Eğitim Seti, “Sermaye Piyasaları ve Borsaların Tarihi”, İndirilme Tarihi: 01.06.2010, Web:<http://www.imkb.gov.tr/Libraries/EgitimSetleri/borsalar>
- İ AM, Mehmet 200 , *Sermaye Piyasası*, Ankara: Seçkin Yayıncılık
- İV E , Hünkar 200 , *Şirket Değerleme*, İstanbul: Finnet Yayınları
- JANG, Woan-Yuh 200 , “Evidence from Initial Public Offering Stocks in Taiwan”, *Journal of Media Economics*, Sayı: 5
- JANG, Woan-Yuh 200 , “Media Exposure or Media Hype: Evidence from Initial Public Offering Stocks in Taiwan”, *Journal of Media Economics*, Sayı:
- OU DA , Tuba Kahraman 200 , “Sermaye Piyasası Aracı Kurumların İşlevleri, Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri”, T. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul
- KA A A, Serdar S. 200 , “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında 200 Yılında Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları”, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi- MÖDAV*, Sayı: 1
- KARAN, Mehmet Baha (2001), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi
- KARSLI, Muharrem (1989), *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler*, . Baskı, İstanbul: İrfan Yayımcılık ve Ticaret
- KIM, Jeong-Bon, Itzhak K I SKY, ason LEE 1 , “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Korea”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Sayı:
- KIYMAZ, Halil 1 , “Halka İlk Kez Arzedilen Hisse Senetlerinin Performansları”, *İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı:
- KIYMAZ, Halil 1 , “İMKB de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi”, *İMKB Dergisi*, Sayı: 2
- KIYMAZ, Halil 1 , “İMKB de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisselerinin Uzun Dönem Performansları: 1 0-1 Uygulaması”, *Hazine Dergisi*, Sayı:

- KIYMAZ, Halil 2000 , “The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from İstanbul Stock E change”, *Journal of Multinational Financial Management*, Sayı: 10
- KO , İlhami 2002 , “ eel Sektörün Finansmanında Sermaye Piyasasının ölü, Türkiye de Yatırım Bankacılığı”, İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği TSPAKB , Yayın o:
- KO , Özlem 1 , *Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama*, SPK Yayın o: 11 , İstanbul: urol Matbaacılık San.ve Tic.A. .
- KO U ALP, ürel 2005), *Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*, 2. Baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD. Tİ.
- KOOLİ, Maher, Jean-Mark SU ET 200 , “The aftermarket performance of initial public offerings in anada”, *Journal of Multinational Financial Management*, Sayı: 14
- KO KMAZ, Tuba K., Mine AKDE İZ ÖZDEMİ 200 , “Ekonomik Katma Değer - EVA edir ”, *Active Finans, Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl: , Sayı:
- KORKMAZ, Turhan, Ali CEYLAN (2007), *Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi*, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım
- KÜ ÜKKO AO LU, üray, Ayşegül ALA ÖZ 200 , “Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme”, *MÖDAV: Muhasebe Bilim Dergisi*, Cilt. , Sayı: 2
- KÜ ÜKKO AO LU, üray, Ayşegül ALA ÖZ 200 , “İMKB'de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi”, *İzmir: 10. Ulusal Finans Sempozyumu*, Dokuz Eylül Üniversitesi, İndirilme Tarihi: 0 .0 .200 , www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisifixedvsbookturkce.pdf
- LEVIS, Mario (1993), “The Long Run Performance Of Initial Public Offerings: The U.K. Experience 1980-1 ”, *Financial Management*, Sayı: 22
- L U VIST, Ale ander P. 1 , “Pricing initial public offerings: Further evidence from ermany”, *European Economic Rewiew*, Sayı: 41

- LOGUE, Dennis E., Richard J. ROGALSKI, James K. SEWARD, Lynn Foster
OH SO 2002 , “What is Special about the Roles of Underwriter
Reputation and Market Activities in Initial Public Offerings?”, *Journal of
Business*, Vol. 75, No: 2
- LOU E, Dennis E. 1 , “On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-
1 ”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*
- LOU A , Tim, ay ITTE 200 , “Why Has IPO Underpricing Changed Over
Time?”, *Financial Management*
- LOU A , Tim, ay ITTE , Kristian YD VIST 200 , “Initial Public
Offerings: International Insights”, *Pacific-Basin Finance Journal*
- LOWRY, Michelle, Susan SHU 2002 , “ Litigation isk and IPO Underpricing”,
The Journal of Financial Economics, January 2002
- LY , Esmeralda O, Ed ard . ZY HO I Z 200 , “The performance of new
e uity offerings in Hungary and Poland”, *Global Finance Journal*, Sayı: 14
- McDO ALD, . , A. K. FISHE 1 2 , “ e -Issue Stock Price Behavior”, *The
Journal of Finance*, Sayı: 1
- MEGGISON, William, Scott B. SMART, Brian M. LUCEY (2008), *Introduction to
Corporate Finance* , Canada: Nelson Education LTD.
- ME EME İO LU, Hakan, Oktay TA 200 , “İMKB de Halka Arz Edilen
Hisse Senetlerinde Düşük Fiyatlandırma”, *Marmara Üni. B. ve S. Ens.
Geleneksel Finans Sempozyumu*
- MI HAELY, oni, ayne H SHA 1 , “The Pricing of Initial Public
Offerings: Tests of Adverse Selection and Signaling Theories”, *The Review of
Financial Studies*, Vol. 7, No: 2
- MOK, Henry M.K. and Y.V. HUI 1 , “Under-pricing and aftermarket
performance of IPOs in Shanghai, hina”, *Pacific-Basin Finance Journal*,
Vol. 6, No: 5

- MUS A ELLA, Chris ., Michael . VETSUYPE S 1 , “A Simple Test of Baron s Model of IPO Underpricing”, *Journal of Financial Economics*, Sayı: 24
- MUTA , Oya an, Ayhan TOP U 200 , “Türkiye Hisse Senedi Piyasasının 1 0-200 Tarihleri Arasında Yaşanan Beklenmedik Olaylara Tepkisi”, *Sermaye Piyasası kurulu Araştırma Raporu*, İndirilme Tarihi: 22.0 .2010 <http://www.spk.gov.tr/yayin.aspx?type=yay03>
- A DA, Vikram, Youngkeol YU 1 , “Reputation and Financial Intermediation: An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 12, No: 1
- ÖZ E , Ferhat Başkan 1 , “ loballeşme Sürecinde Türkiye de Finans Piyasalarının elişimi”, Ege Maliye Bölümleri Araştırma örevlileri Sempozyumu, 29-2 Kasım 1 , İzmir: *Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları*
- ÖZHA , Metin 200 , “Sermaye Piyasalarında Hisse Senedi Halka Arzları ve Sonrasında Uygulanan Fiyat İstikrarı Yöntemleri”, aranti Yatırım, İndirilme Tarihi: 19.08.2009, Web: www.gyo.com.tr/download/Yazi_GS_Baski.pdf
- ÖZTA UT, Nevzat 200 , “ irişim Sermayesi ve Özel Sermaye irketlerinin Finansmanı”, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası Finansal Yönetim Enstitüsü Konferansı, İndirilme Tarihi: 01.0 .2010, Web: http://www.sbe.yildiz.edu.tr/Nevzat_Oztangut.pdf.
- ITTE , ay 1 , “The Hot-Issue Market of 1 0”, *The Journal of Business*, Sayı: 2
- ITTE , ay 1 1 , “The Long- un Performance of Initial Public Offerings”, *The Journal of Finance*, Sayı: 1
- ITTE , ay 1 , “Initial Public Offerings”, *Contemporary Finance Digest*, Sayı: 1
- ITTE , ay 200 , “Some Factoids about the 200 IPO Market”, İndirilme Tarihi: 09.02.2010, <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2008Factoids.pdf>

- ITTE , ay . 200 , “Difference Bet een European and American IPOs Markets”, *European Financial Management*, Sayı:
- RITTER, Jay R., Ivo WELCH 2002 , “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, *The Journal Of Finance*, Sayı:
- ITTE , ay ., Moonchul KIM 1 , “Valuing IPOs”, *Journal of Financial Economics* 53
- O K, Kevin 1 , “ hy e Issues are Underpriced ”, *Journal of Financial Economics*, Sayı: 1
- ROOSENBOOM, Peter, Tjalling Van Der GOOT (2003), “Takeover defences and IPO firm value in the Netherlands”, *European Financial Management*, Vol. 9
- SABI E, Martin 1 , “ orporate Finance oing Public and İssuing e E uity and Takeovers, Mergers and Disposals, London: *Butterworths*, Koç, s. 0
- SA AK, İ. Ethem 1 , “Türkiye nin 00 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları: Hisse Senetleri İMKB de İşlem örmeyen Özel irketler Üzerinde Yapılan Bir Anket alışması”, SPK Yeterlilik Etüdü, Yayın o: 1 1, Ankara: SPK Basım Yayın Ofisi
- SARIASLAN, Halil (1994), *Yatırım Projelerinin hazırlanması ve değerlendirilmesi*, enişletilmiş 2. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara
- SAVA KA , Ozan 200 , “Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı”, SPK Yeterlilik Etüdü, İstanbul
- SEVİM, ırafettin, Soner AKKO 200 , “ İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası nda Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 1
- SEVİ , Ahmet 200 , “Firma Değerini Etkileyen Unsurlar ve akıt Akışı Metoduna İlişkin Bir Uygulama”, T. . Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul

- STOLL, Hans ., Antony . U LEY 1 0 , “Small business and the ne issues market for e uities”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Sayı: 5
- SU, Dong ei, Belton M. FLEISHE 1 , “An empirical investigation of underpricing in hinese IPOs”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 7
- TA Ö , eha 1 , Türk Sermaye Piyasası, I. ilt, Taraflar, 2. Basım, İstanbul
- TEKE Suat, Ömer EKİT 200 , “The Performance of IPOs in İstanbul Stock E change in Year 2000”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Sayı:
- TEKİ ALP, Ünal 1 2 , *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, İstanbul.
- TI I , Seha M. 1 , “Anatomy of Initial Public Offerings of ommon Stocks”, *The Journal of Finance*, Sayı:
- TİLLE, ilgün 2000 , “İşletmelerin Halka Arzı, Hisse Senetlerinin Arz Fiyatlarının Belirlenmesi Yöntemleri ve 1 Yılında Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performanslarının Değerlendirilmesi”, T. . elal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Manisa
- TOPAL, Yusuf 200 , “Ekonomik Katma Değer EVA ve Pazar Katma Değer MVA Aarasındaki İlişki: IMKB İmalat İşletmelerinden Örnek”, *Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.13, S. 2
- TSPAKB 200 , Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Eğitim Kılavuzları, *Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz*, İndirilme Tarihi: 27.08.2009, Web: www.tspakb.org.tr
- TSPAKB 200 , Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Eğitim Kılavuzları, *Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Mevzuat, Ticaret Hukuku ve Borçlar Hukuku*, İndirilme Tarihi: 2 .0 .200 , eb: .tspakb.org.tr.
- U U , Ahmet 200 , “Hisse Senedi etirilerinin Panel Veri Analizi İle Tahmini: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir İnceleme”, T. . İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Malatya

- Ü AL, Oğuz Kürşat 1 , Sermaye Piyasalarında Halka Arz Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği, *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt. 1, Sayı: 1
- Ü LÜ, Ulaş 200 , “Türkiye de İlk Defa Halka Arz Edilen Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 2
- Ü LÜ, Ulaş, Ersan E SOY 200 , “ İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1 -200 İMKB Örneği”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 2
- EL H, Ivo 1 , “Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings”, *The Journal of Finance*, Sayı: 2
- EL H, Ivo 1 2 , “Se uential Sales, Learning and ascades”, *The urnal of Finance*, Vol. 47, No: 2
- YAL I E , Kürşat 200 , “Düşük Fiyatlama Olgusu İle Halka Arz ekilleri ve Halka Arz Fiyatı Arasındaki İlişkinin Analizi: 1 -200 Dönemine Ait Bir İnceleme”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 7, Sayı: 2
- YA A , Serpil 1 , “Hisse Senetlerinin İlk Arzında Fiyatlandırma, Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arz Sonrası Performans”, Sermaye Piyasası Kurulu, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara
- YAZICI, Kuddisi 1 , Özelleştirmede değerlendirme yöntemleri ve değerlendirme kriterleri, DPT Uzmanlık Tezi, Ankara
- YILMAZ, Hüseyin 200 , “Aile irketlerinin Büyümelerinin Finansmanı Açısından Halka Arz”, *MÖDAV: Muhasebe Bilim Dergisi*, Sayı:
- Yİ, ohn H. 2001 , “Pre-offering Earnings and the Long-run Performance of IPOs”, *International Review of Financial Analysis*, Sayı: 10
- YU, Ting, Y. K. TSE 200 , “An empirical e amination of IPO underpricing in the Chinese A-share market”, *China Economic Review*, Vol: 17

YÜCEL, Alper 1 , “Halka Arzlarda Satış Yöntemleri, Halka Arzların Borsada Yapılmasına Yönelik Bir İhale Yöntemi Önerisi”, Sermaye Piyasası Kurulu, SPK Yeterlilik Etüdü, İstanbul

YÜKSELTÜRK, Osman 200 , “ İşletmelerde K ı Yüksek österme Yöntemleri ve Türkiye de Hisse Senetlerinin Halka Arzı Öncesi K ı Yüksek österme Eğilimleri”, T. . İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.