

**T.C.  
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**HALKA İLK KEZ ARZ EDİLEN HİSSE SENETLERİNİN  
FİYAT PERFORMANSLARI VE İMKB' DE 2006 – 2007  
YILLARINA İLİŞKİN AMPİRİK BİR ÇALIŞMA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Faruk BİLGİÇ**

**Enstitü Anabilim Dalı : İşletme**

**Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman**

**Tez Danışmanı : Yrd. Doç. Dr. Mehmet SARAÇ**

**MAYIS – 2008**

T.C.  
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**HALKA İLK KEZ ARZ EDİLEN HİSSE SENETLERİNİN  
FİYAT PERFORMANSLARI VE İMKB' DE 2006 - 2007  
YILLARINA İLİŞKİN AMPİRİK BİR ÇALIŞMA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Faruk BİLGİÇ**

**Enstitü Anabilim Dalı : İşletme**

**Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman**

**Bu tez 28 / 05 / 2008 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Oybirliği ile kabul edilmiştir.**

---

**Jüri Başkanı**

- Kabul  
 Red  
 Düzeltme

---

**Jüri Üyesi**

- Kabul  
 Red  
 Düzeltme

---

**Jüri Üyesi**

- Kabul  
 Red  
 Düzeltme

## **BEYAN**

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversitede veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

**Faruk BİLGİÇ**

**02.05.2008**

## ÖNSÖZ

İlk defa halka açılma, yani hisse senetlerinin ilk defa halka arzı, işletmeler için yeni bir fon sağlama yöntemidir ve günümüzde fon sağlamanın en ucuz yolu olduğu bilinmektedir. Bununla birlikte, halka açılan bir işletme, şeffaf bir konuma geçeceğinden ve eskisine kıyasla, daha sıkı mali ve hukuki denetime sahip olacağından, ucuz fon temin etmenin sağlayacağı faydaya paralel olarak, katlanacağı maliyetler ve yükümlülükler de o derecede artacaktır. Ayrıca, halka arzın başarılı sayılabilmesi için, işletmelerce halka arz sürecinin başarıyla gerçekleştirilmesi ve hisse senedi halka arz edilecek işletmenin mali yapısının derinlemesine analiz edilerek, iyi bir fiyatlandırma stratejisinin uygulanması gerekmektedir.

Bu noktadan hareketle, halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansları birçok piyasada incelenmiştir. Yapılan bu incelemelerin sonuçları, genel olarak pozitif başlangıç getirilerinin varlığını ortaya koymaktadır.

Çalışmanın amacı; İMKB' de 2006 ve 2007 yıllarında halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin ilk günlük fiyat performansını incelemek ve halka ilk defa arz ile birlikte elde edilen anormal getirinin ve dolayısıyla düşük fiyatlama olgusunun İMKB' de var olup olmadığını tespit etmektir.

Bu çalışmada, araştırmanın çıkış noktası olan araştırma sorusunun, yani tez konusunun belirlenmesinde fikirlerini esirgemeyen değerli hocam Yrd. Doç. Dr. Rıza EMEKTAR' a, bu çıkış noktasından hareketle çalışmanın yazım aşamasında bana yol gösteren ve desteklerini esirgemeyen değerli hocam Yrd. Doç. Dr. Mehmet SARAÇ' a son olarak da, çalışma süresince gerekli ortamı sağlayan, her zaman destekleyen ve hiçbir konuda maddi veya manevi fedakarlıktan kaçınmayan sevgili aileme teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

**Faruk BİLGİÇ**

**02.05.2008**

## İÇİNDEKİLER

<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>iii</b>
<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	<b>iv</b>
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ</b> .....	<b>v</b>
<b>ÖZET</b> .....	<b>vi</b>
<b>SUMMARY</b> .....	<b>vii</b>

<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>1. BÖLÜM 1: HİSSE SENEDİ HALKA ARZLARI</b> .....	<b>4</b>
1.1. Hisse Senetleri.....	4
1.2. Sermaye Piyasalarında Halka Arz Kavramı.....	6
1.3. Halka Arz Süreci .....	9
1.4. Halka Arz Yöntemleri .....	12
1.5. Halka Arz Kriterleri .....	14
1.6. Halka Arzın Önemi .....	15
1.6.1. Halka Arzın Olumlu Yanları .....	16
1.6.2. Halka Arzın Olumsuz Yanları.....	19

## **BÖLÜM 2: SERMAYESİ HALKA AÇILACAK FİRMANIN DEĞERİNİN**

<b>BELİRLENMESİ</b> .....	<b>21</b>
2.1. İşletme Değeri Kavramı .....	21
2.2. İşletme Değerini Etkileyen Faktörler .....	22
2.3. İşletme Değerinin Önemi .....	26
2.4. Halka Arz Edilecek Bir İşletmenin Değerlenmesi .....	29
2.4.1. Seyrek Olarak Kullanılan Yöntemler.....	29
2.4.2. Sıklıkla Kullanılan Yöntemler .....	31

## **BÖLÜM 3: HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZINDA DÜŞÜK FİYATLAMA**

<b>.....</b>	<b>45</b>
3.1. Halka Arz Edilecek Bir Hisse Senedine Yönelik Düşük Fiyatlama Hipotezleri ...	45
3.2. Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Gün Getirilerinin Sınanması.....	51
3.2.1. 2006 Yılında Gerçekleştirilen Halka Arzların Sınanması.....	53
3.2.2. 2007 Yılında Gerçekleştirilen Halka Arzların Sınanması.....	69

<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>80</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>83</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>88</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>89</b>

## KISALTMALAR

- DDY** : Değere Dayalı Yönetim
- İNA** : İndirgenmiş Nakit Akımları
- İMKB** : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- KKP** : Kurumsal Kaynak Planlama
- SPK** : Sermaye Piyasası Kurulu
- TTK** : Türk Ticaret Kanunu

## TABLULAR LİSTESİ

<b>Tablo 1:</b> İMKB’de İşlem Gören Şirket Sayısı.....	8
<b>Tablo 2:</b> Halka Arz Süreci.....	12
<b>Tablo 3:</b> Finansman Yöntemleri.....	17
<b>Tablo 4:</b> Yapılan Halka Arzlar Yolu ile Sağlanan Kaynak.....	17
<b>Tablo 5:</b> Örnek Nakit Akım Tablosu.....	36
<b>Tablo 6:</b> 2006 Yılı İçerisinde Gerçekleştirilen Halka Arzlar.....	53
<b>Tablo 7:</b> Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.....	54
<b>Tablo 8:</b> Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.....	55
<b>Tablo 9:</b> Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.....	56
<b>Tablo 10:</b> Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.....	57
<b>Tablo 11:</b> Asya Katılım Bankası A.Ş.....	58
<b>Tablo 12:</b> Coca-Cola İçecek A.Ş.....	59
<b>Tablo 13:</b> Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı.....	60
<b>Tablo 14:</b> Metro Menkul Kıymetler Y.O.....	61
<b>Tablo 15:</b> Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.....	62
<b>Tablo 16:</b> Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.....	63
<b>Tablo 17:</b> Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.....	64
<b>Tablo 18:</b> Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.....	65
<b>Tablo 19:</b> Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş.....	66
<b>Tablo 20:</b> Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.....	67
<b>Tablo 21:</b> Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.....	68
<b>Tablo 22:</b> 2007 Yılı İçerisinde Gerçekleştirilen Halka Arzlar.....	69
<b>Tablo 23:</b> TAV Havalimanları Holding A.Ş.....	70
<b>Tablo 24:</b> Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.....	71
<b>Tablo 25:</b> Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.....	72
<b>Tablo 26:</b> Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort.....	73
<b>Tablo 27:</b> Türkiye Halk Bankası A.Ş.....	74
<b>Tablo 28:</b> İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.....	75
<b>Tablo 29:</b> Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.....	76
<b>Tablo 30:</b> Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.....	77
<b>Tablo 31:</b> Tekfen Holding A.Ş.....	78



## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Örnek Normal Dağılım Grafiği .....	52
---	----

**Tezin Başlığı :** “Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansları ve İMKB'de 2006-2007 Yıllarına İlişkin Ampirik Bir Çalışma”

**Tezin Yazarı :** Faruk BİLGİÇ

**Danışman :** Yrd. Doç. Dr. Mehmet SARAÇ

**Kabul Tarihi :** 28 Mayıs 2008

**Sayfa Sayısı :** VII (ön kısım) + 88 (tez) + 1 (ekler)

**Anabilimdalı :** İşletme

**Bilimdalı :** Muhasebe ve Finansman

Tezimizin temel konusu olan halka arz, işletmelere özellikle yeni ve düşük maliyetli fon bulmaları noktasında önemli bir alternatif sunmaktadır. Ortaklarına başvurup sermaye artırımını yapmayan, bankalardan fon sağlamayı maliyetli bulan işletmeler mevcut hisse senetlerinin bir kısmını piyasada satarak hem likiditelerini arttırmakta hem de maliyeti oldukça düşük olan bir fon kaynağına ulaşmış olmaktadır.

Günümüzde sermaye piyasalarının gelişmesi de belirtilen halka arz faaliyetlerine sadece lokal değil uluslararası yatırımcıların da ilgi gösterebilmesine ve işletmelerin daha kolay fon sağlayabilmesine neden olabilmektedir. Fakat işletmeler bu fonu sağlarken, hisse senetlerinin tüm yatırımcılar tarafından ilgi görmesini ummakta ve bu sebeple de fiyatlama faaliyetlerine önem vermektedirler. İşletmelerin kendileri tarafından veya bir danışman ya da aracı kurum aracılığı ile yapılabilecek bu tür fiyatlamalarda firmalar genellikle düşük fiyatlama yapma yoluna gidebilmektedirler. Bunun sebebi hisse senetlerinin satılabilirliğini arttırmak ve piyasada imajlarını sağlamaktır.

Söz konusu fiyatlama hisse senetlerinin halka arz edilmeye başlandığı ilk zamanlardan beri araştırmacı ve/veya ekonomistlerin dikkatini çekmektedir. Belirtilen bu fiyatlama hakkında yapılan bir çok çalışma ile araştırmacılar hisse senetlerinin ilk gün, kısa vadeli veya uzun vadeli performanslarına göre düşük fiyatlama yapıp yapılmadığı noktasında bir sonuca ulaşmaya gayret etmişlerdir.

Yaptığımız bu çalışmada da özellikle ilk gün fiyat performansı üzerine yapılan araştırmalara literatürde bulamadığımız bir yöntem kullanarak ve bir yenisini katarak katkıda bulunulması amaçlanmıştır. Bu noktadan hareketle, 2006 ve 2007 yıllarında halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin, halka ilk arz edildiği gün sonunda oluşan fiyatları ile halka arz edildikleri ilk fiyat karşılaştırılarak ilk günlük fiyat değişimleri bulunmuş ve bu değişimin İMKB Ulusal Tüm endeksindeki diğer bütün hisse senetlerinin o günlük fiyat değişiminden anlamlı olarak fazla olup olmadığına bakılmıştır. Kurulan hipotezler sonucunda 0,05 anlam düzeyinde 2006 ve 2007 yılları için toplam 24 şirketten 13'ünde düşük fiyatlama tespit edilirken, kalan 11 şirkette düşük fiyatlama olgusunun varlığına rastlanamamıştır. Bu analiz sonunda ulaşılan sonuç şunu göstermiştir. İMKB' de halka ilk defa arz edilen şirketlerin tamamı düşük fiyatlamaya gitmemekte, mümkün olan en yüksek getiriyi elde etmek için yüksek fiyattan halka arz gerçekleştirmeyi tercih etmektedirler.

**Anahtar kelimeler:** Hisse senetlerinin ilk defa halka arzı, Hisse senedi fiyatlaması, Kısa dönemli hisse senedi performansı, Halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün getirisi

**Title of the Thesis :** “The price performances of Initial Public Offerings and an empirical study in ISE on the years of 2006 and 2007”

**Author :** Faruk BİLGİÇ    **Supervisor :** Assist. Prof. Dr. Mehmet SARAÇ

**Date :** 28 May 2008    **Nu. Of pages :** VII (pre-text) + 88 (main body) + 1 (appendices)

**Department :** Business    **Subfield :** Accounting and Financing

Initial Public Offering which is the main subject of this study, offers new and low costed alternative to the institutions on the way to find new funds. The institutions which don't opt to deal with their partners who can participate in the capital raising and the banks which will provide expensive funds, can sell their existing stocks in the market which will help them to increase their liquidity and also to reach low costed fund sources.

The developments in the capital markets helps the initial public offerings to be demanded not only by the local but also by the international investors and this helps the institutions to provide funds more easily. However, when the institutions provide these funds, they also care about the interest and the attraction on the stocks and due to this they give importance to the pricing activities. In these pricing activities which will be made either by the institution itself or by the consultants or intermediaries, low pricing is usually preferred. This is because of increasing the attractiveness on the stocks which will help them to sustain their image in the market.

This kind of pricing has been pulling interest on itself since the first initial public offerings start to take place. Therefore, with several studies done by the researchers, they have tried to reach a conclusion regarding the first day, short term and long term performances of the stocks whether low pricing has been used or not.

In this study, we have also tried to contribute to the relevant studies which have been done on the first day performances of the stocks that have been researched by several reserachers by introducing a different approach. Consequently, for 2006 and 2007, we have tried to find the price differences of the stocks that have been initially offered to the public in their first day between their closing and opening values. After finding this information, we have analysed whether this price difference is meaningfully more than overall price change in IMKB for that specific day. With this analyses, we have found out 13 stocks have been priced low out of 24 stocks where we couldn't reach this conclusion for the other 11 stocks in 2006 and 2007 with a confidence interval of 0.05. To sum up, the result of this analyses has shown that, not all of the companies that are initially offering their stocks to the market select low pricing but there are some companies that try to achieve the highest possible revenue with applying high pricing strategies.

**Keywords:** Initial Public Offerings, Pricing of the stocks, Short term stock pricing, First day performances of the stocks

## GİRİŞ

Günümüzde sermaye piyasalarının gelişimi ile beraber bir çok yatırım aracı kendilerini talep eden yatırımcılara sunulmaya başlanmıştır. Hatta son otuz senedir tüm dünyayı artan şekilde etkilemeye devam eden küreselleşme olgusu, finansal deregülasyonlar ile birlikte finansal işlemlerde ülke sınırlarını kaldırmış ve bu sebeple yerel piyasada ihraç edilen bir menkul kıymete sadece yerel değil global pazarlardan da talep gelebilir hale gelinmiştir.

Yukarıda belirtilen bu gelişimden ülkemiz de etkilenmiş özellikle 24 Ocak 1980 kararları sonrası oluşan ortamda kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 1989 sonrası sermaye hareketlerinin de serbest bırakılması ile yurtdışından da talep görmeye başlamıştır. Özellikle son 10 yılda bilgi teknolojilerinde yaşanan gelişimler de bilgi ve fon akımını ciddi anlamda hızlandırmış ve örneğin Amerika Birleşik Devletlerinde işlem yapan bir yatırımcı bir kaç dakika içinde bu piyasadan Tokyo Borsasına fonlarını plase edebilir hale gelmiştir. Bu teknolojik ilerleme de hisse senedi işlemlerine olan ilginin artmasına sebebiyet vermiştir.

Teknolojik ilerlemeler ve finansal fon transferinin bu kadar basit hale gelmesi, halka açılmak isteyen işletmelerin sadece ülkemiz pazarına değil tüm dünyaya satış yapabilir hale gelmelerine yardımcı olmuştur. Böylelikle tüm dünyadan finansman sağlamak ve likiditelerini arttırmak isteyen bir çok işletme halka arz faaliyetlerine başlamıştır.

Fakat halka arz faaliyetini gerçekleştirmek ile iş bitmemektedir. Öncelikle işletmenin değerinin doğru belirlenmesi ve bu noktada halka arz edilecek hisse senedi fiyatının subjektif görüşlerden uzak olarak bilimsel yapılan ciddi çalışmalar sonrası ortaya konulması gerekmektedir.

### **Çalışmanın Amacı**

Yukarıda da bahsedildiği gibi halka açılacak işletmeler için, halka arz edilecek hisse senedinin değerinin belirlenmesi çok önemlidir. Bunun için bir çok yöntem mevcuttur. İşletmeler bu yöntemlerden birini veya birkaçını kullanarak, hisse senedi için en doğru fiyatı saptamaya çalışırlar. Bazen de belirledikleri fiyatın altında bir değerde satış yaparak düşük fiyatlama politikasına gidebilirler. Bu bilgilerden hareketle, yapılan

çalışmanın amacı; halka açılacak şirketlere bu önemli süreç için ışık tutmak ve İMKB' de 2006 ve 2007 yıllarında halka ilk defa arz edilmiş hisse senetlerinde düşük fiyatlama olgusunun var olup olmadığını tespit etmektir.

### **Çalışmanın Önemi**

Halka açılma faaliyeti, işletmeler için en ucuz fon temin etme yollarından biridir. Bu durum gün geçtikçe daha da çok işletmeyi halka açılmaya sevk etmiştir. Halka açılmayla birlikte, işletme değerinin doğru belirlenmesi bu sürecin en önemli aşamalarından biri haline gelmiştir.

Çalışmanın önemi, yukarıdaki tanımlamalardan da anlaşılacağı gibi; halka açılmayı planlayan işletmelere, bu süreci en etkin şekilde sürdürebilmek ve bu süreç sonunda doğru fiyattan halka arz gerçekleştirerek maksimum faydayı elde etmelerini sağlamaya çalışmak için teorik bilgi sunmak olarak ortaya çıkmaktadır.

### **Çalışmanın Yöntemi**

Hedeflenen amaca ulaşabilmek için, çalışma üç ana bölüme ayrılmıştır.

Birinci bölümde, hisse senetleri hakkında basit ama gerekli bilgiler verildikten sonra halka arz kavramından ve halka arz sürecinden bahsedilmiştir. Bunlarla birlikte halka açılmanın işletme için olumlu ve olumsuz yönlerinden bahsedilerek teorik alt yapının güçlendirilmesi amaçlanmıştır.

İkinci bölümde de değer ve işletme değeri kavramından, işletme değeri belirlenirken kullanılacak yöntemlerden bahsedilmiştir. Bu yöntemler sıklıkla kullanılan yöntemler ve seyrek olarak kullanılan yöntemler olarak ayrılmış ve her bir yöntemle ilgili sayısal örnekler verilerek konunun daha iyi anlaşılmasını sağlamak amaçlanmıştır.

Üçüncü ve son bölümde ise; halka arz gerçekleştirmiş şirketlerin belirledikleri fiyatlar dikkate alınarak, İMKB' de düşük fiyatlama olgusunun var olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Örnek kütle olarak 2006 ve 2007 yıllarında halka ilk kez edilmiş şirketlerin hisse senetleri değerlendirmeye tabi tutulmuştur. Bu yıllarda halka açılmış şirketlerin halka açıldıkları ilk gün sonunda İMKB' de işlem gördükleri fiyat ile halka ilk arz edildikleri

fiyat arasındaki fark ile, İMKB Ulusal Tüm Endeks' te bulunan diğer bütün hisse senetlerinin ilgili günde gerçekleşmiş fiyatları arasındaki fark karşılaştırılarak, bu hisse senetlerinin değerlendirilmesinde düşük fiyatlama yapıp yapılmadığı sorusunun cevabı bulunmaya çalışılmıştır. Yapılan araştırmanın sonuçlarına, çalışma içerisinde detaylı olarak yer verilmiştir.

## **BÖLÜM 1: HİSSE SENEDİ HALKA ARZLARI**

Bu bölümde öncelikle hisse senetleri hakkında bilgi verilecek ardından da sermaye piyasalarında gerçekleşen hisse senedi halka arz kavramından, halka arzın öneminden ve işletmelere sağladığı faydalardan bahsedilmeye çalışılacaktır.

### **1.1. Hisse Senetleri**

Hisse senetleri, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde hisse senedi çıkarabilen anonim şirket ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin yasal şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belli oranının temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir (Özdemir, 1997: 474). Görüldüğü gibi hisse senetleri sahibine bir çok imkan sunmaktadır. Bunların en önemlileri aşağıda belirtilmektedir (Berk, 1990: 302; TSPAKB, 2007:11-12):

- Yönetime katılmak,
- Oy hakkına sahip olmak,
- Kardan pay almak,
- Sermaye artırımında öncelikli alım hakkını kullanmak (rüçhan hakkı),
- Bilgi Alma ve soru sorma hakkına sahip olmak (Colander, 1995: 293)

Her ne kadar yönetime katılma hakkı sağladığı ifade edilse de, hisse senetlerinin bir grubun elinde olduğu durumlarda bireysel yatırımcılar yönetime fiilen katılamamaktadırlar. Yalnız sermayenin tabana yayıldığı ve hiç bir grubun veya şahsın örneğin 10%'un üzerinde hisse sahibi olmadığı durumlarda yönetime katılım bir ölçüde mümkün olabilecektir (TSPAKB, 2007:12).

Yukarıda belirtilen hisse senedi sahiplerinin sahip olduğu hakları özetledikten sonra, bu sahipliğin getirdiği borçların da göz önüne konulması gerekmektedir. Bunlar aşağıdaki şekilde gösterilmektedir (TSPAKB, 2007:12):

- Sır saklama borcu ve
- Sermaye borcu

Özellikleri itibariyle ve üzerinde vade olmaması sebebiyle diğer bazı menkul kıymetler gibi zaman aşımına sahip olmayan hisse senetlerinin çeşitleri de aşağıda belirtilmektedir (Kondak, 1997:72, 78-82):

- **Hamiline ve nama yazılı hisse senetleri:** Türk Ticaret Kanunu'nda (TTK) belirtilen “*Hisse senetleri, hamiline veya nama yazılı olur*” (TTK, 1956: m.401) ifadesi ile hisse senetlerinin temel ayrımını ortaya koymaktadır. Buna göre hamiline hisse senetlerini nama yazılı hisse senetlerden ayıran temel özelliklerden bir tanesi devir şekilleri hakkındadır. Hamiline senetler teslim ile devrolunurken, nama yazılı olanlar ciro ile devredilebilmektedir (TTK, 1956: m.411).
- **Adi ve imtiyazlı hisse senetleri:** Hisse senetleri, aksi belirtilmedikçe sahiplerine eşit haklar sağlamaktadır. Fakat TTK'da belirtilen “*esas mukavele ile bazı nevi hisse senetlerine kar payı veya tasfiye halindeki şirket mevcudunun dağıtılması ve sair hususlarda imtiyaz hakları tanınabilir*” (TTK, 1956: m.401) hükmü ile bazı hisse senetlerine imtiyaz tanınması mümkün hale gelmektedir. Bu tür hisse senetlerine de imtiyazlı hisse senetleri adı verilmektedir.
- **Kurucu ve İntifa hisse senetleri:** Kurucu hisse senetleri, belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi, şirketin yönetimine katılma hakkını da vermeyen, kuruluş hizmeti karşılığı olmak üzere, ana sözleşme hükümleri gereğince, şirket karının bir kısmını iştirak hakkı temin etmek üzere ve daima kurucuların adlarına yazılı olmak şartıyla ihraç edilen hisse senetleridir. İntifa hisse senetleri ise, şirket genel kurulunun alacağı kararlar bazı kimselere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak kuruluştan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir (TTK, 1956: m.402).
- **Bedelli ve bedelsiz hisse senetleri:** Yeni taahhüt veya ödeme yolu ile çıkarılan, kuruluş aşamasında ya da sermaye artırımlarında, rüçhan hakkı kullanımıyla eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınan hisse senetlerine bedelli hisse senetleri denmektedir. Bu hisseler karşılığında ortaklık dışı kaynaklardan ortaklığa ödeme yapılmış olur. Yedek akçe, dağıtılmamış kar, yeniden değerlendirme fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye ilave edilmesi sonucu çıkarılan hisse senetlerine de bedelsiz hisse senetleri adı verilmektedir.



- **Primli ve primsiz hisse senetleri:** Türk hukuk sisteminde nominal değeri bulunmayan hisse senedi ihracı söz konusu değildir. Üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen hisse senetlerine primsiz, nominal değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine primli hisse senetleri denir.

Son olarak da hisse senetlerinin şekil şartlarından bahsetmek yerinde olacaktır. Buna göre, TTK'da belirtilen “*Hisse senetlerinin şirketin unvanını, esas sermaye miktarını ve tescil tarihini, senedin nevi ve itibari kıymetini ihtiva etmesi ve şirketin namına imza etmeye yetkili olanlardan en az ikisi tarafından imza edilmiş olması şarttır. İmza damga veya mühür şeklinde olabileceği gibi matbu dahi olabilir*” (TTK, 1956: m.413) hükmü ile senetlerin şekil şartları ortaya konulmaktadır.

Görüldüğü gibi hisse senetlerinde sahibinin isminin yer alması zorunlu değildir. Bu şekilde düzenlenen hisse senetleri yukarıda da belirtildiği gibi hamiline diye adlandırılırken, üzerinde pay sahibinin isminin bulunduğu hisse senetleri de bilindiği gibi nama yazılı olarak isimlendirilmekte ve yine TTK'da belirtildiği gibi (TTK, 1956: m.413) “*nama yazılı hisse senetlerinin ayrıca sahiplerinin ad ve soyadını, ikametgahını, senet karşılığında ödenmiş olan miktarı da ihtiva etmesi şarttır*” hükmü ile de bu tür senetlerin ne tür bilgiler ihtiva etmesi gerektiği ortaya konulmaktadır.

Hisse senetlerinden bahsettikten sonra bir sonraki bölümde ise sermaye piyasalarında halka arz kavramından bahsedilecektir.

## **1.2. Sermaye Piyasalarında Halka Arz Kavramı**

İlerleyen bölümlerde de belirtileceği gibi işletmeler çok çeşitli nedenler ile halka arza ihtiyaç duymaktadırlar. Bu durumda halka arzın tam olarak ne ifade ettiği önemli hale gelmektedir. Halka arzın en geniş hali ile tanımını Sermaye Piyasası Kanunu'nda görmekteyiz. Buna göre halka arz (SPK Kanunu, 1981: m.3/c):

*“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 satışını ifade eder.”*

Şeklinde tanımlanmaktadır. Bu tanımı özetlersek, halka arzın bir anonim şirketin doğrudan kaynak ihtiyacını karşılamak amacıyla başvurduğu bir doğrudan finansman yöntemidir, denilebilecektir (SPK, 2007:5).

Görüldüğü gibi temel bir halka arz işleminde halka çağrıda bulunmak gerekmektedir. Bu çağrı basın yayın araçları vasıtası ile yapılabilmektedir. Hatta bunun için reklam, basılı materyal, harçlar gibi masrafları da içeren büyük bütçeler de ayrılabilir.

Halka arzın yanında hangi kurum veya kuruluşların halka arz yapabilecekleri de yine Sermaye Piyasası Kanunu'nda belirtilmektedir. Bu kanunda geçen *“İhraççı: Anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmelerdir.”* (SPK Kanunu, 1981:m.3/h) hükmü ile Türk Ticaret Kanuna göre kurulan anonim, limited, kollektif ve kooperatif gibi işletmelerden yalnızca anonim işletmelerin halka arz yapabilecekleri açıkça belirtilmektedir.

Yukarıda da açıklandığı gibi halka arz edilecek işletmenin anonim şirket olması bir zorunluluktur. Bunun sebebi, TTK'da bulunan *“Bir anonim şirketin kurulması için şirkette pay sahibi en az beş kurucunun bulunması şarttır”* (TTK, 1956: m.277) hükmünde herhangi bir azami ortak sayısı belirtilmezken, limited şirketlerde aynı hüküm *“Ortakların sayısı ikiden az ve elliden çok olamaz”* (TTK, 1956: m.504) şeklinde değişiklik göstermekte ve azami ortak sayısı gösterilmektedir. Bunun dışında sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler de hisse senedi ihraç edebilirler. Fakat teorik olarak hisse senedi olarak adlandırılacak bu senetler kanunen hisse senedi olarak kabul edilmemektedir (Ekit, 2002:5).

Ayrıca yine SPK (Sermaye Piyasası Kurulu) Kanunu'nda geçen *“Pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hissi senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar”* (SPK Kanunu, 1981: m.11) hükmü ile de halka arzın kapsamı genişletilmiş ve bu özelliklere haiz işletmeler SPK Mevzuatına tabii hale getirilmişlerdir. Böylece SPK kaydına alınmış olan bu işletmeler finansal raporlarını SPK'nın uygun gördüğü biçimde hazırlamak zorundadırlar (SPK, 2007: 5).

Bu durumda bir işletmenin ortak sayısının 250'yi aşmış olduğunun da kontrol edilmesi önemli hale gelmektedir. Söz konusu hususun anlaşılabilmesi için bir kaç tane yol mevcuttur. Bunlar aşağıda belirtilmiştir (TSPAKB, 2007:14):

- Genel kurula katılanların kaydedildiği hazirun cetvelinden
- Temettü ödemesi esnasında kesilen kasa fişlerinden
- Sermaye artırımlarında artırıma katılanlara ait kayıtlardan

Anlaşılabilecektir. Ülkemizde de borsada işlem görenler dahil yaklaşık 600 civarı halka açık şirket vardır (CFK Partners, 2008).

Halka arz konusunda genel bilgiler verildikten sonra ülkemizde yapılmış olan halka arzlardan bahsetmek yerinde olacaktır. Buna göre aşağıdaki tabloda da görüldüğü gibi ülkemizde halka arz edilen şirket sayısında ciddi bir artış görünmektedir. Bu artış özellikle ekonominin iyi olduğu zamanlarda daha da belirgin olmaktadır. Fakat özellikle 2001 ve 2002 krizlerinden ciddi yara alan hatta iflaslar ve konkordatolarla uğraşan reel ve mali sektör işletmelerinden bir kısmı İMKB'DE işlem göremez hale gelmişlerdir. Hatta bu krizler ülke ekonomisinde o kadar ciddi yaralar açmıştır ki, 2000 yılında borsaya kote edilmiş bulunan 315 şirket sayısı, ancak ekonominin rayına oturmasından 3-4 yıl sonra 2006 yılında aşılabilmektedir.

**Tablo 1. İMKB'DE işlem gören şirket sayısı**

Yıl	İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYISI					YIL İÇİNDEKİ DEĞİŞİM			Ulusal Pazarda İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değerleri (mio USD)
	Ulusal Pazar	2. Ulusal (Bölgesel) Pazar	Yeni Ekonomi (Yeni Şirketler) Pazarı	Gözümlü	Şirket Sayısı	Giren	Çıkan	Artış	
1986	80	0	0	0	80	0	0	0	938
1987	82	0	0	0	82	0	0	0	3,125
1988	79	0	0	0	79	0	0	0	1,128
1989	76	0	0	0	76	0	0	0	6,756
1990	110	0	0	0	110	35	10	25	18,737
1991	134	0	0	0	134	24	0	24	15,564
1992	145	0	0	0	145	13	2	11	9,922
1993	160	0	0	0	160	17	2	15	37,824
1994	176	0	0	0	176	25	9	16	21,785
1995	193	12	0	0	205	30	1	29	20,782
1996	213	11	1	3	228	25	2	23	30,797
1997	244	7	2	5	258	31	1	30	61,879
1998	262	7	1	7	277	20	1	19	33,975

Tablo 1 .' in devamıdır

1999	256	10	1	18	285	10	2	8	114,271
2000	287	13	0	15	315	36	6	30	69,507
2001	279	13	0	18	310	1	6	-5	47,689
2002	262	14	0	12	288	5	27	-22	34,402
2003	264	16	0	5	285	4	7	-3	69,003
2004	274	17	1	5	297	13	1	12	98,073
2005	282	16	2	4	304	10	3	7	162,814
2006	290	15	3	8	316	17	5	12	163,775
2007	292	14	3	10	319	9	6	3	289,986

Kaynak: İMKB (2008a)

Bu aşamadan sonra da halka arz sürecinden bahsedilecektir.

### 1.3. Halka Arz Süreci

Halka arz gerçekleştirmek isteyen işletmeler, bazı aşamalardan geçmeleri ve gerektiğinde profesyonel yardım almaları gerekmektedir. Bu süreçte hisse senetlerinin halka arzı SPK'nın, Borsa'da işlem görmesi ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın incelemelerine tabi bulunmaktadır. Bu konuda gösterilen aşamalar aşağıda belirtilmektedir<sup>1</sup> (İMKB, 2008b):

0. Ön hazırlık
1. SPK ve İMKB'ye Müracaat
2. SPK ve İMKB İncelemeleri
3. Ön Talep Toplama (ihtiyari)
4. İMKB Görüşünün Gönderilmesi
5. SPK Kaydına Alınma
6. İzahnamenin Tescili
7. İzahname ve Sirküler ilanı
8. Talep Toplanması
9. Satış Sonuçlarının İMKB'ye Verilmesi
10. Borsa Yönetim Kurulu'nun Nihai Kararı
11. Borsa'da İşlem Görmeye Başlanması

Ön hazırlık aşamasında; işletme, halka arza aracılık yapmaya yetkili bir aracı kuruluş belirler. Tipik bir halka arzda, ihraca aracılık eden aracı kurumların oluşturduğu bir konsorsiyum bulunmaktadır. Konsorsiyumun içerisinde lider aracı kurum olarak

<sup>1</sup> Zaman Çizelgesi de ilerleyen sayfalarda gösterilmektedir.

genelde bir yatırım bankası, bir ya da iki yardımcı aracı kurum ve konsorsiyumun diğer üyeleri vardır (Küçükkocaoğlu, Alagöz, 2008a:4).

Yine ön hazırlık aşamasında; işletme esas sözleşmesinde sermaye piyasası mevzuatı açısından gerekli değişiklikleri yapmak için madde tadil tasarılarını SPK'ya sunar. Bunun sebebi, hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı, ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler esas sözleşmede söz konusu ise bu hükümlerin arındırılması, ayrıca esas sözleşmenin diğer hükümlerinin sermaye piyasası mevzuatına paralel hale getirilmesidir. Sermaye artırımını yoluyla halka arz yapılması durumunda TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

İşletme tarafından yetkilendirilen aracı kuruluş, SPK tarafından istenilen bilgi ve belgeler ile birlikte hisse senetlerinin SPK kaydına alınması amacı ile bu kuruma müracaatta bulunur. Şirket sürecin kısılması açısından SPK müracaatı ile eş zamanlı olarak, İMKB tarafından istenilen bilgi ve belgeler ile, hisse senetlerinin halka arz edilmesinden sonra İMKB'nin ilgili pazarında işlem görebilmesi için bu kuruma başvuruda bulunur. Başvuru işletme tarafından yapılabileceği gibi yetkilendirilen aracı kurum tarafından da yapılabilir.

SPK, halka arz izahnamesine yazılmak üzere başvuru ile birlikte başvuruda bulunan işletmenin hisse senetlerinin İMKB'nin hangi pazarında işlem görebileceğine dair İMKB görüşünü talep eder. Bu aşama ile işletmenin halka arz ve İMKB'DE işlem görme başvurusundaki eksik bilgi ve belgelerin tamamlanmasının ardından, işletme merkez ve üretim tesisleri İMKB uzmanlarınca ziyaret edilerek yerinde incelemelerde bulunulur.

Gerekli incelemeler tamamlandıktan sonra ve işletmenin hisselerinin SPK kaydına alınmasından önce belirli bir fiyat aralığında yatırımcıların olası taleplerini öğrenmek amacı ile, talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturulmaksızın aracı kuruluşlar tarafından ön talep toplanabilir. Fakat bu bir zorunluluk değildir.

SPK'nın, işletme hisse senetlerinin İMKB'DE işlem görüp göremeyeceği, işlem göreceği ise İMKB pazarlarından hangisinde işlem görebileceği hususunda İMKB'den

görüş talep etmesi üzerine, İMKB uzmanları tarafından oluşturulan rapor İMKB Başkanlığına sunulur, İMKB görüşünü belirler ve SPK'ya iletir. SPK tarafından yapılan incelemeler neticesinde işletme hisse senetleri kayda alınır. Bu aşamada halka arz izahnamesi ve sirküleri SPK tarafından onaylanır.

İMKB birincil piyasada halka arz yönteminin kullanılması halinde, hisse senetleri SPK kaydına alındıktan sonra ilk İMKB Yönetim Kurulu toplantısında şirketin işlem görme başvurusu görüşülerek İMKB Yönetim Kurulu kararı ile birincil piyasada halka arza müsaade edilir.

Hisse senetlerinin SPK kaydına alınmasından sonra, bu kurulca onaylanmış izahnamenin, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde ortaklığın kayıtlı bulunduğu Ticaret Sicili'ne tescil ettirilmesi ve Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilmesi zorunludur. Söz konusu tescil ve ilandan sonra, 15 gün içerisinde izahname ve tasarruf sahipleri için sirküler basın yayın yolu ile yatırımcılara duyurularak hisse senetlerinin alımı için yatırımcılara davette bulunulur. Ayrıca halka arz edilen hisse senetlerinin % 15'ine kadar da bir ek satış hakkı söz konusu olup, arzu edildiği takdirde halka arzdan sonra bu ek satış hakkı da kullanılabilir.

Halka arz işlemlerinin tamamlanmasını müteakip kotasyon şartlarının sağlandığının anlaşılması halinde İMKB Yönetim Kurulu'nca alınacak kararlar ile işletme hisse senetlerinin işlem göreceği pazar ve ikincil piyasa işlemlerinin başlama tarihi belirlenir. Satış işlemi tamamlandıktan sonra halka arza ilişkin satış sonuçları SPK'ya ve İMKB'YE iletilir. Halka arz sonuçlarının incelenmesi sonucunda İMKB Yönetim Kurulu şirket hisse senetlerinin işlem görebileceği pazar hakkında nihai kararı verir ve şirket hisse senetlerini İMKB kotuna veya kaydına alır.

İMKB Yönetim Kurulu'nun nihai kararından sonra halka arz sonuçları, halka arz izahnamesi ve İMKB'CE gerekli görülen diğer bilgiler İMKB Günlük Bülteni'nde ilan edilir. İMKB dışı satışlarda ilanı izleyen 2. işgünüden itibaren şirket hisse senetleri ilgili pazarda işlem görmeye başlar.

Yukarıda belirtilen süreçleri özetlediğimizde aşağıdaki zaman çizelgesine ulaşmaktayız.

**Tablo 2. Halka Arz Süreci**

Aşama	1. Hafta	2. Hafta	3. Hafta	4. Hafta	5. Hafta	6. Hafta
1	■					
2	■	■	■	■		
3			■	■		
4				■		
5					■	
6						■
7						
8						■
9						
10						■
11						

Kaynak: IMKB, (2008b) (Aşamalar numaralandırılmıştır)

#### 1.4. Halka Arz Yöntemleri

Halka arz denildiğinde aklımıza iki tip sınıflandırma gelmektedir. Bunlardan ilki fiyat unsuru düşünülerek yapılan sınıflandırma diğeri ise sermaye unsuru düşünülerek yapılan sınıflandırmadır. Fiyat unsuru düşünülerek yapılan halka arz sınıflandırmasında temelde aşağıdaki yöntemler kullanılabilir (Küçükkocaoğlu, Alagöz, 2008b:3-4):

- **Sabit fiyatla talep toplama:** Bu yöntemde öncelikle halka arz fiyatı belirlenir ve daha sonra bu fiyattan yatırımcı teklifleri toplanır. Katılımcılar talep ettikleri hisse senetlerinin tamamı veya bir kısmı için ön ödeme yaparlar.
- **Fiyat aralığı ile talep toplama:** Bu yöntemde aracı kurum öncelikle potansiyel yatırımcılarla görüşür ve bağlayıcı olmayan fiyat teklifleri alır. Bu teklifleri belirli bir fiyat aralığında toplayabileceği gibi, bazen de fiyat aralığı belirlemez, sonuçta alınan teklifleri değerlendirip nihai halka arz fiyatını belirler ve bu fiyattan talep toplar.
- **Müzayede:** Bu yöntemde halka arza aracılık eden aracı kurum yatırımcılardan aldığı belli miktar ve buna bağlı fiyatı içeren teklifleri arz ve talep şeması oluşturacak şekilde yerleştirir. Müzayede esasına göre gerçekleştirilen bazen açık bazen de kapalı usulde yapılan teklif alma işlemleri sonucunda arz ve talebi eşitleyen nihai fiyat halka arz fiyatı olarak belirlenir.
- **Borsada Satış:** Bu yöntem, belli bir aracı kurum tarafından borsanın birincil pazarında halka arz olunan hisse senetlerinin satışı ile gerçekleştirilir. Halka

arzin ilk günündeki açılış fiyatı, firmanın bu tür bir halka arz için borsaya kayıt yaptırdığı zaman açıkladığı hisse senedi fiyatıdır.

- **Karma Yöntemler:** Burada aracı kurum yukarıda açıklanan yöntemlerden birkaçını birleştirerek yeni bir yöntem oluşturur. En yaygın olanı ise sabit fiyatla talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama yöntemlerinin birleştirildiği karma yöntemdir.

Diğer sınıflandırma olan sermaye bazlı sınıflandırma ise aşağıda belirtilmektedir (TSPAKB, 2007b:43-44):

- **Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Hisse Senetlerinden Bir Kısmını Borsa'da veya Borsa Dışında Halka Arz Etmeleri:** Bu yöntemde, ortaklıklardaki mevcut hissedar/hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinden bir kısmını doğrudan Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilirler. Bu tür halka arzlar SPK tebliğinde aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (SPK, 1998: m.5):

*“Özelleştirme kapsamında olanlar dahil ve hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için hisse senetlerinin,*

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

*b- Nominal değerleri toplamının, SPK'ya başvuru tarihi itibariyle ortaklığın nominal sermayesine oranının en az;*  
*-Sermayeleri 14.200.000 YTL kadar olan ortaklıklar için %25,*  
*-Sermayeleri 14.200.000 YTL ile 70.800.000 YTL arasında olan ortaklıklar için %15,*  
*-Sermayeleri 70.800.000 YTL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması,*

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

- **Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı:** Bu şekildeki halka açılmada ortaklık; Sermaye artırımı yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü rüçhan haklarını kısıtlayarak İMKB'DE veya İMKB dışında halka satabilir. Bunun yanında sermaye artırımında ortaklarca rüçhan hakları kullanıldıktan sonra kalan hisse senetlerini İMKB veya İMKB dışında halka arz edebilir.



Bu tür halka arzlar SPK tebliğinde aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (SPK, 1998: m.5):

*Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerini halka arz edebilirler. SPK'ya başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler yapılır.*

*a- Yönetim kurulu esas sözleşmenin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarısını hazırlayarak, madde değişikliği için SPK onayını alır.*

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

*Sermaye artırım yoluyla yapılan başvurularda, halka arz edilecek hisse senetlerinin artırım sonrası ulaşılacak nominal sermayeye oranının en az;*  
*-Sermayeleri 14.200.000 YTL kadar olan ortaklıklar için %25,*  
*-Sermayeleri 14.200.000 YTL ile 70.800.000 YTL arasında olan ortaklıklar için %15,*  
*-Sermayeleri 70.800.000 YTL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması zorunludur,*

- **Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı ile Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Hisse Senetlerinden Bir Kısmını Halka Arz Etmesinin Birlikte Yapılması:** Yukarıda belirtilen her iki yöntemin birlikte kullanılması imkanı mevcuttur. Bu sayede hem ortak hem de şirket halka arz yoluyla kaynak elde edebilecektir.

### 1.5. Halka Arz Kriterleri

Bir işletmenin halka arz edilip IMKB kotasyonuna alınabilmesi için aşağıdaki şartları sağlaması gerekmektedir (IMKB, 2004: m.13):

- Son 3 yıl ve ilgili ara dönem dahil olmak üzere mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması,
- Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş olması ve son 3 yıllık döneme ilişkin mali tablolarının yayınlanması,
- Başvuru tarihinden önceki son 2 yıla ilişkin mali tablolarına göre (halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 30 milyon YTL veya halka açıklık oranının %35 olması halinde son 1 yılda) vergiden önce kar etmiş olması,
- Bağımsız denetimden geçmiş son bilançosundaki özsermayesinin en az 10 Milyon YTL olması,

- Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 15 Milyon YTL ve nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranının en az % 25 olması (Bu oranın % 25'in altında olması halinde, halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 30 Milyon YTL olması),
- Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,
- Esas sözleşmenin Borsada işlem görecekt menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması,
- Ortaklığın üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların bulunmaması,
- Borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle son 1 yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato istenmemiş olması ve Borsaca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması,
- Menkul kıymetlerin, piyasadaki mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından Borsa yönetimince önceden belirlenecek kriterlere uygun olması,
- Kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile hisse senetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi

Gerekmektedir.

Bir sonraki bölümde de halka arzın öneminden bahsedilecektir.

### **1.6. Halka Arzın Önemi**

Halka arz yukarıda da belirtildiği gibi son dönemlerde hem ülkemiz hem de dünya ekonomisinde önemli hale gelmeye başlamıştır. Özellikle alternatif yatırım araçlarındaki getirinin gittikçe azalması, borsa işlemlerine olan ilgiyi arttırmaktadır. Fakat her ne kadar halka arz faaliyetlerinin işletmeler üzerinde olumlu etkileri olsa da olumsuz özellikleri de ulunmaktadır. Bu kısımda her iki durumun gösterilmesi amaçlanmaktadır.

### 1.6.1. Halka Arzın Olumlu Yanları

Halka arzın işletmelere katacağı faydalar oldukça fazladır. Bu sebeple, her yıl yeni yeni işletmeler borsalarda işlem görmek amacıyla borsa idarelerine başvurumaktadırlar. İşte bu yararlar aşağıda özetlenmektedirler (IMKB, 2008c):

- Finansman ve kaynak sağlama
- Likidite sağlamak
- Yurtiçi ve dışında tanınma
- Kurumsallaşma
- İkincil halka arz imkanı
- Bankalarla pazarlık gücü
- İşletme değerinin kolay bulunabilmesi (SPK, 2007:7)
- İşletmelerin finansman kaynaklarını çeşitlendirerek riski dağıtmaları

Halka arz talebinde bulunan firmaların önemli bir kısmı bu taleplerini finansman sağlama sebebiyle yapmaktadırlar. Bilindiği gibi işletmenin fon kaynakları, iç kaynaklar ve dış kaynaklar olarak ikiye ayrılabilir (Ekodialog:2008). İç kaynaklar sermaye olarak ortaya çıkarken, dış kaynaklar da banka kredileri, tahvil ihracı, piyasaya borçlar vb. başlıklar altında toplanabilir. Görüldüğü gibi dış kaynakların neredeyse tamamı faiz gideri sağlayan borçlanma türleridir. Oysa iç kaynaklar arasında yer alan sermaye her ne kadar bedelsiz bir kaynak olmasa da işletmenin ettiği kar üzerinden nemalanacaktır. Bu da işletmenin üzerinde diğer borçlar kadar büyük bir baskı yaşamaması anlamına gelecektir.

Yukarıdaki kapsamda yapılan bir halka arz ile elde edilecek bir kaynak da faizsiz bir kaynak olacaktır. İşletme sadece elde ettiği kar üzerinden kendisine yatırım yapanlara kar dağıtımını yapacaktır. Bu da işletme için ciddi bir rahatlık demektir. İşletmeler için finansman sağlama yönünde tercih edebilecekleri araçlar ve karşılaştırmaları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Buna göre halka arz faizsiz bir finansman yöntemi olma özelliğinden dolayı çok mantıklı bir finansman yöntemi olarak önümüzde durmaktadır (Türüdü, 2001: 21).

**Tablo 3. Finansman Yöntemleri**

<b>Finansman Yöntemleri</b>	<b>Vade</b>	<b>Dönem İçinde Nakit Çıkışı</b>	<b>Vade Sonunda Nakit Çıkışı</b>
Halka Arz	Süresiz	Temettü	Yok
Tahvil İhracı	Uzun	Faiz	Anapara+Faiz
Finansman Bonosu	Kısa	Yok	Anapara+Faiz
Banka Kredisi	Uzun-Kısa	Faiz	Anapara+Faiz

**Kaynak:** Türüdü, (2001:21)

Aşağıdaki tabloda da 1986'dan bugün kadar yapılan halka arzların toplam değerleri görülmektedir. Bu da ülkemiz işletmelerinin yarattığı kaynağın boyutlarını göstermektedir. Görüldüğü gibi 2000 yılında o zamana kadar gerçekleşen en büyük halka arz gerçekleştirilmiştir. O dönem hatırlandığında ülkemiz sürünen kur (crawling peg) politikası uygulamakta ve enflasyon dizginlenmiş görünmekteydi. Reel faizlerin de azalması ile sabit getirili yatırım araçlarının cazibesi gittikçe ortadan kaybolmaktaydı. Bunu fırsat bilen ve hisse senedi piyasasına olan talebin artacağını düşünen işletmeler halka arz yarışına girmişler ve 2,8 Milyar Dolarlık halka arz gerçekleştirilmiştir. Fakat işler yolunda gitmemiş ve ülkemiz yaşadığı iki finansal kriz ile tekrar başladığı noktaya geri dönmüştür. Bu yılda gerçekleşen halka arz ancak 2007 yılında aşılabılmıştır.

**Tablo 4. Yapılan Halka Arzlar Yolu ile Sağlanan Kaynak**

<b>Yıl</b>	<b>Birincil Halka Arz Hacmi (mio \$)</b>	<b>Yıl</b>	<b>Birincil Halka Arz Hacmi (mio \$)</b>	<b>Yıl</b>	<b>Birincil Halka Arz Hacmi (mio \$)</b>
1986	0	1994	270,48	2002	56,23
1987	0	1995	246,78	2003	11,25
1988	0	1996	167,92	2004	482,58
1989	0	1997	420,38	2005	1.743,96
1990	985,31	1998	383,35	2006	930,50
1991	391,63	1999	90,72	2007	3.298,31
1992	94,42	2000	2.806,22		
1993	152,45	2001	0,24		

**Kaynak:** IMKB, (2008a)

Bir diğer önemli halka arz sebebi de sağlanacak fonların nakit olmasıdır. Bilindiği gibi halka arz yapılmadan önce yatırımcılardan talep toplanırken, kendilerinden hisse almak istedikleri tutarların bloke edilmesi istenir. Bloke edilen bu nakit miktarı, satış gerçekleşikten sonra işletmeye aktarılır. Özellikle likiditenin çok önemli olduğu bu zamanlarda işletme için faizsiz nakit sağlamak oldukça tercih edilir olmaktadır.

İşletmeler için bir diğer önemli husus olan bilinirliğin artması da halka açılma sayesinde üst seviyede gerçekleşebilecektir. Böylece işletmeler hem yurtiçi hem de yurtdışında daha fazla tanınacak ve bu bilinirlik işletmenin pazarlama faaliyetlerinde olumlu etkide bulunacaktır. Hatta yurtdışı pazarlarında daha kolay müşteri bulan işletmeler, uluslararası ticarete önemli yol alacaklardır.

Halka açılmak ve hisse senetlerinin menkul kıymet borsasında işlem görmesini sağlamak ile işletmeler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini de hızlandırmakta ve aile tipi organizasyonlarından kurtularak modern yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşabilmektedirler.

Yukarıda anlatılanlara ek olarak işletmeler; hisse senetleri evvelce halka arz edilmiş ve dolayısı ile borsada işlem görmekte iken yatırım ve benzeri ihtiyaçları nedeniyle ortaya çıkan ek kaynak gereksinimlerini mevcut ortaklarının rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle gerçekleştirebilecekleri ikincil halka arz ile karşılamak suretiyle yeniden bir finansman imkanı yaratabilirler. Bu da ancak evvelce halka arz edilmiş işletmelerde gerçekleşebilecektir.

Ayrıca bu tür bir finansman yönteminin tercih edilmesi; işletmelerin borçlanma kapasitesinin artırılması, risklerin dağıtılması, finansal esneklik kazandırılması, mali krizlere karşı dayanıklılığının artırılması sebebiyle bankalar ile olan ilişkilerinde işletmeler daha fazla pazarlık gücü elde etmelerini sağlayacaktır (Tekin, 1988:16). Ayrıca bankalar, bu tür işletmelerin mali tablolarına diğerlerinden daha fazla güvenecekleri ile daha düşük maliyetli borçlanma imkanı da elde edilebilecektir.

Son olarak da işletmeler şeffaf bir ortamda borsada işlem gördüklerinden ve yüzde kaçının halka arz edildiği, kaç hisse senedinin borsada işlem gördüğü gibi bilgiler bilindiğine göre işletmenin değerinin bulunması zor olmamaktadır. Bu da işletme sahiplerinin işletme değeri hakkında daha bilinçli olmalarını sağlamaktadır.

Bu bölümde halka arzın olumlu yönlerine değinilmiştir. Bir sonraki bölümde de olumsuz yönlerine göz atılacaktır.

### 1.6.2. Halka Arzın Olumsuz Yanları

Halka arz yukarıda sayılan faydalarının yanında istenmeyen bazı durumlar da ortaya koyabilmektedir. İşletmeler halka arzın kendilerine sağlayacağı faydalar yanında üzerlerinde yaratacağı maddi veya manevi maliyetlerin de bilincinde olmalıdırlar. Bunu yeterince yapmayan işletmeler halka arzlarında beklenen katkıyı sağlamayabileceklerdir.

Halka arzın olumsuz özelliklerine değindiğimizde aşağıdaki hususlar ile karşılaşmaktayız (Türüdü, 2001, 26-29):

- **İşletme kontrolünün kaybedilmesi:** Halka arz edilmemiş işletmelerde işletme yönetimi ve denetimi belli kişilerin elinde toplanmıştır. Ortak sayısı halka arz sonrası fazlalaşacağından işletmenin karar alması güçleşebilir ve işletme eski ortaklar tarafından daha zor yönetilir hale gelebilir. Fakat işletmeler her ne kadar bunu ciddi bir sorun olarak görseler de oydan yoksun hisse senedi ihracı ile bu sorun giderilebilir.
- **İşletmeye biçilen değerin tam olarak borsaya yansımaması:** İşletmeyi kuranlar yıllar boyunca yaptıkları yatırımın geri dönüşünü sağlamaya ve faaliyetlerinden kar etmeye çalışırlar. Bu sebeple işletmenin yeni yeni kar etmeye başladığı zamanlarda yapılacak bir halka arz sebebiyle yatırımcılar işletmenin bugünkü durumu ve gelecek getirilerine göre karar verme durumunda olacaklarından en baştan böyle bir işletmenin kurulmasının ne kadar büyük bir maliyetle olabileceği konusunda bilgi sahibi olamayabilirler. Bu da işletmeyi halka arz etmeyi düşünen yöneticiler ile yatırımcılar arasında fiyat farklılıkları yaratabilir. Bu sebeple halka arz ya yanlış fiyattan yapıp ilerleyen dönemlerde düşüşler yaşanabilir ya da düşük bir fiyattan halka sunulup işletme sahiplerini hayal kırıklığına uğratabilir.
- **Halka açılmanın maliyetinin yüksek oluşu:** Halka açılan işletme bazı sorumluluklara sahip olmaktadır. Buna göre, işletmeler belli dönemlerde finansal raporlar hazırlamalı, bunları kamuoyuna duyurmalı, işletme hakkında çıkan haberler veya iddiaları yanıtlamalı, yatırımcıları periyodik olarak bilgilendirmelidir. Bu bilgilendirmelerin de ticari sırları barındırabileceği endişesi de işletme ortaklarını düşündürmektedir. Bunun dışında halka arz

esnasında SPK ve IMKB ile yürütülen çalışmalar esnasında gerekli yasal harçları yatırmalı, aracı kurum için aracılık komisyonu ödenmeli, piyasayı halka arz konusunda bilgilendirmek için reklam ve tanıtım faaliyetlerine (SPK, 2007: 21) başlamalıdır. Bunlar oldukça maliyetli bir süreç içinde gelişmektedir.

- **Yöneticilerin görev ve sorumluluklarının artmasının getirdiği külfet:** Halka arz faaliyetleri tamamlandıktan sonra genel kurul mevcudu da artacaktır. Bu sebeple, halka arz edilmiş olan hisse senetlerini almış ve işletme faaliyetleri hakkında bilgi sahip olmak veya yönetime aktif katılmak isteyen hissedarlar bir çok konuda yönetime sorular yöneltebileceklerdir. Bu da yöneticilerin sorumluluğunun ve görevlerinin artması anlamına gelmektedir.
- **İşletmenin yeni bir otoritenin denetimine girmesi:** Halka arz faaliyetini gerçekleştirmiş olmakla işletme SPK'nın denetimine girmiş olmaktadır (SPK, 2007: 7).
- **Hisse senetlerine yeterli talep olmaması durumunda yaşanacak itibar kaybı:** Eğer halka arz beklendiği gibi geniş yatırımcı kitlesine ulaşamaz ve işletme hisse senetlerine talep gelmez ise, bu işletme için ciddi bir imaj kaybı olabilecektir. Bu aynı zamanda toplumun işletmeye bakışını belirleyeceğinden işletmeyi finanse edenler veya evvelce yapılmış olan halka arz varsa ellerinde hisse senedi bulunduranlar işletme ile olan ilişkilerini kesmeye çalışabileceklerdir (SPK, 2007: 7).

Görüldüğü gibi, halka arzın hem olumlu hem de olumsuz özellikleri bulunmaktadır. Fakat yukarıda bahsedilenlerden anlaşıldığı kadarıyla halka arz faaliyetlerinin getirileri götürülerinden fazladır. Bu sebeple, belli bir büyüklüğe gelmiş ve halktan talep göreceğine inanan işletmelerin halka arz faaliyetlerine başvurmaları olumlu görünmektedir.

Bu bölümde hisse senetlerinin halka arzı konusunda bilgi verilmeye çalışılmıştır. Bundan sonraki bölümde de halka açılacak firmanın değerini ve hisse senedi fiyatını belirlemenin önemi ve bu konuda kullanılan yöntemler ele alınacaktır.

## **BÖLÜM 2: SERMAYESİ HALKA AÇILACAK FİRMANIN DEĞERİNİN BELİRLENMESİ**

Birinci bölümde halka açılma hakkında genel bilgi verildikten sonra, bu bölümde de işletme değeri kavramından, işletme değerini etkileyen faktörlerden, değer kavramının bileşiminden ve ihraç edilecek hisse senedinin değerini belirleme noktasında işletme değerlendirme yöntemlerinden bahsedilecektir.

### **2.1. İşletme Değeri Kavramı**

İlerleyen bölümlerde bahsedilecek olan işletme değeri kavramı ile ilgili bilgiler verilmeden önce işletme değerinin ve işletme değerlemenin ne olduğunun tanımlanması gerekmektedir.

İşletme değeri konusu, günümüz finans dünyasının en önemli konularından bir tanesini oluşturmaktadır. Finans bilimi özgün bir bilim dalı olarak anılmaya başladığı zamandan günümüze kadar geçen süre içerisinde finans yazınında en çok tartışılan konulardan bir tanesi işletme değerinin hesaplanması konusu olmuştur (Taner ve Akkaya, 2008:1). Bu sebeple söz konusu kavramın doğru tanımlanması oldukça önemli hale gelmektedir.

İşletme değeri kavramına geçmeden önce değer kavramını açmak gerekmektedir. Buna göre değer, “*bir varlığın değişimi sırasında ortaya çıkan para cinsinden tutarı veya yükümlülüğün ifası amacıyla katlanılan bedel*”i ifade eder (Cankatar, 2008). Bunun dışında da *herhangi bir nesnenin sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, herhangi bir varlığın başka birine verildiğinde karşılığında alınabilecek nesne miktarı* olarak da tanımlanmaktadır (Akyüz, 1990: 64-65). Bu durumda işletme değeri de bir işletmenin el değiştirmesi, dış finansman kaynakları araması veya halka arz edilmesi gibi durumlarda karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıdaki kavramları bir araya koyduğumuzda işletme değerinin “*işletmenin varlıkları ve yükümlülüklerinin; ilerleyen dönemlerde elde edilmesi beklenen tüm gelirlerinin ve bunlar dışında nicel olarak hesaplanamayan çalışanları, müşterileri, tedarikçileri ve hissedarlar ile olan ilişkileri*” kapsamında hesaplanan bir değer olduğundan bahsedilebilir.



## 2.2. İşletme Değerini Etkileyen Faktörler

İşletme değeri bir çok farklı durumdan veya faktörden etkilenmektedir. Buna göre işletme değerini etkileyen başlıca faktörler aşağıda belirtilmektedir. Bu faktörler aşağıda da görülebildiği gibi nicel (ölçülebilen) ve nitel (ölçülemeyen) faktörlerden oluşmaktadır (TSPAKB, 2007c: 22). Söz konusu faktörler aşağıda detaylı şekilde açıklanmıştır (Aktuğlu, 1986:185):

### Nitel Faktörler

- **İşletmenin kuruluş yeri seçimindeki uygunluk:** İşletmenin kuruluş veya faaliyet yeri işletme değerinde oldukça etkilidir. Buna göre insan ve malzeme kaynağına yakınlık, lojistik imkanlarının elverişli oluşu, hava şartları ve içinde bulunan sosyo-kültürel faktörler işletmenin değerinde etkili olacaktır. Örneğin dış ticaret yapan bir işletmenin limanlara yakın oluşu işletmenin kara yolu taşımacılığına gerek duymamasına sebep olacak bu da işletmenin değerini yükseltebilecektir.
- **Üstün bir yönetici kadrosu ve işletme yönetiminin başarı derecesi:** İşletmenin kaynaklarının yanında bu kaynakların nasıl etkili ve düzenli planlanacağına karar veren bir yönetici kadrosu bulunmaktadır. Babadan oğla geçen yöneticilik yerine profesyonel yöneticiliğe önem veren; yetenekli, bilgili ve tecrübeli insanları yönetime getiren işletmelerin değeri elbette diğerlerine göre farklı ve yüksek olacaktır.
- **Üretilen mal ve hizmetlerin kalitesi ve başarılı bir satış örgütünün varlığı:** Üretilen mal ve hizmetin kalitesi, etkin bir organizasyon ve işleyen süreçler dizisinin bir sonucudur. Fakat bunun yanında üretilen mal ve hizmetlerin etkin şekilde müşterilere ulaştırılması gerekmektedir. Bu da başarılı bir satış örgütü ile mümkün olabilmektedir. Bilindiği gibi etkin bir satış için gerekli olan bu konuda deneyimli, belirli bir müşteri portföyü olan bir satış takımıdır. Bir işletmenin değeri de belirtilen bu unsurların sağlandığı işletmelerde daha fazla olacaktır.
- **Maliyet giderlerinin ve sürümün iyi organize edilmesi:** İşletmeler sadece daha fazla fiyata satış yapmayı değil, maliyetlerini kontrol ederek hatta aşağı çekecek önlemleri alarak (bunu yaparken kalitenin azalmamasına dikkat etmelidirler) zaman zaman fiyatlarında indirim gidip satışlarını arttırmaya gayret etmektedirler. Bu durum her işletme için geçerli olamamaktadır. Bunun

sebebi, maliyetlerini azaltmak isteyen işletmelerde etkin bir sistemsel yapı ile bu konuda duyarlı insan kaynağının varolma zorunluluğudur. Ayrıca işletmeler müşteri portföylerini genişletip daha fazla üretmeye ve birim başına karlılığı azaltarak daha rekabetçi olmaya gayret etmektedirler. Bunları başarabilen işletmeler daha değerli hale gelmektedir.

- **Verimli çalışmayı mümkün kılan bütün imkanların mevcut olması:** İşletmenin kaynaklarının yanı sıra bu kaynakların etkin şekilde bir araya getirilmesi de önemlidir. Ayrıca bu kaynakların doğru ve optimum şekilde planlanması da verimliliği artırıcı bir etkiye bulunacaktır. Belirtilen bu hususların sağlanabilmesi için çeşitli yazılımlar geliştirilmiştir. Günümüzde sıklıkla kullanılan KKP (Kurumsal Kaynak Planlama) sistemleri bir işletmenin tüm bölümlerini tek bir bilgisayar sistemi altında toplayarak değişik departmanların ortaklaşa veri paylaşımını sağlamaktadır. Bu ortak bilgi sistemi sayesinde, ihtiyaç duyulan tüm bilgiler bir veritabanında kurumsal çalışanların hizmetine sunulmaktadır. Bu ve buna benzer aktiviteleri geliştiren işletmelerin değeri diğerlerine göre daha yüksek olacaktır.
- **Monopol avantajları:** Monopol piyasasında fiyatları tek başına etkileyemeyecek kadar çok sayıda alıcı ve bunların karşısında tek bir satıcı vardır (Colander, 1995: 572). Bu durumda fiyatı belirleyen, tek firmanın arzı ile piyasa talebi ya da toplam taleptir. Monopolcü firmanın karını maksimize eden üretim ya da arz miktarı ile piyasa talebinin eşitlendiği noktada, piyasa denge fiyatı oluşmaktadır. İşte bu durumda bulunan işletmelerin değeri oldukça yüksek olacaktır.
- **Müşterilerin işletmeye verdikleri değer:** İşletmenin maddi veya manevi tüm varlıkları düşünüldüğünde ortaya çıkan değerden farklı olarak müşterilerin işletmede gördükleri subjektif bazı unsurlar olabilir ve bu işletmenin değerinin fazlaşmasına veya müşteriden müşteriye farklılaşmasına sebep olabilir. Örneğin, bir işletme sadece manevi nedenlerden dolayı başka kişiler tarafından talep edilebilir.
- **Üretim safhası sırlarının varlığı:** Üretim veya ürün sırrı kavramı işletmenin temel yetenekleri ile yakından ilgilidir. Buna göre temel yetenek, bir işletmeyi başka işletmelerden ayıran, işletmenin vizyonunu gerçekleştirmesinde rol

oyunayan, rakipler tarafından kolayca taklit edilemeyen bilgi, beceri ve yeteneği ifade etmektedir (Ecerkale, Kovancı, 2005:70). Bir faaliyetin işletmenin temel yeteneği olabilmesi için; işletmenin kısa ve uzun vadeli yaşamı için temel sayılmalı, rakipleri tarafından kolayca görülememeli, işletme vizyonunda vazgeçilmez olmalı, belirli bilgiler kaynaklar ile süreçlerden oluşmalı ve ürünlerin meydana gelişinde etkili olmalıdır (Koçel, 2001: 313). Bu yetenekler işletmelere yeni ürünler veya süreçler geliştirmelerini sağlamakta ve böylece farklılaşmalarını sağlamaktadır. Bu da işletmenin değerliliğini olumlu etkilemektedir.

- **Çalışanlara yüksek düzeyde özel çalışma programlarının uygulanması:** Çalışanların kalitesinin yüksek olması işletmenin değerini olumlu etkileyecektir. Fakat çalışanların kalitesi sadece yeni işe alımlarda uygun eleman seçmekle değil var olan personelin yetiştirilmesi ile de mümkün olabilecektir. O sebeple, eğitim ve geliştirme programlarına önem veren, bu konuda faaliyet göstermek amacıyla kurulmuş ayrı eğitim departmanları olan işletmelerin değeri daha yüksek olacaktır.
- **İşçi ve işveren ilişkilerinin uyumu:** İşverenler İş Kanunu'nun ilgili maddesi gereği çalışanlarına eşit davranmakla yükümlüdürler (İş Kanunu, 2003: m.5). Bu şekilde faaliyetlerine devam eden işverenlerin ne yargı ne de işçileri ile bir sorunu olmayacaktır. Bu durumda işçilerin motivasyonu artacak ve daha üretken olacaklardır. Ayrıca çalışanların işletmeyi sadece para kazanılan bir yer olarak değil duygusal bağlarının da olduğu bir mekan olarak görmeleri işletmenin performansını olumlu etkileyecektir. Bu da işletmenin değerini olumlu etkileyecektir.
- **Uluslararası ilişkilerinin iyi olması:** İşletmelerin ulusal itibarı yanında uluslararası saygınlığı ve tanınırlığı da işletme değerini olumlu etkileyecektir. Evvelce uluslararası bağlantılarını gerçekleştirmiş yabancı piyasalarda belli bir piyasa edinmiş olan işletmelerin hem karlılığı hem de satışları daha iyi olacaktır. Bu durumda işletmenin değeri artacaktır.
- **İşletme dışı ilgi gruplarıyla iyi ilişkilerin olması ve söz konusu grupların subjektif değerlendirme kriterleri:** İşletmenin değerini etkileyen sadece müşterileri, tedarikçileri veya yurtdışı bağlantıları olmamaktadır. Bunun yanında

devletle olan ilişkileri, bankalar ile olan bağlantıları, finansal kurumların işletmeye tahsis ettiği kredi limitleri vb. faktörler de oldukça önemli hale gelmektedir.

### **Nicel Faktörler**

- **Aktif Büyüklüğü:** İşletmenin değerini etkileyen ölçülebilir faktörler içinde en ön sırada aktif büyüklüğü gelmektedir. Buna göre bir işletmenin aktif büyüklüğü ve içerisinde var olan kalemlerin aktif büyüklüğüne oranı işletmenin değerini etkilemektedir. Dikey analiz denilen bu oranlama bir işletmenin o yıla ait bilanço ve gelir tablosu üzerinde yer alan kalemlerinin birbirlerine göre ağırlıklarını görmeyi sağlayan bir analiz çeşididir. Buna göre her kalemin aktif (bu aynı zamanda pasife de eşittir) içinde ne kadarlık bir ağırlığının olduğu ortaya çıkacaktır (Berk, 1990: 20). Bunun dışında diğer bir analiz çeşidi olan yatay analiz ile de bir işletmenin bilanço ve gelir tablosunda iki dönem arasındaki değişim gösterilmeye çalışılmaktadır. Bu analizler de işletmenin faaliyetlerinde olumlu bir gelişme olup olmadığını ve mevcut faaliyetlerinin sonucunda elde edilen varlıkların nasıl dağıldığını ifade etmektedir. Söz konusu analizler de işletmenin değeri üzerinde etkili olacaktır.
- **Kaynak yapısı:** İşletmenin öz kaynak dışında kaynak kullanması işletme üzerinde finansman yükü yaratacağından işletmenin değerini olumsuz etkileyebilecektir. Fakat bir işletmenin faaliyetlerinin tamamını sadece özkaynaklardan karşılaması işletmenin piyasadan veya finans kurumlarından borç bulamamasından da kaynaklanabilir. Bu durumda işletmenin değeri olumsuz etkilenecektir. Yukarıda belirtilen iki analiz de kaynak yapısının durumunu anlamada kullanılabilir.
- **Satışların durumu:** İşletmenin yaptığı satışlar, satıştan indirimler, yerli ve yabancı piyasalarda yapılan satışlar, satışların maliyeti vb. unsurlar işletmenin değerini yakından etkileyecektir. Bunlardan özellikle satışların maliyetinin yıllar bazındaki değişimi işletmenin maliyetleri hakkında detaylı bilgi verecektir. Eğer bu kalemin net satışlara oranı gittikçe artıyorsa kar marjı düşecek bu da işletmenin değerini negatif anlamda etkileyecektir.

- **Oransal analizi ile bulunan değerler:** Oran analizi denildiğinde o döneme ait mali veriler üzerinde yapılan bazı hesaplamalar akla gelmektedir. Bu hesaplamalar karlılık oranları, mali oranlar, likidite oranları gibi alt sınıflara ayrılabilir. Oran analizinin önemini vurgulamak için cari oran analizi örnek verilebilir. Likidite oranlarından biri olan ve her mali analizde analistlerin karşısına çıkan cari oran, şirketlerin faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için gerekli olan dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesi ile hesaplanır (Özdemir, 1997: 37). Bu oran işletmenin faaliyetlerini devam ettirebilmesi için mutlaka 1'den daha fazla olmak durumundadır. Aksi takdirde işletme kısa vadede borçlarını ödeyecek gücü kendinde bulamayacaktır. Cari oran bir firmanın likit değerlerinin seviyesini, net işletme sermayesinin yeterliliğini ve borç ödeyebilme kapasitesini göstermektedir. Bir firmanın likit değerlerinin fazla olması, kısa vadede borçlarının ödeyebilme kapasitesinin bir göstergesidir. Cari oranın artışı, dönen varlıkların artışıyla doğrudan ilgilidir. Bir firmanın normal faaliyeti sonucu yarattığı kaynaklar, firmanın uzun vadeli borçlanabilme durumu, karını işletme sermayesine yansıtması, kısa vadeli borçlarını zamanında ödemesi cari oranı artıran faktörlerdir. Bunun tersine, firmanın zarar etmesi, karını işletme sermayesine yansıtması, duran varlık satın alması (yatırım yapması) gibi faktörler ise cari oranı düşüren etkilere sahiptir (Yurdakul, 2003: 3). Görüldüğü gibi bu oran işletme değerini etkilemektedir.

İşletme değerini etkileyen faktörler sıralandıktan sonra işletme değerinin önemi gösterilmeye çalışılacaktır.

### **2.3. İşletme Değerinin Önemi**

İşletme değeri işletme içi ve dışında bir çok birey ve grup için önemlidir. Eğer işletme içindeki unsurlara baktığımızda, işletme değeri işletmenin ortakları açısından, işletmenin varlık değerinin maksimize olması ile, hisse senetlerinin değerinin yükselmesine temel olacak gücün artması anlamındadır. Ayrıca işletme değerinin artması ile daha kolay finansman sağlayabilecekler ve bankalar ile olan pazarlık güçleri artacaktır. Bankalar dışında piyasadan da rahatlıkla borçlanabilecekler ve borçlanma maliyetleri ciddi oranda azalacaktır.

İşletme değerinin işletme ortakları için bu kadar önemli olması yeni bir yönetim felsefesi gelişimine öncülük etmiş ve Değere Dayalı Yönetim (DDY) ortaya çıkmıştır. DDY, işletme içerisinde alınacak bütün kararların ve gerçekleştirilecek faaliyetlerin değer yaratmaya yönelik olmasını amaç edinen bir yönetim anlayışıdır. Söz konusu yaklaşma, yöneticileri ve çalışanları hissedarlar gibi düşünmeye ve hareket etmeye cesaretlendirmekte, geleneksel yönetim davranış ve alışkanlıklarını değiştirip, işletme içerisinde değer kavramını ön plana çıkartarak, onları bu hedefe yönlendirmektedir. DDY, değer yaratma zekası ile bu zekayı uygulamaya dönüştürmek için gerekli olan süreçlerin ve sistemlerin yönetilmesi arasındaki bütünleşme olarak da tanımlanmaktadır (Ercan, 2005: 38).

Çalışanlar da içinde buldukları işletmenin değerinin artmasını isteyeceklerdir. Bunun sebebi ilerleyen zamanlarda bu başarıdan pay almayı ummalarıdır. Çünkü işletme kar ettikçe değeri artacak ve aynı zamanda çalışanları yaşam düzeylerini yükseltme imkanı elde edeceklerdir.

Alacaklılar ise, işletme değerinin belli düzeyde olması ve yükselmesiyle, hesaplanan değerlerin samimi ve gerçekleşebilir büyüklükleri temsil etmesini ve alacaklarının geri dönmesine kolaylık sağlayacak koşulları harekete geçirmesini bekleyeceklerdir. Böylece ilerleyen zamanlarda da işletmeye tekrar borç vermeyi umabileceklerdir.

Sadece ticari alacaklılar için değil bankalar için de işletme değerinin mevcut ve ilerleyen zamanlardaki ilişkiler için önemi oldukça fazladır. Her banka borcunu zamanında ödeyebilecek, bir çok bankacılık ürününü kullanma talebinde olan işletmeler ile çalışmak istemektedir.

Devlet için de işletme değeri oldukça önemlidir. Bunun sebebi değerlendirilmiş olan bir işletmenin hem daha fazla istihdam sağlayacağı beklentisi hem de daha fazla vergi ödeyebilecek konuma gelmesidir. Ayrıca büyüyen ve değerlendirilen işletmeler istikrarlı bir ekonominin başlıca koşullarından biridir. Bu sayede hem ülkenin toplam ihracatında bir gelişme yaşanacak hem de ülkenin dış itibarı artacaktır (Dalgeç, 1992: 3).

Görüldüğü gibi işletme değeri bir çok birey ve grup tarafından önemli görünmektedir. Bu sebeple işletme değerlendirme faaliyeti her zaman ihtiyaç duyulan bir unsur olarak göze

çarpmıştır. Bu ihtiyacı karşılamak için birbirinden farklı bir çok metot bulunmaktadır. Bunlar aşağıda gösterilmektedir (Tide, 2008):

- Nakit Akımları Yöntemi
- Net Aktif Değer Yöntemi
- Tasfiye Değeri Yöntemi
- Yeniden Yapma Değeri Yöntemi
- İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi
- Emsal Değeri Yöntemi
- Ekspertiz Değeri Yöntemi
- Defter Değeri Yöntemi

Bu yöntemler ayrı ayrı kullanılacağı gibi bir arada da kullanılabilir. Örneğin Özelleştirme Dairesi Başkanlığı bünyesinde görev yapan Değer Tespit Komisyonunun görevleri arasında yer alan “*Komisyon; değer tespit çalışmalarını, özelleştirilecek kuruluşun niteliği, gördüğü hizmetin özelliği, gelecekteki nakit akımı potansiyeli, faaliyette bulunduğu sektör ve pazarın özellikleri, sahip olduğu sınai, ticari ve sosyal tesisler, makine araç ve gereçler, teçhizat, malzeme ve hammadde ile yarı mamul ve mamul madde stokları, her türlü taşınır ve taşınmaz malları, vasıfları ve hali hazır durumları, senetli ve senetsiz bütün alacak ve borçları ile bilumum hak ve yükümlülükleri ve özelleştirilecek kuruluşa uygulanacak özelleştirme yöntemini de dikkate alarak uluslararası kabul görmüş olan; indirgenmiş nakit akımları (net bugünkü değer), defter değeri, net aktif değeri, amortize edilmiş yenileme değeri, tasfiye değeri, fiyat/kazanç oranı, piyasa kapitalizasyon değeri, piyasa değeri/defter değeri, ekspertiz değeri, fiyat/nakit akım oranı metotlarından en az ikisini uygulamak suretiyle yürütür*” (ÖUHK, 2005: m.18/c ) hükmü ile görevini sürdürmektedir. Bu da göstermektedir ki, değerlendirme yapılırken sadece bir tek yöntemle bağlı kalınmamalı ve işletmenin var olan değerleri işletmenin gerçek değerini yansıtacak şekilde ortaya konulmalıdır.

Bir sonraki bölümde de bu değerlendirme yöntemlerinden yeni bir hisse senedi için geçerli olan birkaçından bahsedilecektir.

## 2.4. Halka Arz Edilecek Bir İşletmenin Değerlenmesi

Bir işletmenin değerlemesinin ne kadar önemli olduğu yukarıdaki kısımlarda belirtilmiştir. Buna göre işletme değerlemede kullanılan ve halka ilk defa arz edilecek işletmenin değerini belirlemeye yarayan önemli değerlendirme teknikleri aşağıda belirtilmektedir. Buna göre konunun daha iyi açıklanabilmesi için bu teknikler tarafımızca seyrek olarak kullanılan ve sıklıkla başvurulan yöntemler olarak ikiye ayrılmıştır. Elbette değerlendiriciler subjektif olarak seyrek olarak kullanılan yöntemlerden bir kısmını sıklıkla kullanmayı veya destekleyici olarak kullanmayı düşünebilirler.

### 2.4.1. Seyrek Olarak Kullanılan Yöntemler

Seyrek olarak kullanılan yöntemler aşağıda belirtilmektedir. Bu aşamada söz konusu yöntemler ile ilgili genel bilgi verilmesi amaçlanmaktadır (Başkent Üniversitesi, 2008a):

- **Tasfiye Değeri Yöntemi:** Tasfiye değeri, faaliyetin kesin bir şekilde durdurulması durumunda bilançodaki aktiflerin hepsinin satıldığı takdirde elde edilecek likit değerden toplam borçlar düşüldüğünde elde edilen değerdir (Konday, 1998: 88). Bu değer, isteğe bağlı ya da mecburi bir tasfiye düşünülüp düşünülmediğine göre farklılık göstermektedir. İsteğe bağlı tasfiye durumunda, her aktif kalemi için en iyi fiyatın elde edilmesi amacıyla aktif varlıkların makul bir süre zarfında satılması sağlanabilmektedir. Zorunlu tasfiyede ise, aktif varlıklar mümkün olduğunca çabuk bir şekilde, çoğunlukla bir seferlik açık artırmada satılmaktadır. Bu da işletmenin değerini olumsuz etkilemektedir. Fakat bu yöntem için kısacası işletmenin en düşük değerini hesaplayan metot olarak bakılmaktadır (Ekit, 2002: 10).
- **Yeniden Yapma Değeri Yöntemi:** Mevcut bir işletmeyi sıfırdan aktif hale getirmenin maliyeti hesaplanmak suretiyle ulaşılan değerdir. Bilindiği gibi işletmeleri almak isteyen firmalar bu işletme yerine en baştan bir işletme kurmayı düşündüklerinde ortaya çıkan değerinin altında kalan işletmeleri tercih edebileceklerdir.



- **İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi:** Faaliyetlerine devam eden şirketin değeri onun varlıklarının dışında işleyişini de kapsayacaktır. İşleyen teşebbüs değeri (Going-Concern-Value), işletmenin bir bütün olarak devredilmesi halinde hesaplanan değerdir. Yaşayan bir şirketin değeri, sinerji etkisi ile parçaların değerinin toplamından daha fazla olacaktır. İşleyen teşebbüs değerinin hesaplanmasında işletmenin potansiyel kazançları dikkate alınacaktır (Güneş, 2008).
- **Emsal Değeri Yöntemi:** Emsal değer (benzer alım satımlar), gerçek bedeli bilinmeyen veya bilinmeyen bir varlığın, satılması durumunda benzerlerine göre sahip olacağı değer olarak tanımlanabilir. Bu aynı zamanda bir işletme için de geçerli olmaktadır. Örneğin, bir bankanın 1 Milyar Dolara satılması sonrasında bu bankadan daha fazla dağıtım ağına sahip, piyasa deneyimi daha fazla olan ve özkaynakları daha sağlam olan bir bankanın değeri satılan bankaya nazaran daha yüksek olabilir. Bu konu ile ilgili olarak işletmenin içinde bulunduğu sektörün de bazı verileri emsal teşkil edebilecektir. Bunlardan bazıları; geçmiş dönemlerdeki satış hasılatı ve karlar, sektör ürünlerine olan talep ve kullanılan teknolojinin sürekliliği, sektör içindeki rekabet şartları ve piyasanın rekabetçi güçlere karşı ne derecede korunduğu ve piyasaya girişi engelleyici etkenlerin varlığı, emek yoğun ya da sermaye yoğun teknolojilerin kullanılma durumlarına göre sektörde vasıflı-vasıfsız işgücünün mevcudu ve potansiyeli, sektörde teşvik edici ve koruyucu hükümet politikaları, sektörde faaliyette bulunan kuruluşların hisse senetlerinin piyasa fiyatının, sektörün genel kazanç oranı ile karşılaştırılması, satışların mevsimlik hareketlerden etkilenmesi, sektörün içinde bulunduğu dönem, sektörde yerleşmiş gelenek ve görenekler ve coğrafi ve kültürel faktörler olarak gösterilebilir (DTM, 2008:14).
- **Ekspertiz Değeri Yöntemi:** Ekspertiz denince akla hemen, bir gayrimenkulün (arsa, ev, ofis, dükkan, bina vb her türlü taşınmaz mülk) tarafsız bir kurum tarafından piyasa alım-satım ve kira rayicinin tespit edilmesi işlemi gelmektedir (Hürriyet Emlak, 2008). Fakat bu işlemi genellediğimizde ekspertizin işletme varlıklarının, ilgili uzmanlar tarafından varlıkların yaşları, kapasiteleri, teknolojileri, benzer varlıkların piyasa değerleri gibi faktörler göz önüne

alınarak belirlenmesi faaliyeti olduğu ifade edilebilir. Görüldüğü gibi varlıkların teker teker değerlendirilmesi bu yöntemde karşımıza çıkmaktadır. Bu durumda işletmenin bir bütün olarak değerinin bulunmasında bu yöntem etkili olmayacaktır. Bunun sebebi işletmenin ölçülemeyen veya tek tek değeri olmayıp bir araya geldiğinde değerli olan varlıklarının mevcut olmasıdır.

- **Defter Değeri Yöntemi:** İşletme değerinin belirli bir tarihte, tarihi değerle kayıtlı varlıkların muhasebe kayıtlarına göre belirlenmiş değeridir. Fakat bilindiği gibi defter değeri özellikle enflasyonun çok yüksek olduğu dönemlerde, enflasyonun mali tablolar üzerindeki tahrip edici etkisi nedeniyle, fazla anlamlı sonuçlar vermez. Banka ve diğer finansal kuruluşlar gibi sermayenin nakit ve menkul kıymet ağırlıklı olduğu şirketlerde, muhasebe değeri daha anlamlıdır. Enflasyon muhasebesi prensipleri uygulandığı ölçüde, muhasebe değerleri ile piyasa ya da borsa değerleri arasındaki fark da aynı oranda kapanacaktır.

Bu aşamaya kadar işletmelerin değerlemesinde sıklıkla kullanılmayan, kullanılsa bile az sonra anlatılacak yöntemlere destek olması için yararlanılan yöntemlere değinilmiştir. Bu yöntemler ile belirlenen işletme değeri hisse senedi sayısına bölünerek hisse fiyatına ulaşılabilir. Söz konusu formül aşağıda gösterilmektedir.

$$\text{Hisse Senedi Fiyatı} = \frac{\text{İşletme Değeri}}{\text{Hisse Sayısı}}$$

Bu aşamadan sonra da sıklıkla kullanılan yöntemlere göz atılacaktır.

#### **2.4.2. Sıklıkla Kullanılan Yöntemler**

Bu aşamada aşağıda belirtilen yöntemler anlatılmaya çalışılacaktır:

- Nakit Akımları Yöntemi
- Net Aktif Değer Yöntemi

##### **2.4.2.1. Nakit Akımları**

Nakit akımları yöntemi altında bir kaç tane yöntem kullanılabilir. Bunlar aşağıda listelenmektedir:

- İndirgenmiş Nakit Akımları – Net Bugünkü değer
- Karlılık İndeksi

- İç Verim Oranı

#### 2.4.2.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları – Net Bugünkü Değer

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemine göre, bir şirketin değeri gelecekte üreteceği serbest nakit akımlarının şimdiki değerine eşittir. Bu yöntemde, genellikle beş ya da on yıl gibi uzun dönemli projeksiyonlar yapılır. Projeksiyonlardan elde edilen nakit akımları, şirketin, sektörün ve ekonominin taşıdığı risk seviyesine uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgenerek, şirket değeri hesaplanır (TSPAKB, 2007d: 44).

Burada vurgulanması gereken nokta, kar rakamları yerine nakit akımlarının kullanılmasıdır. Kar-zarar tablosunda sürekli kar açıklayan bir şirket gerçekte değer üretmiyor olabilir. Pozitif nakit akımına sahip olmayan şirketler sermayelerini eritirler. Bu sebeple, karlılığın en doğru göstergesi kar rakamları değil, nakit akımlarıdır.

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 aşağıdaki formül kullanılabilir (White, Agee ve Case, 1989: 76):

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

Formüldeki;

$A_t$ : t'inci yıldaki net nakit akımı (hurda değer son yıla gelir olarak eklenir),

n: Nakit akımları tahmininde kullanılan süre (yıl),

i: İskonto oranını ifade etmektedir (işletmeden beklenen asgari karlılık oranı olabileceği gibi, proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti de olabilir).

Fakat belirlenen projeksiyon uzunluğuna göre (5 yıl veya 10 yıl) nakit akımları tahmin edildikten sonra bir uç değer belirlenir ve nakit akımının sonuna eklenir. Belirtilen bu uç değer işletmenin sağlayacağı gelecekteki nakit akımlarının yerini almaktadır. Söz konusu uç değer belirlenebilmesi amacıyla Gordon Büyüme Modeli kullanılır. Bunun hesaplanması aşağıda gösterilmektedir (Pages, 1999: 2).

$$\text{Uç Değer} = \frac{A_t (1 + g)}{i - g}$$

$A_t$  : Projeksiyon döneminin son yılındaki serbest nakit akımı

$i$  : İskonto Oranı

$g$  : Nakit akımının projeksiyon dönemi sonrası büyüme hızı

Eğer her iki formül birleştirilirse işletme değeri için genel bir formüle ulaşılabilecektir:

$$\text{İşletme Değeri} = \sum_{n=1}^T \frac{A_n}{(1+i)^n} + \frac{\text{Uç Değer}}{(1+i)^T}$$

Bu aşamaya kadar işletme değerinin indirgenmiş nakit akımları ve uç değer tespiti ile nasıl hesaplandığı gösterilmektedir. Bu aşamadan sonra da nakit akımları hakkında çeşitli uygulamalar gösterilecektir.

Nakit akımları ile ilgili özetle iki farklı durum düşünülebilir. Buna göre nakit akımları büyüyebilir veya nakit akımlarının belli bir oranı yeni yatırımlara ayrılabilir. Nakit akımlarının belli bir oranda büyüdüğü varsayıldığında (White, Agee ve Case, 1989: 93) aşağıdaki formül kullanılabilecektir:

$$\text{İNA} = \frac{A_0(1+g)^1}{(1+i)^1} + \frac{A_0(1+g)^2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{A_0(1+g)^\infty}{(1+i)^\infty} = \frac{A_0}{i-g} \quad \text{olacaktır.}$$

$A_0$ : Başlangıç nakit akımı,

$g$ : Nakit akımları büyüme oranı.

Temettü kapitalizasyonu olarak da anılan bu değerlemede, bir hisse senedinin uzun vadeli yatırımcı açısından getirisi işletmenin her sene dağıttığı nakit temettülerdir. Gordon Büyüme Modeli baz alınarak yaratılan bu temettülerin oluşturulması, teorik açıdan doğru bir yaklaşım ortaya koymakla birlikte, temettü büyüme oranının tahmini ve şirketin riskini yansıtan uygun iskonto oranının belirlenmesi gibi pratik sorunlar içerir (TSPAKB, 2007d: 42).

Bunun dışında nakit akımlarının belli bir oranı yeni yatırımlara aktarıldığında da aşağıdaki formül kullanılabilecektir;

$$\dot{I}NA = \sum_{t=1}^n \frac{A_t(1-g/r)}{i-g} \quad \text{olacaktır.}$$

r: Yeni yatırımların getiri oranı.

Yukarıdaki hesaplamayla bulunan değer olan İNA, yapılan yatırımın veya işletme için ödenen bedelden fazla olmalıdır. Bu durumda değer yaratılmış olacaktır. Eğer İNA yatırım için ödenen bedelle aynı ise herhangi bir değer yaratılmamış, yatırımın fazla olması durumunda da zarar edilmiş olacaktır (Dermine ve Bissada, 2002: 9).

İskonto oranını sermaye maliyeti olarak ele aldığımızda söz konusu değer de hesaplanması gerektiği ortaya çıkmaktadır. İşletmenin kullanmış olduğu kaynakların maliyeti olarak anılan sermaye maliyeti (Özdemir, 1997: 430) aşağıdaki formül ile bulunabilmektedir (TSPAKB, 2007d: 45)

$$k = \left( \frac{E}{D+E} \right) k_e + \left( \frac{D}{D+E} \right) k_d (1-t)$$

k : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

k<sub>e</sub> : Özkaynak Maliyeti

k<sub>d</sub> : Borç Maliyeti

E : Özkaynağın toplamı

D : Net Finansal Borç

t : Kurumlar Vergisi Oranı

Özkaynak maliyetini hesaplamak kolay değildir. Bununla ilgili bir çok yöntem bulunmaktadır. Bunlardan biri olan Finansal Varlıkları Fiyatlama Modelinin kullanılması yerinde olacaktır (TSPAKB, 2007d: 45). Bu model herhangi bir hisse senedinden yatırımcıların beklediği getiri oranının risksiz faiz oranına ve riskin çeşitlendirmeyi yansıttığı durumundaki risk primine eşit olacağını savunan bir önermeye dayanılarak geliştirilmiştir (Başkent Üniversitesi, 2008b: 2). Görüldüğü gibi bu önerme bir varlığı risk ve beklenen getiri göz önünde tutularak fiyatlandırmaktadır (Karatepe, 2008: 2). Bu önermenin yanı sıra risk priminin piyasa riski olarak da

adlandırılan sistematik riskten doğrudan etkileneceği öngörülmektedir. Söz konusu formül aşağıda gösterilmektedir (TSPAKB, 2007d: 45):

$$k_e = r_f + \beta_e[r_m - r_f]$$

$r_f$  : Risksiz Faiz Oranı

$\beta_e$  : Özkaynak Betası (Sistematik Riskin Ölçüsü)

$r_m - r_f$  : Pazarın risk primi

Yukarıda belirtilenlerin yanında bir diğer önemli faktör de nakit akımlarının belirlenmesidir. Her ne kadar nakit akımları tahmin edilecek olsa da bu tahmin de tutarlı olmalıdır. Bu sebeple nakit akımlarının nelerden etkilendiği oldukça önemli hale gelmektedir. Yatırım projeleri genellikle birbirlerinden farklı nitelikte nakit akımı sağlayabilmektedirler. Bunlar temelde beş ayrı gruba ayrılmaktadır (Özdemir, 1997: 283-284):

- Ekonomik ömrü boyunca sabit nakit akımı sağlayan projeler,
- Tamamlanmasından (veya işletmenin devrinden) belli bir süre sonra tek seferde ve büyük miktarda nakit akımı sağlayan yatırımlar,
- Faaliyete geçtikten sonra azalan nakit akımına sahip olan yatırımlar,
- Faaliyete geçtikten sonra artan nakit akımına sahip olan yatırımlar,
- Faaliyete geçtikten sonra artan, belli bir seviyeye ulaştıktan sonra da azalmaya başlayan nakit akımına sahip olan yatırımlar.

Fakat yukarıdakilerin ötesinde bir de nakit akımının gerçek değerlerden hesaplanması düşünülebilir. Aşağıdaki tabloda da İMKB'den alınmış olan örnek bir nakit akım tablosu yer almaktadır. Bu tabloda iki yıla ait mali veriler ile birlikte sağlanan nakit miktarının nasıl hesaplandığı gösterilmektedir.

**Tablo 5. Örnek Nakit Akım Tablosu**

	2006	2005
<b>İşletme faaliyetleri:</b>		
Vergi öncesi kar (+)	395.932	329.036
Ana ortaklık dışı kar / zarar (-)	(33.491)	(30.118)
Karşılıklardaki artış (-) ve azalışlar (+)	122.389	20.521
Amortisman ve itfa payları (+)	156.308	189.409
Faiz geliri (-)	(19.395)	(32.631)
Faiz gideri (+)	189.046	92.019
İştiraklerden gelirler / giderler (net) (-)	(22.492)	(19.385)
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satış karı (-)	(636)	(421)
Finansal varlık satış karı (-) / zararı (+)	(5.135)	(1.879)
<b>İşletme varlık ve yükümlülüklerindeki değişiklik öncesi işletme faaliyetlerinden sağlanan net nakit</b>	<b>782.526</b>	<b>546.551</b>
İşletme varlık ve yükümlülüklerindeki net artış (-) ve azalış (+)	(817.130)	(154.839)
Ödenen kurumlar ve gelir vergileri (-)	(123.279)	(83.703)
<b>İşletme faaliyetlerinden kullanılan net nakit</b>	<b>(157.883)</b>	<b>308.009</b>
<b>Yatırım faaliyetleri:</b>		
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satışlarından elde edilen nakit girişleri (+)	9.487	11.850
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satın alımı (-)	(325.784)	(255.504)
Bağlı ortaklık satın alınmasından nakit çıkışı (-)	(190.032)	(23)
Finansal varlık satışından elde edilen nakit girişi (+)	9.495	3.869
Finansal varlık sermaye artırımları (-)	-	(124.762)
Yabancı para çevirim farkları (net) (+)	15.446	(5.535)
<b>Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit</b>	<b>(481.388)</b>	<b>(370.105)</b>
<b>Finansman faaliyetleri:</b>		
Alınan faizler (+)	19.896	35.846
Ödenen faizler (-)	(182.046)	(89.717)
Ödenen temettüleri (-)	(209.690)	(231.389)
Alınan temettüleri (+)	3.240	-
Vadeye kadar elde tutulacak finansal varlıklardaki artış (+) / (azalış) (-)	(56.647)	7.643
Banka kredilerindeki artış (+)	1.059.794	319.304
<b>Finansman faaliyetlerinden elde edilen net nakit</b>	<b>634.547</b>	<b>41.687</b>
<b>Faaliyetlerde kullanılan net nakit</b>	<b>(4.724)</b>	<b>(20.409)</b>
<b>1 Ocak itibariyle nakit ve nakit benzeri değerler</b>	<b>293.520</b>	<b>313.929</b>
<b>31 Aralık itibariyle nakit ve nakit benzeri değerler</b>	<b>288.796</b>	<b>293.520</b>

Kaynak: IMKB, (2008d)

Yukarıdaki metodun anlaşılması için aşağıdaki örneğin verilmesi yerinde olacaktır.

ABC İşletmesinin 31.12.XXXX tarihli bilançosu aşağıda gösterilmektedir.

Aktif	5.000.000	Pasif	5.000.000
Dön. Var.	4.000.000	Borç	3.500.000
Dur. Var.	1.000.000	Özkaynak	1.500.000

Buna göre işletmenin sermaye maliyeti aşağıda gösterilmektedir:

$$k = \left( \frac{E}{D + E} \right) k_e + \left( \frac{D}{D + E} \right) k_d (1 - t)$$

(1) formülüne göre

$k_e$  : Özkaynak Maliyeti

$k_d$  : %25

E : 1.500.000

D : 3.500.000

t : %30

Öz kaynak maliyetinin hesaplanması için de evvelce belirtilen formül aşağıda uygulanmaktadır:

$r_f$  : %15

$\beta_e$  : 1.5

Risk primi = %10

$k_e = \%15 + 1.5 \times \%10$

**$k_e = \%30$**

Bu durumda (1) formülünde değerler yerine konulunca aşağıdaki sonuca varılmaktadır.

$k = 1.500.000 / 5.000.000 \times \%30 + 3.500.000 / 5.000.000 \times \%25 \times (1 - \%30)$

$k = \%9 + \%12,25$

$k = \%21,25$

Sermaye maliyetinin bulunmasından sonra ilerleyen dönemlerdeki nakit akımlarının tahmin edilmesi gerekmektedir. Yapılan tahminlere göre aşağıdaki nakit akımlarına ulaşılmaktadır.



Yıl	1	2	3	4	5
Nakit Akımı	100.000	200.000	300.000	400.000	500.000

Bilindiği gibi bu nakit akımlarının yanında bir de uç değer belirlenmelidir. Bu değer bulunması için evvelce belirtilen Gordon Büyüme Modeli kullanılacaktır.

$$\text{Uç Değer} = \frac{A_t (1 + g)}{i - g}$$

$A_t$  : 500.000

$i$  : %21,25

$g$  : %10

Uç değer = 500.000 x (1+%10) / (%21,25-%10)

Uç değer = 4.888.888,9

Bu durumda nakit akımları aşağıdaki gibi olmaktadır.

Yıl	1	2	3	4	5
Nakit Akımı	100.000	200.000	300.000	400.000	500.000 + 4.888.888,9

Eğer yukarıdaki nakit akımlarını bugüne çekersek işletmenin değerini bulabiliriz.

$$\text{Bugünkü değer} = \frac{100.000}{(1+0.2125)^1} + \frac{200.000}{(1+0.2125)^2} + \frac{300.000}{(1+0.2125)^3} + \frac{400.000}{(1+0.2125)^4} + \frac{5.388.888}{(1+0.2125)^5}$$

Bugünkü değer = 2.628.198 olarak bulunmaktadır.

Fakat işletmeye bugün yapılacak yatırım tutarının örneğin 3.000.000 olması durumunda bu yatırıma girilmemelidir. Eğer yatırım tutarı belirtilen bugünkü değerden düşük ise o zaman bu yatırıma girilmesi düşünülebilir. Kısacası, işletmenin değeri kesinlikle 2.6 milyon YTL den düşük olmalıdır ki, yatırımcı bu işlemde kar edebilsin.

#### 2.4.2.1.2. Karlılık İndeksi

Yukarıda bahsedilen indirgenmiş nakit akımları yönteminden farklı olarak karlılık indeksi yönteminde yine nakit akımları bugüne indirgenmekte fakat bugüne indirgenen nakit akımları toplamı yatırım tutarına bölünmektedir. Bu analizde öncelikle hisse senedi için bir fiyat belirlenip bu fiyatla oluşan işletme değerinin test edilmesi

amaçlanmaktadır. Bu yönden yukarıdaki analizden farklılık göstermektedir. Bunun yapılabilmesi için hisse senedi birim fiyatı belirlendikten sonra oluşan değer halka arzdan sonra oluşacak hisse senedi miktarı ile çarpılıp işletme değeri bulunur.

Fayda maliyet oranı olarak da adlandırılan bu yöntem yukarıda da anlatıldığı gibi işletmenin nakit akımlarının bugünkü değeri ile işletmenin değeri arasında bir oran bulmaya yaramaktadır (Berk, 1990: 190).

Net bugünkü değer, sıfır olduğunda, nakit akımlarının bugünkü değeri yatırımın maliyetine eşittir. O yüzden, “sıfır” olan net bugünkü değer, karlılık indeksinin “bir” değerine karşılık gelir. Karlılık indeksi, birden küçük ise, yatırımın maliyeti nakit akımlarının bugünkü değerinin üzerindedir ve net bugünkü değer negatiftir. Eğer karlılık indeksi, birin üzerinde ise, net bugünkü değer pozitiftir (TSPAKB, 2007d: 40).

$$KI = \frac{\sum_{n=1}^T \frac{A_n}{(1+i)^n}}{A_0}$$

$A_n$ : n'inci yıldaki net nakit akımı,

T: Nakit akımları tahmininde kullanılan süre (yıl),

i: İskonto oranını ifade etmektedir.

Bir önceki bölümde verilen örnek için de karlılık indeksi hesaplandığında aşağıdaki durum bulunabilecektir. Eğer hisse senedi birim fiyatı 2 YTL olarak belirlenir ve halka arzdan sonra oluşacak hisse senedi miktarı olan 1.000.000 ile çarpılırsa işletmeye biçilen değer 2.000.000 YTL olarak ortaya çıkacaktır. Bu durumda da karlılık indeksi 1,314 olarak bulunmaktadır.

$$\text{Karlılık İndeksi} = \frac{2.628.198}{2.000.000} = 1,314 \text{ olarak bulunabilmektedir.}$$

Sektördeki karlılık indeksleri ile yapılan kıyaslamaya göre bu oranın düşük veya yüksek olup olmadığına karar verilebilecektir.

### 2.4.2.1.3. İç Verim Oranı

İç verim oranı, nakit akımlarının bugünkü değerini sıfıra eşitleyen iskonto oranıdır. Yani bir başka deyişle ilerleyen dönemlerde sağlanması düşünülen nakit akımlarını yatırım tutarına eşitleyen iskonto oranına verilen isimdir (Berk, 1990: 185). Fakat bu durumda yukarıdaki gibi bir yatırım tutarına ihtiyaç bulunmaktadır. Ayrıca bu hesaplamada herhangi bir iskonto oranından nakit akımlarının bugüne çekilmesi yerine nakit akımlarını bugünkü yatırım tutarına eşit hale getiren iskonto oranı hesap edilmektedir. Bu yöntem de ikinci yöntem gibi birim hisse senedi fiyatı üzerinden işletmenin değerini bulmayı ve ilerleyen dönemlerdeki nakit akımlarını bu değere eşitleyecek iskonto oranı üzerinden değerlendirme gerçekleştirmeyi amaçlamaktadır.

Eğer yukarıda başladığımız örneğe devam edersek, iç verim oranının bulunabilmesi için iskonto oranı üzerinde bazı denemelerde bulunmamız gerekecektir. Bu durumda:

İskonto oranı: %15 olduğunda

Yıl	1	2	3	4	5
Nakit Akımı	100.000	200.000	300.000	400.000	500.000 + 11.500.000

Uç değer = 500.000 x (1 + %10) / (%15 - %10)

Uç değer = 11.500.000 olacaktır

Bu durumda

$$\text{Bugünkü değer} = \frac{100.000}{(1+0.15)^1} + \frac{200.000}{(1+0.15)^2} + \frac{300.000}{(1+0.15)^3} + \frac{400.000}{(1+0.15)^4} + \frac{12.000.000}{(1+0.15)^5}$$

Bugünkü değer = 6.381.634 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Eğer işletme için oluşan değer tekrar 2.000.000 YTL olarak düşünülürse,

6.381.634 > 2.000.000 YTL olduğundan iskonto oranının küçültülüp tekrar denemesi gerekmektedir.

Bu durumda iskonto oranı %20 olduğunda;

Yıl	1	2	3	4	5
Nakit Akımı	100.000	200.000	300.000	400.000	500.000 + 5.500.000

Uç değer = 500.000 x (1 + %10) / (%20-%10)

Uç değer = 5.500.000 olacaktır

Bu durumda

$$\text{Bugünkü değer} = \frac{100.000}{(1+0.2)^1} + \frac{200.000}{(1+0.2)^2} + \frac{300.000}{(1+0.2)^3} + \frac{400.000}{(1+0.2)^4} + \frac{6.000.000}{(1+0.2)^5}$$

Bugünkü değer = 3.000.000 olarak karşımıza çıkmaktadır.

3.000.000 > 2.000.000 YTL olduğundan iskonto oranının küçültülüp tekrar denemesi gerekmektedir.

Bu durumda iskonto oranı %25 olduğunda;

Yıl	1	2	3	4	5
Nakit Akımı	100.000	200.000	300.000	400.000	500.000 + 3.666.667

Uç değer = 500.000 x (1 + %10) / (%25-%10)

Uç değer = 3.666.667 olacaktır

Bu durumda

$$\text{Bugünkü değer} = \frac{100.000}{(1+0.25)^1} + \frac{200.000}{(1+0.25)^2} + \frac{300.000}{(1+0.25)^3} + \frac{400.000}{(1+0.25)^4} + \frac{4.166.667}{(1+0.25)^5}$$

Bugünkü değer = 1.890.773 olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.890.773 < 2.000.000 YTL olduğundan iskonto oranının küçültülmesi gerekmektedir. Fakat bunun yerine basit bir enterpolasyon ile sonuca gidilmeye çalışılacaktır.

İskonto oranı: %20 için      Bugünkü değer = 3.000.000

İskonto oranı: %25 için      Bugünkü değer = 1.890.773 ise

İskonto oranı: %? için      Bugünkü değer = 2.000.000 dur.

Bu orantıdan iç verim oranını yansıtan iskonto oranı % 24,5 olarak bulunmaktadır. Bu durumda işletmenin 2.000.000 YTL olarak değerlendirilmesi durumunda getirisi yıllık %24.5 olacaktır. Tabii ki işletmeye önerilen tutar 2.000.000 YTL'nin üzerinde değerlendirildikçe yıllık getirisi gittikçe düşecektir. Bu durumda hisse senedi fiyatı belirlenirken bu hususa dikkat edilmelidir.

#### **2.4.2.2. Net Aktif Değeri Yöntemi**

Net Aktif Değer, en basit şekilde varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarı olarak tanımlanabilir. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlere, yapılan giderlerin çıkarılması ile net aktif değere ulaşılmaktadır. Diğer bir anlatımla, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunmaktadır (Başkent Üniversitesi, 2008a:7).

Net aktif değer yöntemi ile INA yöntemi arasındaki fark şirketin şerefîyesidir. Firmanın işleyen değerini (faaliyette bulunmasını) hesaba katmadığı için net aktif değer yöntemi, karlı firmalar için düşük değer tespitine neden olabilir. Ayrıca net aktif değer tespiti yapılırken bazı malların değerinin tespitinin çok güç olduğu 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 (Özkan, 1995: 10).

Bu yöntemin kullanılışı aşağıdaki formülde ifade edilmektedir (Başkent Üniversitesi, 2008a:7).

Net Aktif Değer = Aktiflerin piyasa değeri - Borçların piyasa değeri.

Bulunan sonuç hisse senedi sayısına bölüldüğünde bir hisse senedinin olması gereken fiyatı ortaya çıkmaktadır (Türüdü, 2001: 69). Görüldüğü gibi uygulaması kolay ve objektif bir yöntem olan net aktif değerlendirilmesi, hisse senetlerini halka arz etmemiş işletmeler için aktif veya pasif kalemlerinin piyasa değeri olarak kullanılabilir borsada değeri gibi objektif kriterlerin bulunmadığı durumlarda, subjektif bir yöntem haline dönüşebilir. Bu da farklı değerlendirme sonuçlarını beraberinde getirebilecektir (TSPAKB, 2007d: 42).

Bu yöntemi bir örnek ile anlatmak istersek, aşağıdaki bilanço üzerinden çalışabiliriz.

<b>Aktif</b>		<b>Pasif</b>	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>2.000.000</b>	<b>Kısa Vadeli Borçlar</b>	<b>1.500.000</b>
Nakit	200.000	Bankalar	800.000
Menkul kıymetler	150.000	Diğer Finansal Borçlar	100.000
Alacaklar	800.000	Piyasa Borçları	500.000
Stoklar	700.000	Diğer Borçlar	100.000
Diğer Dönen varlıklar	150.000		
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1.000.000</b>	<b>Uzun Vadeli Borçlar</b>	<b>500.000</b>
Gayrimenkuller	500.000	Bankalar	300.000
Makine parkı	150.000	Diğer Finansal Borçlar	190.000
Demirbaşlar	50.000	Piyasa Borçları	0
Lisans ve patentler	150.000	Diğer Borçlar	10.000
Diğer Duran Varlıklar	50.000	<b>İşletmenin değeri</b>	<b>??????</b>
<b>Toplam</b>	<b>3.000.000</b>	<b>Toplam</b>	<b>3.000.000</b>

Defter değerleri değil tamamen piyasa değerleri kullanılarak hazırlanan yukarıdaki bilançoda işletmenin aktif toplamı 3.000.000 YTL olarak gösterilmektedir. İşletmenin borçlarının piyasa değerlerinin de toplam 2.000.000 YTL olduğu görüldüğüne göre işletmenin değeri 1.000.000 YTL olarak ortaya çıkmaktadır. Fakat bu sonuca ulaşırken dikkat edilmesi gereken hususlar aşağıda belirtilmiştir:

- Nakit ve menkul kıymetler parasal büyüklükleri ifade ettiklerinden cari değerleri hesaba katılacaktır. Fakat yabancı para cinsinden nakit veya nakit benzerleri işletmenin değerlemesinin yapıldığı günün döviz kurundan YTL çevirimi yapılmalıdır.
- Alacakların piyasa değeri, tahsilatı şüpheli olan alacakların ayrılmasından sonra ortaya çıkmaktadır.
- Stokların da piyasa değeri de satılabilirlik özelliği kaybolmuş stokların hesaplama harici bırakılmasından sonra geriye kalan stokların satılabilirliklerine göre değerlendirilmesi gerçekleştirilmelidir.

- Duran varlıkların da bağımsız eksperlerce yapılacak değerlemelere göre piyasa değerleri belirlenmelidir.
- Borçların da piyasa değerleri de bankalara ve piyasaya olan cari borçların tutarları düşünülerek hesaplanmalıdır.
- Diğer kalemlerinin altında kalan tüm tutarlar da piyasa değerleri düşünülerek hesaba katılmalıdır.
- Bu hesaplamalar tamamlandıktan sonra aktif taraftakiler birbirine eklenmeli ve bulunacak tutardan toplam borçlar çıkartılmalıdır.

Her ne şekilde işletmenin değeri bulunursa bulunsun, ulaşılan meblağ var olan veya halka arz edildikten sonra ortaya çıkacak hisse senedi adedine bölünerek hisse senedi fiyatı bulunabilecektir. Bunun formülü evvelce belirtilmiştir.

## BÖLÜM 3: HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZINDA DÜŞÜK FİYATLAMA

Hisse senetlerinin nasıl değerlendirildiği evvelki bölümde anlatılmıştır. Belirtilen yöntemler normal şartlar altında hisse senetlerinin nasıl değerlendirildiğini göstermektedir. Fakat bunların yanında gerek halka arzın başarısını arttırmak gerekse de piyasada kısa zamanda bilinirliğe kavuşmak amacıyla hisse senetleri düşük bir fiyatlama ile halka arz edilebilmektedir. Düşük fiyatlama bu noktadan hareketle şu şekilde tanımlanabilmektedir (Ayaz, 2006: 11):

*“Halka ilk defa arz edilen hisselerin işlem görmeye başlamasından sonraki dönemde fiyatının, ihraç fiyatından daha yüksek seviyelere çıkması, başka bir deyişle pozitif bir başlangıç getirisi sağlamasıdır.”*

Düşük fiyatlama ile ilgili tanımlama verildikten sonra şimdi de halka arz edilen bir hisse senedi için geçerli düşük fiyatlama hipotezlerine değinilecektir.

### 3.1. Halka Arz Edilecek Bir Hisse Senedine Yönelik Düşük Fiyatlama Hipotezleri

Halka arz edilen bir senedin düşük fiyatlamasına yönelik bir çok hipotez bulunmaktadır. Aşağıda bu hipotezler hakkında genel bilgi verilmesi amaçlanmıştır (Ayaz, 2006: 11-18):

- **Asimetrik Bilgi Hipotezi:** Hisse senetlerinin halka ilk arzda düşük fiyatlandırılmasını açıklamaya yönelik hipotezlerden biri asimetrik bilgi hipotezi olarak karşımıza çıkmaktadır. Yapılan çeşitli çalışmalarda düşük fiyatlandırma asimetrik bilginin varlığına dayandırılmaktadır. Asimetrik bilgi, aracı kurumların sermaye pazarı konusunda hisse senedi ihraç eden firmalardan daha fazla bilgiye sahip olduklarını ifade etmektedir. Hisse senedi ihraç eden firma pazardaki belirsizlikler nedeniyle fiyat kararını aracı kuruma bırakır ve hisse senetlerinin daha düşük fiyatlandırılacağını kabul etmektedir. Böylece fiyatlama kararı veren aracı kurum, sahip olduğu bilgiye karşılık olarak düşük fiyatlama sayesinde riskten kaçınma imkanı bulmaktadır.



Asimetrik bilgi hipotezini açıklayan diğer bir modelde ise söz konusu durum hisse senedi ihraç eden firma ile aracı kurum arasında değil pazarda bulunan iki grup potansiyel yatırımcı arasında oluşmaktadır. Birinci grupta yer alan potansiyel yatırımcılar, halka ilk kez arz edilecek hisse senedinin arz fiyatının üstünde prim yapacağı beklentisi içinde olan bilgilendirilmiş kişilerden oluşmaktadır. İkinci grupta ise halka ilk kez arz edilen her yeni hisse senedini aralarında fark gözetmeksizin rastgele alan bilgilendirilmemiş yatırımcılar yer almaktadır. Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatı konusunda her zaman bazı belirsizlikler vardır. Bu nedenle hisse senedi ihraç eden firmalar ve aracı kurumlar, hisse senetlerini tüm yatırımcıları tatmin edecek bir fiyattan arz etmeye yönelirlerse, bilgilendirilmemiş yatırımcılar yüksek fiyatlandırılmış hisse senetlerinden büyük miktarlarda alım yapmaktan vazgeçebilirler. Buna göre bilgilendirilmemiş yatırımcıları pazarda tutabilmek için aracı kurumlar belirli bir miktar karı düşük fiyatlandırma yoluyla bilgilendirilmemiş yatırımcılara bırakabilmektedirler.

- **Monopson Güç Hipotezi:** Monopson, alıcının tek satıcının birden fazla olduğu bir piyasa düzenidir (Üstünel, 1994: 215). Bu konu hakkında ortaya konulan hipotez, düşük fiyatlamamanın hisse senedi arzına aracılık eden kurumun monopson gücünden kaynaklandığı savına dayanmaktadır. Aracı kurumlar kasıtlı olarak bu hisseleri düşük fiyatlamakta ve bunları kendi düzenli müşterilerine satmaktadırlar. Logue 1973 yılında yaptığı çalışmada bu hipotezi sınamış fakat sonuçlar hipotezi doğrulamamıştır.
- **Spekülatif Balon Hipotezi:** Halka ilk kez arz edilen hisse senedinden daha fazla talep ile karşılaşılması durumu sıcak ihraç olarak tanımlanmaktadır. Bunun nedeni sabit fiyatın tahsis etme kriterini yerine getirememesinden kaynaklanmaktadır. Birincil pazarda yeteri kadar hisse senedi satın alamayan yatırımcılar ikincil pazardan alım yapacaklardır. Herkes hisse senedi fiyatının yükseleceği beklentisine kapılırsa sonuç spekülatif balon olacaktır. Spekülatif balon hipotezi, hisse senedinin arz fiyatının gerçek ekonomik değeriyle uygun olduğunu, fakat piyasadaki spekülasyonun fiyatları gerçek değerinin üzerine çıkardığını ileri sürmektedir (Ünlü ve Ersoy, 2008:4). Bu varsayım göre ekonomideki genel gidişe uygun olarak fiyatların aşırı yükseldiği dönemlerde,

halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinden piyasanın etkisiyle fazla getiriler elde etmek mümkündür. Ancak halka ilk kez arz edildiğinde fiyatları şişerek pozitif fazla getiri elde edilen hisse senetlerinden belirli bir süre geçince balonun patlaması sonucu negatif getiriler elde edeceklerdir. Fakat bunu doğrulayan herhangi bir çalışma bulunmamıştır.

- **Örtülü Sigorta (Dava Önleme) Hipotezi:** Tınc 1988'de yaptığı çalışmada düşük fiyatlamanın, aracı kurumun itibarına ve yasal sorumluluklarına karşı bir tür sigorta görevi yaptığını savunmuş ve bu olguyu Amerikan piyasası için test etmiştir. ABD' de 1933' ten beri geçerli olan bir yasaya göre, aracı kurumlar ve hisse senetlerini arz eden işletmeler kamuoyuna her türlü bilgiyi yansıtmakla yükümlüdürler. Ayrıca aracı kurumlar hisse senedi arz eden işletmeler hakkında her türlü incelemeyi yapmak zorundadırlar. Yine aynı yasa, yatırımcının eksik bilgilendirme nedeniyle uğrayacağı zarardan aracı kurumu sorumlu tutarak, banka aleyhine tazminat davası açabileceğini hükme bağlamıştır. Bu gerçekten yola çıkarak, bu hipotezi test etmek için, ilki 1933 öncesi dönemdeki (1923-1930) 70 halka ilk arzı, diğeri ise 1933 sonrası dönemdeki (1966-1971) 134 halka ilk arzı incelenmiştir. Sonuçlar bu hipotezi destekler şekilde olup, 1933'den sonraki arzlarda, 1933'den önceki arzlara nazaran daha fazla bir oranda düşük fiyatlama yapıldığı bulunmuştur.

Lowry ve Shu (2002) ise, çalışmalarında düşük fiyatlamanın bu yasadan dolayı olmadığını, bu yasanın olmadığı birçok ülkede de düşük fiyatlamanın gerçekleştiğini belirtmiştir. Araştırmacılar ayrıca ileriki zamanlarda şu anki yasanın değişebileceği ve şirketlerin aracı kurumları halka açılırken çok fazla düşük fiyatlandırıldığı için dava açabileceklerini ve böylece aracı kurumların her iki şekilde de zor durumda kalacağını ileri sürmüşlerdir.

- **Sinyal Hipotezi:** Welch 1989 yılında yaptığı çalışmada, halka ilk arzlardaki düşük fiyatlamanın daha sonra yapılacak sermaye artırımlarında yüksek fiyattan satış yapabilmesi amacıyla yapıldığını ileri süren bir model ortaya koymuştur. Bu modele göre, ihraççı şirket değerini 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. Welch, çalışmasında halka ilk arz edilen şirketlerin yaklaşık üçte birinin izleyen birkaç yıl içinde yeniden halka arz yaptıklarını tespit etmiştir.

- **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” Welch tarafından 1992 yılında geliştirilmiştir. Modelde, yatırımcılar kendi bilgilerinin dışında diğer yatırımcıların alış ve satışlarından etkilendiği için, bilgiye sahip bir yatırımcı kendi bilgileri doğrultusunda halka ilk arzlarda hisseyi almaya karar vermişse dahi, talebin çok düşük olması durumunda, diğer yatırımcılardan etkilenerek hisseyi almaktan vazgeçebilir. Bunu engellemek isteyen ihraççı ilk potansiyel yatırımcıların hisselerini almalarını sağlamak için hisseyi düşük fiyattan satmak isteyebilir. İlk yatırımcılar hisseyi talep ettiğinde bir şelale etkisi yaratıp diğer yatırımcıların almalarını teşvik eder. Yapılan çalışmalar doğrultusunda, Welch’in bu modeli uygulamalı olarak denenmiş ve hipotez desteklenmiştir.
- **Aracı Kurumun Ünü ile Sinyalleme:** Booth ve Smith tarafından 1986 yılında yapılan bir çalışma ile ortaya atılmış olan bu modelde, aracı kurum bir hissenin satış fiyatının, şirketin gelecekteki potansiyel kazancına yönelik içerden öğrenilen bilgiyle tutarlılık gösterdiğini ileri sürmüşlerdir. Bilgi edinmiş yatırımcıların sermayeleri, kararsız kalınan halka ilk arzlara yönelmekte, bundan dolayı da bu şirketlerin düşük fiyatlandırılması ve ilk getirileri bu şirketlerde daha yüksek olmaktadır.
- **Riskten Sakınan Aracı Kurum Hipotezi:** Bu hipotez, aracı kurumların, ihraç maliyetlerini ve risklerini azaltmak amacıyla kasıtlı olarak yeni hisselerin fiyatlarını düşük belirlediklerini ileri sürmektedir. Ritter (1984), Chalk ve Peavy (1987) tarafından denenilen bu hipotez uygulamalı olarak desteklenmiştir.
- **İhraç Yönteminin Seçimine Göre Sinyalleme:** Ritter (1987), kontrat seçim kararının, diğer bir deyişle ihraç yöntemi kararının yatırımcılar arasındaki asimetric bilgi bakımından rolünü test etmiştir. Buna göre yapılan araştırmada,

1977-1982 dönemindeki 926 halka ilk arz incelenmiş, küçük ve spekülâtif şirketlerin en iyi gayret aracılığı yöntemini kullandıkları ve daha düşük fiyatlamaya sergiledikleri görülmüştür.

- **Kurumsal Zaman Kaybı Hipotezi:** Halka ilk defa 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 fiyatlamaya, aynı zamanda halka arzların ikincil piyasada uzun dönem performanslarının düşük olmasının nedeni de olabilmektedir.
- **Bilgi Edinme Hipotezi:** Benveniste ve Spindt (1989) ve Ritter (1991) tarafından tartışılan bu hipotezde, halka arza aracılık eden yatırım bankaları satış öncesinde düşük fiyatı açıklayarak sıradan yatırımcıların bilgilerinin açığa çıkmasını teşvik etmeye çalışırlar ve bilgiyi satış fiyatının belirlenmesinde kullanırlar. Yatırım bankalarının (halka aracılık eden şirketlerin) ilk fiyatı, sıradan yatırımcıların bilgilerini tam olarak öğrenmek ve bilgiyi diğerlerinden ayırabilmek için yeterince düşük fiyatlamaları gerekir. Bu durum talep toplama sırasında deklare edilen fiyatın, satış sırasında kısmen ayarlanacağı beklentisini yaratmaktadır. Bir başka ifadeyle prospektüste yer alan fiyatın yukarı doğru ayarlandığı halka ilk arzlarda diğerlerinden daha fazla düşük fiyatlandırma olması gerekmektedir.
- **Eksik Piyasa Hipotezi:** Düşük fiyatlamaya için bir diğer açıklama, halka arz esnasında yatırımcıların “Eksik Piyasa” için zararlarının karşılanması gerekliliğinden ortaya çıkmıştır. Bu durum özellikle yeni endüstrilerdeki şirketler için geçerli olmaktadır. Eğer halka arz piyasası ve geniş anlamdaki sermaye piyasası arasında bir ayırım söz konusu ise doğrudan halka arzdan hisse senedi satın alan yatırımcılar çeşitlendirme riskini taşırlar ve doğal olarak bu riske karşılık da bir prim talep edebilirler. Her ne kadar uluslararası çalışmalarda bu hipotezin istikrarlı olduğunu gösterecek kanıtlar ileri sürülmüş olsa da genelde halka arzlar üzerinde yapılan bilimsel çalışmalarda bu çeşit kanıtlar başka açıklamalar için de kullanılmaktadır.

Düşük fiyatlamaya ile ilgili hipotezlere değindikten sonra şimdi de “Halka İlk Kez Arz Edilmiş Olan Hisse Senetlerinin Fiyat Performansları”nın araştırıldığı çalışmalara göz atmakta fayda bulunmaktadır. Söz konusu husus bir çok çalışmada bundan önce araştırma konusu yapılmıştır. Bu çalışmalar, genellikle performansları iki zaman diliminde incelemektedir (Ayaz, 2006: 18):

- **Kısa dönemde fiyat performansları:** Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin kısa süreli fiyat performanslarını inceleyen çalışmalar genelde halka arz sonrası ortalama 3 – 6 aylık süreye kadar olan gelişmeleri incelemiştir. Nadir olarak ise 1 yıla kadar ki süreler de inceleme konusu olmuştur. Özellikle halka arz sonrası ilk işlem günü ile bunu takip eden birkaç gün ve hafta söz konusu çalışmalar da önemli bir bölümü oluşturmuştur
- **Uzun dönemde fiyat performansları:** Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarını inceleyen çalışmalar, kısa dönemli çalışmalara nazaran daha kısıtlı sayıda yapılmıştır. Uzun dönem kavramı, ülkeden ülkeye farklı süreler içerdiği söylenebilir. Uzun dönemde fiyat performansını inceleyen uluslararası çalışmalarda bu süre 3-5 yıla kadar çıksa da, genellikle uzun dönemle ifade edilmek istenen süre 3 yıldır. Yapılan çalışmalarda kullanılan yöntemler genellikle birbirleri ile benzerlik göstermektedirler.

Çalışmaların büyük bir bölümü kısa dönemde fiyat performanslarını araştırırken, ancak sınırlı sayıda çalışmada ise uzun dönemde fiyat performansları araştırma konusu yapılmıştır. Yapılan çalışmalarda özellikle ilk veya ilk birkaç günlük getirinin önemli görüldüğü anlaşılmaktadır. Buna göre, ilk işlem günü için artık getirilerin (ortalama üstünde normal olmayan getiri) yaklaşık %10 – 15 oranında elde edildiği tespit edilmiştir. Ortaya çıkan bu artık getiriler için genel olarak iki açıklayıcı durum ortaya konulabilmiştir (Ayaz, 2006: 19):

- Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatları düşük belirlenmiştir,
- Halka ilk kez arz edilmiş olan hisse senetlerinin halka açılma sonrası ilk zamanlarda pazarda oluşan fiyatları gerçek değerleri olarak oluşmamıştır.

Konu üzerinde çalışan araştırmacılara göre yukarıda belirtilenlerden birincisi, yani hisse senetlerinin düşük değerlenmiş olması olgusu, ikincisine oranla, yani piyasanın etkin olmaması olgusuna göre daha çok kabul görmektedir.

Yukarıdaki açıklamalardan hisse senetlerinin düşük fiyatlanıp fiyatlanmadığını anlamak için ilk gün getirilerine bakmanın doğru olacağını anlamaktayız. Bu sebeple, halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin o gün piyasada bulunan hisse senetlerinden anlamlı olarak fazla getiri sağlayıp sağlamadığı hisse senetlerinin fiyatlaması hakkında bize bilgi verebilecektir. İşte bu sebeple gelecek kısımda istatistiksel olarak bu durumun varlığı sınanacaktır.

### **3.2. Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Gün Getirilerinin Sınanması**

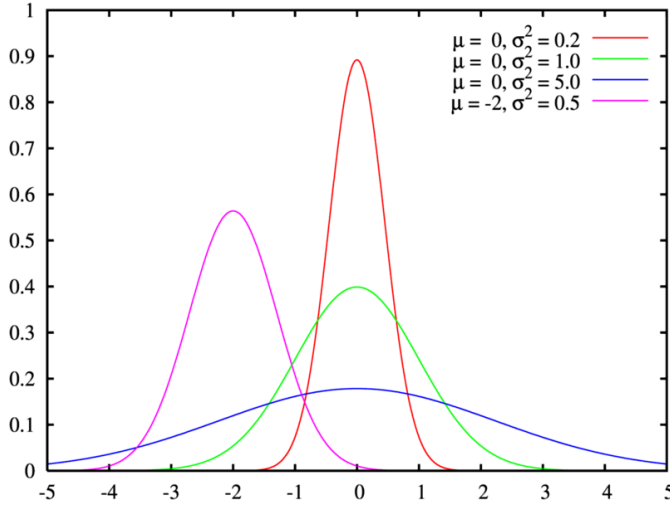
Yukarıda da belirtildiği gibi halka ilk olarak arz edilen hisse senetlerinin ilk günlük getirilerinin durumu hisse senetlerinin düşük fiyatlanıp fiyatlanmadığını göstermektedir. Literatürde her ne kadar ilk gün getirileri hakkında bir çok çalışma yapılmış olsa da bu getirilerin ilk günlük değişimlerinin Z testi yardımıyla endeksteki diğer senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak büyük olup olmadığı konusunda yapılmış bir çalışma bulunamamıştır.

Hem evvelce incelenmiş olan ilk gün getirisini Z test analizi ile bir ileri seviyeye getirmek hem de ülkemizde yapılan hisse senedi halka arzlarında düşük fiyatlama mantığı kullanılıp kullanılmadığını anlamak amacıyla bu araştırmaya ihtiyaç duyulmuştur.

Söz konusu araştırmamızda 2006 ve 2007 yılları içerisinde yapılan 15 ve 9 adet halka arz incelenecek ve bunların düşük fiyatlamaya konu olup olmadığı araştırılacaktır. Fakat bu analize geçmeden önce Z testi, bundan önce de normal dağılımdan hakkında bilgi vermek gerekmektedir.

Normal dağılım, aynı zamanda Gauss tipi dağılım olarak isimlendirilen birçok alanda pratik uygulaması olan çok önemli bir sürekli olasılık dağılım ailesinden biridir. Bu dağılım ailesinin her bir yesi sadece iki parametre ile tam olarak tanımlanabilir. Bunlar konum gösteren ortalama ( $\mu$  aritmetik ortalama) ve ölçek gösteren varyans ( $\sigma^2$  "değişkenlik") dır.

**Şekil 1. Örnek Normal Dağılım Grafiği**



Görüldüğü gibi normal dağılımda ortalama dağılım eksenini, varyans ise dağılım açıklığını göstermekte ve bir normal dağılım

$$\frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} \exp\left(-\frac{(x-\mu)^2}{2\sigma^2}\right) \rightarrow X \sim N(\mu, \sigma^2).$$

gösterimi ile formüle edilmektedir (Devore, 1995: 151).

Bu dağılımda yukarıda belirtilen formülü uygulamaktansa, bir Z değeri bulup bunun ilgili tabloda gösterilen karşılığını kullanabiliriz. Z değerinin hesaplanması için de aşağıdaki formül kullanılmaktadır. Burada  $\mu_0$  hesaplanmak istenen değeri;  $\mu$  popülasyonun aritmetik ortalamasını;  $\sigma$  ise standart sapmayı göstermektedir (Devore, 1995: 158).

$$Z = \frac{\mu_0 - \mu}{\sigma}$$

Z değerinin önemi hipotez testinde karşımıza çıkacaktır. Buna göre belli bir hisse senedinin halka arz edildiği gün elde edilen getiri olan  $\mu_0$  'ın o günkü hisse senetlerinin ortalama değer değişiminden ( $\mu$ ) anlamlı olarak fazla olduğunun testi için aşağıdaki hipotezler (doğruluğu bir araştırma ya da deney ile test edilmeye çalışılan öngörülere, denencelere verilen isim) kullanılacaktır.

**Ho hipotezi =  $\mu_0 > \mu$       Hesaplanan Z değeri >  $Z_\alpha$**

**Ha hipotezi =  $\mu_0 \leq \mu$       Hesaplanan Z değeri  $\leq Z_\alpha$**

Ho hipotezini test etmek için bir de hata payını belirlememiz gerekmektedir. Bunun için hata payını %5 olarak aldıktan sonra ve bu durumda  $\alpha$  değerimiz de 0.05 olmaktadır.  $Z_{0.05}$  değeri ise Z tablosundan 1.645 (Ek-1'de söz konusu değer işaretlenmiştir) olarak bulunmaktadır.

Yukarıda belirtilen bu hipotez testi 2006 ve 2007 yıllarında gerçekleştirilen her bir halka arza uygulanacaktır.

### **3.2.1. 2006 Yılında Gerçekleştirilen Halka Arzların Sınanması**

2006 yılı içerisinde aşağıda belirtilen hisse senetleri halka arz edilmişlerdir. Buna göre halka arz edilen hisse senetlerinin isimleri ile halka arz edildikleri tarihler aşağıda gösterilmektedir.

**Tablo 6. 2006 Yılı İçerisinde Gerçekleştirilen Halka Arzlar**

<b>Sıra No</b>	<b>Şirketin Ünvanı</b>	<b>Halka Arz Oranı (%)</b>	<b>Halka Arz Fiyatı (YTL)</b>	<b>Borsa'da İşlem Görme Tarihi</b>
<b>1</b>	Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	34,50	4,00	10.02.2006
<b>2</b>	Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	30,30	3,5	10.02.2006
<b>3</b>	Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.	31,50	3,20	21.04.2006
<b>4</b>	Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	20,01	5,35	26.04.2006
<b>5</b>	Asya Katılım Bankası A.Ş.	23,00	3,50	12.05.2006
<b>6</b>	Coca-Cola İçecek A.Ş.	23,18	7,25	12.05.2006
<b>7</b>	Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	50,00	1,05	26.05.2006
<b>8</b>	Metro Menkul Kıymetler Y.O.	90,00	1,05	02.06.2006
<b>9</b>	Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	98,63	1,08	02.06.2006
<b>10</b>	Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30,00	3,00	15.06.2006



Tablo 6.' nin devamıdır

11	Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	36,80	2,60	23.06.2006
12	Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	98,99	1,00	26.06.2006
13	Tacirler yatırım Ortaklığı A.Ş.	85,00	1,00	10.07.2006
14	Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30,96	4,36	20.10.2006
15	Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	51,00	1,00	08.12.2006

Yukarıda belirtilen halka arzların sırasıyla incelenmesine de aşağıda değinilecektir.

**Tablo 7. Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.**

Endeks	IMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	10-02-06
Hisse Senedi Adı	Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	RYSAS
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	21,00%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	0,67%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	3,22%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	290
Endeksteki maksimum artış	21,00%
Endeksteki maksimum azalış	-20,57%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Z $\alpha$ değeri	1,645
Z değeri	6,31841311
Ho kabul / red	Ho kabul

Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş. firmasının halka arz edildiği günü getirisi IMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.

**Tablo 8. Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.**

Endeks	IMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	10-02-06
Hisse Senedi Adı	Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	DGATE
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	-20,57%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	0,67%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	3,22%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	269
Endeksteki maksimum artış	21,00%
Endeksteki maksimum azalış	-20,57%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Za değeri	1,645
Z değeri	-6,604816754
$H_0$ kabul / red	$H_0$ red, $H_a$ kabul

Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş. firmasının halka arz edildiği günü getirisi IMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazla olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edememekteyiz.

**Tablo 9. Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.**

Endeks	IMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	21-04-06
Hisse Senedi Adı	Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	VESBE
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	0,00%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	1,09%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	2,24%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	290
Endeksteki maksimum artış	15,43%
Endeksteki maksimum azalış	-10,18%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Z $\alpha$ değeri	1,645
Z değeri	-0,486874136
$H_0$ kabul / red	$H_0$ red, $H_a$ kabul

Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş. firmasının halka arz edildiği günü getirisi IMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazla olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edememekteyiz.

**Tablo 10. Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.**

Endeks	IMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	26-04-06
Hisse Senedi Adı	Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	SELEC
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	21,50%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	-0,40%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	3,13%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	291
Endeksteki maksimum artış	21,50%
Endeksteki maksimum azalış	-8,62%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Za değeri	1,645
Z değeri	7,0011279
$H_0$ kabul / red	$H_0$ kabul

Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi IMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.

**Tablo 11. Asya Katılım Bankası A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	12-05-06
Hisse Senedi Adı	Asya Katılım Bankası A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	ASYAB
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	21,71%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	-3,19%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	3,04%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	292
Endeksteki maksimum artış	21,71%
Endeksteki maksimum azalış	-11,21%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Za değeri	1,645
Z değeri	8,203079307
$H_0$ kabul / red	$H_0$ kabul

Asya Katılım Bankası A.Ş.'nin halka arz edildiği günü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.

**Tablo 12. Coca-Cola İçecek A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	12-05-06
Hisse Senedi Adı	Coca-Cola İçecek A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	CCOLA
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	11,03%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	-3,19%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	3,04%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	292
Endeksteki maksimum artış	21,71%
Endeksteki maksimum azalış	-11,21%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Za değeri	1,645
Z değeri	4,685591142
$H_0$ kabul / red	$H_0$ kabul

Coca-Cola İçecek A.Ş. işletmesinin halka arz edildiği günkü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.

**Tablo 13. Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	26-05-06
Hisse Senedi Adı	Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı
Hisse Senedi Kodu	BSKYO
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	-0,95%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	3,66%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	2,97%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	295
Endeksteki maksimum artış	19,64%
Endeksteki maksimum azalış	-5,16%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Za değeri	1,645
Z değeri	-1,551745
$H_0$ kabul / red	$H_0$ red, $H_a$ kabul

Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı firmasının halka arz edildiği günkü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazla olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edememekteyiz.

**Tablo 14. Metro Menkul Kıymetler Y.O.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	2-06-06
Hisse Senedi Adı	Metro Menkul Kıymetler Y.O.
Hisse Senedi Kodu	METYO
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	15,24%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	1,56%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	2,77%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	296
Endeksteki maksimum artış	16,67%
Endeksteki maksimum azalış	-6,86%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Za değeri	1,645
Z değeri	4,9431285
$H_0$ kabul / red	$H_0$ kabul

Metro Menkul Kıymetler Y.O. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.



**Tablo 15. Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	2-06-06
Hisse Senedi Adı	Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	TKSYO
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	16,67%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	1,56%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	2,77%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	296
Endeksteki maksimum artış	16,67%
Endeksteki maksimum azalış	-6,86%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Z $\alpha$ değeri	1,645
Z değeri	5,4594611
$H_0$ kabul / red	$H_0$ kabul

Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.

**Tablo 16. Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.**

Endeks	IMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	15-06-06
Hisse Senedi Adı	Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	ARMDA
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	-22,33%
Endeksteeki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	2,62%
Endeksteeki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	3,50%
Endeksteeki Hisse Senedi Sayısı	296
Endeksteeki maksimum artış	17,50%
Endeksteeki maksimum azalış	-22,33%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteeki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Z $\alpha$ değeri	1,645
Z değeri	-7,118824
$H_0$ kabul / red	$H_0$ red, $H_a$ kabul

Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi IMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazla olmadığı ortaya çıkmıştır. Hatta o gün yaşanan en büyük düşüş bu hisse senedine aittir. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edememekteyiz.

**Tablo 17. Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.**

Endeks	IMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	23-06-06
Hisse Senedi Adı	Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	SILVR
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	-39,62%
Endeksteği Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	-4,11%
Endeksteği Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	3,64%
Endeksteği Hisse Senedi Sayısı	296
Endeksteği maksimum artış	5,71%
Endeksteği maksimum azalış	-39,62%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteği Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Z $\alpha$ değeri	1,645
Z değeri	-9,760843
$H_0$ kabul / red	$H_0$ red, $H_a$ kabul

Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi IMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazla olmadığı ortaya çıkmıştır. Hatta o gün yaşanan en büyük düşüş bu hisse senedine aittir. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edememekteyiz.

**Tablo 18. Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	26-06-06
Hisse Senedi Adı	Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	EURYO
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	2,73%
Endeksteeki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	-3,89%
Endeksteeki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	3,58%
Endeksteeki Hisse Senedi Sayısı	295
Endeksteeki maksimum artış	8,60%
Endeksteeki maksimum azalış	-14,36%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteeki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Za değeri	1,645
Z değeri	1,8508053
$H_0$ kabul / red	$H_0$ kabul

Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.

**Tablo 19. Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş.**

Endeks	IMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	10-07-06
Hisse Senedi Adı	Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	TCRYO
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	0,94%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	-0,02%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	2,57%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	297
Endeksteki maksimum artış	11,02%
Endeksteki maksimum azalış	-19,46%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Z $\alpha$ değeri	1,645
Z değeri	0,373183095
$H_0$ kabul / red	$H_0$ red, $H_a$ kabul

Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi IMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazla olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edememekteyiz.

**Tablo 20. Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	20-10-06
Hisse Senedi Adı	Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	KAREL
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	-1,83%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	0,28%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	2,44%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	297
Endeksteki maksimum artış	20,45%
Endeksteki maksimum azalış	-10,09%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Za değeri	1,645
Z değeri	-0,8686549
$H_0$ kabul / red	$H_0$ red, $H_a$ kabul

Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazla olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edememekteyiz.

**Tablo 21. Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	8-12-06
Hisse Senedi Adı	Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	MRBYO
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	-1,00%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	-0,36%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	1,90%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	297
Endeksteki maksimum artış	12,71%
Endeksteki maksimum azalış	-4,96%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Za değeri	1,645
Z değeri	-0,335406
$H_0$ kabul / red	$H_0$ red, $H_a$ kabul

Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazla olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edememekteyiz.

2006 yılı içerisinde gerçekleşen 15 adet halka arzdan 7 tanesinde hipotez doğrulanmış, 8 tanesinde ise hipotez reddedilmiştir. Bu aşamadan sonra da 2007 yılı içerisinde gerçekleşen halka arzlar incelenecektir.

### 3.2.2. 2007 Yılında Gerçekleştirilen Halka Arzların Sınanması

2007 yılı içerisinde aşağıda belirtilen hisse senetleri halka arz edilmişlerdir. Buna göre halka arz edilen hisse senetlerinin isimleri ile halka arz edildikleri tarihler aşağıda gösterilmektedir.

**Tablo 22. 2007 Yılı İçerisinde Gerçekleştirilen Halka Arzlar**

Sıra No	Şirketin Ünvanı	Halka Arz Oranı (%)	Halka Arz Fiyatı (YTL)	Borsa'da İşlem Görme Tarihi
1	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	18,40	8,55	23.02.2007
2	Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	50,00	1,10	02.03.2007
3	Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	99,99	1,10	04.05.2007
4	Merkez B Tipi Men.Kıy. Yat.Ort.	98,83	1,10	04.05.2007
5	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	24,98	8,00	10.05.2007
6	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hk.	29,73	2,80	18.05.2007
7	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	49,00	7,60	22.06.2007
8	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	20,57	4,10	29.06.2007
9	Tekfen Holding A.Ş.	34,50	5,70	23.11.2007

Yukarıda belirtilen halka arzların sırasıyla incelenmesine bir sonraki sayfadan itibaren başlanılacaktır.



**Tablo 23. TAV Havalimanları Holding A.Ş.**

Endeks	IMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	23-02-07
Hisse Senedi Adı	TAV Havalimanları Holding A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	TAVHL
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	20,47%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	-2,77%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	5,69%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	294
Endeksteki maksimum artış	32,56%
Endeksteki maksimum azalış	-16,84%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Z $\alpha$ değeri	1,645
Z değeri	4,080843865
$H_0$ kabul / red	$H_0$ kabul

TAV Havalimanları Holding A.Ş. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi IMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.

**Tablo 24. Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	2-03-07
Hisse Senedi Adı	Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	SAGYO
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	41,82%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	-1,17%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	4,74%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	296
Endeksteki maksimum artış	41,82%
Endeksteki maksimum azalış	-18,05%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Z $\alpha$ değeri	1,645
Z değeri	9,0712517
$H_0$ kabul / red	$H_0$ kabul

Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. firmasının halka arz edildiği günü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.

**Tablo 25. Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	4-05-07
Hisse Senedi Adı	Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	OYAYO
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	-3,64%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	0,55%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	2,56%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	297
Endeksteki maksimum artış	18,84%
Endeksteki maksimum azalış	-13,17%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Z $\alpha$ değeri	1,645
Z değeri	-1,63793
$H_0$ kabul / red	$H_0$ red, $H_a$ kabul

Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş. firmasının halka arz edildiği günü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazla olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edememekteyiz.

**Tablo 26. Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort.**

Endeks	IMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	4-05-07
Hisse Senedi Adı	Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort.
Hisse Senedi Kodu	MZBYO
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	-6,36%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	0,55%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	2,56%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	297
Endeksteki maksimum artış	18,84%
Endeksteki maksimum azalış	-13,17%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Za değeri	1,645
Z değeri	-2,70412
$H_0$ kabul / red	$H_0$ red, $H_a$ kabul

Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi IMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazla olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edememekteyiz.

**Tablo 27. Türkiye Halk Bankası A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	10-05-07
Hisse Senedi Adı	Türkiye Halk Bankası A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	HALKB
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	11,25%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	-0,07%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	2,67%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	297
Endeksteki maksimum artış	15,87%
Endeksteki maksimum azalış	-14,98%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Za değeri	1,645
Z değeri	4,2394371
$H_0$ kabul / red	$H_0$ kabul

Türkiye Halk Bankası A.Ş. bankasının halka arz edildiği günkü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.

**Tablo 28. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	18-05-07
Hisse Senedi Adı	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	ISMEN
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	14,29%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	0,55%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	2,15%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	299
Endeksteki maksimum artış	14,29%
Endeksteki maksimum azalış	-5,08%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Z $\alpha$ değeri	1,645
Z değeri	6,37182
$H_0$ kabul / red	$H_0$ kabul

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. işletmesinin halka arz edildiği günkü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.

**Tablo 29. Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	22-06-07
Hisse Senedi Adı	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	SNGYO
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	-1,97%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	-0,17%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	2,84%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	300
Endeksteki maksimum artış	15,60%
Endeksteki maksimum azalış	-28,30%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Z $\alpha$ değeri	1,645
Z değeri	-0,635763
$H_0$ kabul / red	$H_0$ red, $H_a$ kabul

Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazla olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edememekteyiz.

**Tablo 30. Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	29-06-07
Hisse Senedi Adı	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	ALBRK
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	20,98%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	0,74%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	4,49%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	301
Endeksteki maksimum artış	20,98%
Endeksteki maksimum azalış	-55,04%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Z $\alpha$ değeri	1,645
Z değeri	4,50435773
$H_0$ kabul / red	$H_0$ kabul

Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş. bankasının halka arz edildiği günü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.



**Tablo 31. Tekfen Holding A.Ş.**

Endeks	İMKB Ulusal Tüm
Halka Arz Tarihi	23-11-07
Hisse Senedi Adı	Tekfen Holding A.Ş.
Hisse Senedi Kodu	TKFEN
Hisse Senedinin Günlük Değişimi	5,26%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi	0,31%
Endeksteki Hisse Senetlerinin Değişiminin standart sapması	1,45%
Endeksteki Hisse Senedi Sayısı	298
Endeksteki maksimum artış	5,71%
Endeksteki maksimum azalış	-4,65%
$\mu_0$	Hisse Senedinin Günlük Değişimi
$\mu$	Endeksteki Hisse Senetlerinin Ortalama Fiyat Değişimi
$H_0$	$\mu_0 > \mu$
$H_a$	$\mu_0 \leq \mu$
A	5%
Za değeri	1,645
Z değeri	3,424636
$H_0$ kabul / red	$H_0$ kabul

Tekfen Holding A.Ş. firmasının halka arz edildiği günkü getirisi İMKB Ulusal Tüm Endeksinde bulunan tüm hisse senetlerinin ortalama getirisinden anlamlı olarak fazladır. Bu durumda söz konusu hisse senedinin düşük fiyatlandığını ifade edebiliriz.

2007 yılı içerisinde gerçekleştirilen 9 adet halka arzdan 6 adedinde hipotez doğrulanmış, 3 tanesinde ise hipotez reddedilmiştir.

2006 ve 2007 yılları içerisinde gerçekleştirilen toplam 24 adet halka arz içerisinde 13 hipotez doğrulanmış 11 hipotez ise reddedilmiştir. Bu sonuçlar halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin her zaman dūřuk fiyatlanmadığını hatta kimi zaman gereğinden fazla fiyatlandığını da gözler önüne sermiştir. 2006 ve 2007 yılları içerisinde gerçekleştirilen halka arzlardaki ilk gün getirisi ortalama % 4,17 olarak karşımıza çıkmıştır.

## SONUÇ

İşletmeler için günümüzde fon kaynakları artsa da içlerinden en az maliyetli olanını seçmek ve buna göre sermaye yapısı oluşturmaya çalışmak bu kurumlar için önemli hale gelmiştir. Bu sebeple halka açılarak sağlanacak sermaye bir çok işletmenin dikkatini çekmektedir. Fakat üzerinde herhangi bir faiz yükü olmasa da gerek temettü dağıtımını gerekse de halka ilk açılma sürecinde bazı maliyetlere katlanmak gerekmektedir. Bu maliyetlerden temettünün kar ettikçe dağıtılabilesinden ve halka ilk arz edilme sürecinde oluşacak maliyetlerin önceden bilinmesinden dolayı diğer fon maliyetlerine göre avantajlı olmaktadır.

Halka arz edilen şirket sadece düşük maliyetli bir fon bulmakla kalmayacak kendisini yerel ve global piyasada da tanıtma imkanına kavuşacaktır. Bu sebeple müşteri bulması ve değişik piyasalara ulaşma çabası olumlu sonuçlanabilecektir. Hatta halka arz edilerek sağlanan nakit dışında yurtdışı piyasalardan da fon kullanma imkanı doğabilecektir. Bu da bankalar karşısında pazarlık gücünü arttıracak ve bankaların uyguladığı faiz oranı ile komisyon miktarları azalacaktır.

Fakat yukarıdaki çıkarımların yanında işletme yönetimi için bazı olumsuzluklar da doğabilecektir. Bunun en önemli sonucu işletme yönetiminin kısmen kaybedilmesidir. Halka arzdaki genel kurullara katılmak isteyen bazı yeni ortaklar işletmenin yönetim sürecini olumsuz etkileyebilecektir. Bu da karar alma süresini ve kararların doğruluğunu olumsuz etkileyebilecektir.

Halka arz sadece bu konuya karar vermekle bitmemektedir. Bu karar sonrasında uygun bir danışman firma ile anlaşılmalı daha sonra da SPK ve İMKB ile gerekli yazışmalar ve faaliyetler gerçekleştirilmelidir. Bunun akabinde de halka arz edilecek hisse senedinin fiyatı belirlenmelidir. Bu fiyat belirlenirken kimi zaman bir fiyata doğru gidilebilir kimi zaman da bir fiyat belirlenip getirisi tartışılabilir.

Bu çalışmamızda işletmelerin hisse senetlerini halka arz etmeleri sürecinden ve bu süreçte nasıl bir fiyatlama yapmaları gerektiğinden bahsedilmiştir. Bu fiyatlama faaliyetleri için kullanılacak yöntemler ikiye ayrılmış ve seyrek kullanılanlar ile sıklıkla başvuru alanlar olarak sınıflandırılmışlardır. Buna göre Tasfiye Değeri Yöntemi, Yeniden Yapma Değeri Yöntemi, İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi, Emsal Değeri

Yöntemi, Ekspertiz Değeri Yöntemi ve Defter Değeri Yöntemi işletmelerin işletme değerlerinin belirlenmesi noktasında seyrek olarak kullandıkları yöntemler olarak gösterilmiştir. Bu yöntemler işletme değerinin hesaplanmasından sonra bulunacak tutarın halka arzdan sonra oluşacak hisse senedi sayısına bölünmesi ile hisse senedi fiyatına ulaşmayı amaçlamaktadırlar. Görüldüğü gibi burada işletme değerinin önce ortaya çıkartılması ve sonrasında hisse senedi fiyatının bulunması gerekmektedir.

Bunun dışında kalan ve işletmelerin değerlerini bulmada sıklıkla kullanılan yöntemler de temel olarak ikiye ayrılmaktadır. Bunlar nakit akımları ve net aktif değeridir. Nakit akımları da kendi içerisinde indirgenmiş nakit akımları, karlılık indeksi ve iç verim oranı yöntemi olarak üçe ayrılabilir. Bunlardan son ikisi temelde ilk yöntemdeki mantığı kullansa da yaklaşım açısından farklı bir görüntü vermektedirler. Ayrıca ilk yöntem direkt olarak bir işletme değeri bulup daha sonra hisse senedi fiyatı hesaplamasına giderken diğerleri bir hisse senedi fiyatından yola çıkıp işlemin getirisini hesap etmektedir. Bu hesabı yaparken, işletmenin içinde bulunduğu ekonomik ortam, sektör, coğrafi konum vb. faktörlerin de düşünülmesi gerekmektedir.

Nakit akımlarından farklı olarak kullanılabilir bir diğer yöntem de net aktif değer yöntemidir. Bu yöntem işletmenin varlıkları ve borçlarını piyasa değeri üzerinden hesaplayarak aslında doğru bir bakış açısı ortaya koymaktadır. Fakat bu yöntemde bir değerlendirilemeyen veya değerlendirilse de oldukça subjektif kalan bir husus vardır ki, işletmenin değerini yanlış hesaplamaya sebep olabilecektir. Bunun adı şerefiyedir. Örneğin işletmenin mevcut varlıkları ile borçları arasında ciddi bir fark bulunmasa da işletmenin içinde bulunduğu sektörde elde ettiği piyasa payı, çalışanların uyumu ve sadakati, ürün geliştirmedeki başarısı gibi faktörler işletmeyi görüldüğünde daha karlı hale getirebilecektir. Bu durumda söz konusu hususları dolaylı da olsa değerlendiren nakit akımları yöntemi daha uygun hale gelmektedir.

Görüldüğü gibi işletmeleri değerlendirmek için bir çok metod bulunmaktadır. Bunlar birbirleri ile birlikte kullanılabilir gibi (Özelleştirme Değer Tespit Komisyonu gibi) ayrı ayrı da kullanılabilirlerdir. Fakat bunların seçimi yapılırken işletmeyi bir bütün halinde ele almak en doğru yol olacaktır. Bunların seçimi için de konu hakkında uzmanlığı olan kişi veya kurumlardan faydalanmak yerinde olacaktır.

İlk iki bölümünden sonra değinilmiş olan halka arz edilen hisse senetlerinin düşük fiyatlanması konusu da literatürde bir çok araştırmada konu edilmiş bir durumdur. Buna göre halka arzın başarısını arttırmak amacıyla gerek aracı kurumun gerekse de işletme yönetiminin talebiyle hisse senetleri düşük fiyatla halka sunulabilmektedir. Bu durumu ortaya koyan çeşitli hipotezler çalışmanın içerisinde gösterilmiştir. Buradan genel bir sonuç çıkardığımızda hisse senetlerinin düşük fiyatlanması normal üzerinde getiriler sağlamalarına yol açmıştır. Söz konusu getiriler de özellikle ilk işlem gününde kendini göstermektedir. Buna göre, ilk işlem günü için artık getirilerin yaklaşık %10 – 15 oranında elde edildiği tespit edilmiştir. Ortaya çıkan bu artık getiriler için iki durum ortaya konulabilmektedir. Bunlar, halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatlarının düşük belirlenmiş olması veya halka ilk kez arz edilmiş olan hisse senetlerinin halka açılma sonrası ilk zamanlarda pazarda oluşan fiyatlarının gerçek değerlerini yansıtamamasıdır.

Konu üzerinde çalışan araştırmacılara göre yukarıda belirtilenlerden birincisi, yani hisse senetlerinin düşük değerlenmiş olması olgusu, ikincisine oranla, yani piyasanın etkin olmaması olgusuna göre daha çok kabul görmektedir. Bu varsayımla ile yola çıkarak ülkemiz hisse senetleri borsasında 2006 ve 2007 yılları içerisinde halka arz edilen toplam 24 adet hisse senedinin halka arz edildikleri ilk gün içinde IMKB Ulusal Tüm endeksinde bulunan ve bedelli ile bedelsiz sermaye artırımında bulunan hisse senetlerinin hesaplamadan çıkartılması ile kalan hisse senetleri dikkate alınarak hipotez testi yapılmaya çalışılmıştır. Buna göre halka arz edilen hisse senetlerinin getirilerinin endekste bulunan senetlerin ortalamasından anlamlı olarak fazla olup olmadığı test edilmiştir. Fakat yapılan hipotez testlerinden 13 tanesi kabul edilirken 11 tanesi reddedilmiştir. Bu da belirtilen hipotezin genele yayılmış bir doğruluğa sahip olmadığını ve hisse senetlerinin her zaman düşük fiyatlanmadığını göstermektedir.

Sonuç olarak, halka arz edilen hisse senetlerinin performansı işletmeler ve aracı kurumlar için önemlidir. Bu sebeple bir çok durumda düşük fiyatlama kullanılabilir. Fakat yapılan araştırmamızda görülmüştür ki, işletmelerin tamamı bu tarzda düşünmemekte ve yüksek fiyattan halka arz gerçekleştirip mümkün olan en büyük getiriyi elde etmeye çalışmaktadırlar.

## KAYNAKÇA

AKTUĞLU, Mehmet Ali (1986), *Denetleme ve Revizyon*, Barış, İzmir.

AKYÜZ, Müfit ve Nesrin Ertel (1990), *Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*, Dünya Yayınları, İstanbul.

AYAZ, Serkan, (2006), *Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları ve İMKB’de 1990 – 2004 Dönemine İlişkin Ampirik Bir Çalışma*, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Başkent Üniversitesi (2008a), “Şirket Değerleme Yöntemleri”,  
[www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazsirketdegerleme.ppt](http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazsirketdegerleme.ppt), 01.04.2008

Başkent Üniversitesi (2008b),  
<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/investendeksmodelleri.pdf>, 01.04.2008

BERK, Niyazi (1990), *Finansal Yönetim*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.

CANKATAR, Muhammet Ali “Uluslar Arası Değerleme Standartları 2 – Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları”,

[http://www.guvenmusavirlik.com/makaleler/haber\\_oku.php?haber\\_id=4](http://www.guvenmusavirlik.com/makaleler/haber_oku.php?haber_id=4),

30.03.2008

CFK Partners, (2008), “Halka Arz Nedir?”

<http://www.cfkalkaarz.com/view.asp?view=2> , 14.03.2008

COLANDER, David C. (1995), *Economics*, Irwin, ABD.

DALGEÇ, Ayşen, (1992), *İşletmelerde Firma Değerinin Saptanmasına Yönelik Yaklaşımlar*, Basılmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

DERMINE, Jean ve Youssef F.Bissada (2002), *Asset and Liability Management*, Prentice Hall, İngiltere.

DEVORE, John (1995), *Probability and Statistics for Engineering and the Sciences*, ITP, US.

DTM (Dış Ticaret Müsteşarlığı) (2008), “Değerleme Teorisine Genel Bakış”,

[ekutup.dpt.gov.tr/kit/yazicik/ozelles2.doc](http://ekutup.dpt.gov.tr/kit/yazicik/ozelles2.doc) , 01.04.2008

ECERKALE, Kubilay ve Ahmet Kovancı, (2005), “İnsan Kaynaklarında Dış Kaynak Kullanımı”, *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, Yıl 2, Sayı 2, Temmuz, s.69-75

EKİT, Ömer, (2002), *Türkiye’de 2000 Yılında Yapılan İlk Halka Arzlar: Amprik Bir Çalışma*, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi.

Ekodialog (2007), “Finansman Kaynakları”,

[http://www.ekodialog.com/finansal\\_eko/finansman\\_kaynaklari.html](http://www.ekodialog.com/finansal_eko/finansman_kaynaklari.html), 14.03.2008

ERCAN, Metin (2005), “Değer ve Entellektüel Sermaye”,

<http://w3.gazi.edu.tr/~mkercan/Deger-03122005.ppt> ,

01.04.2008

GÜNEŞ, İsmail (2008), “İşleyen Teşebbüs Değeri”,

<http://idari.cu.edu.tr/igunes/kit/konu3-5-3-11.htm> ,

01.04.2008

Hürriyet Emlak (2008), “Ekspertiz Raporu”,

[http://www.hurriyetemlak.com/real\\_estate/ekspertiz/degerleme.php?ekoekspertiz](http://www.hurriyetemlak.com/real_estate/ekspertiz/degerleme.php?ekoekspertiz),

01.04.2008

İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) (2008a), “Kaynak Sağlamada İMKB”,

<http://www.imkb.gov.tr/halkaarz/kaynak.zip>, 14.03.2008

İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) (2008b), “İMKB’ye kabul süreci”,

<http://www.imkb.gov.tr/halkaarz/bolum2.htm#kabul%20sureci> , 14.03.2008

İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) (2008c), “Halka Açılarak Borsa Şirketi Olmanın Faydaları”,

<http://www.imkb.gov.tr/halkaarz/bolum3.htm> , 14.03.2008

İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) (2008d), “Mali Tablolar”,

<http://www.imkb.gov.tr/halkaarz/bolum3.htm> , 01.04.2008

İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası), (2004), *Kotasyon Yönetmeliği*

KARATEPE, Yalçın (2008), “Capital Asset Pricing Model (CAPM)”,

<http://194.27.26.6/~karatepe/faspa/capm.pdf> ,

01.04.2008

KOÇEL, Tamer (2001), *İşletme Yöneticiliği*, Beta, İstanbul.

KONDAK, Nuray (1997), *Finansal Pazarlara Giriş Menkul Kıymet Pazarlarının Gelişimi Finansal Araçları ve Kurumları*, Der Yayınları, İstanbul.

KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray ve Ayşegül Alagöz (2008a), “Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme”

[http://www.tkyd.org/files/downloads/Halka\\_Arzlardan\\_Fiyat\\_Istikrari\\_Islemlerinin\\_Etkinligi.pdf](http://www.tkyd.org/files/downloads/Halka_Arzlardan_Fiyat_Istikrari_Islemlerinin_Etkinligi.pdf) ,

14.03.2008

KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray ve Ayşegül Alagöz (2008b), “İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi”,

<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisifixedvsbookturkce.pdf> ,

15.03.2008

ÖZDEMİR, Muharrem (1997), *Finansal Yönetim*, Gazi Yayınları, İstanbul.

ÖZKAN, Gürsel, “Değerleme Yöntemleri”, *Mali Hukuk*, Mayıs-Haziran, s.10-12.



PAGES, Henry (1999), *A Note On The Gordon Growth Modelwith Nonstationary Dividend Growth*, BIS (Bank of International Settlements), Switzerland.

SPK (Sermaye Piyasası Kurulu), (2007), *Yatırımcı Bilgilendirme Klavuzu*, SPK Yayınları, Ankara.

SPK, (Sermaye Piyasası Kurulu) (1998), *Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği*.

TANER, Berna ve Cenk Akkaya, “İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri Ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama”,

<http://www.eab.ege.edu.tr/pdf/3/C1-S1-2-M1.pdf> ,

30.03.2008

TEKİN, Abdullah, (1988), *Halka Açılma ve Türkiye’de Halka Açılmayı Etkileyen Faktörler*, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi.

TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği) (2007a), *Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları*, TSPAKB Yayınları, İstanbul.

TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği), (2007b), *Ulusal ve Uluslararası Piyasalar*, TSPAKB Yayınları, İstanbul.

TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği), (2007c), *Analiz Yöntemleri*, TSPAKB Yayınları, İstanbul.

TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği), (2007d), *Finansal Yönetim*, TSPAKB Yayınları, İstanbul.

Türkiye İç Denetim Enstitüsü (TİDE), “Şirket Değerleme Enstitüsü”,

<http://tide.org.tr/TIDEWEB/icsayfa.aspx?kod=330> , 30.03.2008

TÜRÜDÜ, Engin, (2001), *Ülkemizde İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması*, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi.

ÜNLÜ, Ulaş ve Ersan Ersoy, “İMKB’de İlk Defa Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları ve Bu Performansın Belirleyicileri”,

<http://www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/IMKBDEILKDEFA.pdf> ,

27.04. 2008

ÜSTÜNEL, Besim (1994), *Ekonominin Temelleri*, Offset, Ankara.

WHITE, John, Marvin Agee ve Kenneth Case (1989), *Principles of Engineering Economic Analysis*, John Wiley and Sons, New York.

YURDAKUL, Mustafa ve Yusuf Tansel İç (2003), “Türk Otomotiv Firmalarının Performans Ölçümü Ve Analizine Yönelik Topsıs Yöntemini Kullanan Bir Örnek Çalışma”, *Gazi Üniv. Müh. Mim. Fak. Der.*, Cilt 18, Sayı 1, s.2-12.

03.07.2005 tarihli ve 5398 sayılı Kanun ile değişik 24.11.1994 tarih ve 4046 sayılı *Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun*.

22.05.2003 tarih ve 4857 sayılı *İş Kanunu*.

28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı *SPK Kanunu*.

09.07.1956 tarih ve 6762 sayılı *Türk Ticaret Kanunu*.

## EKLER

**Ek-1:** Normal Dağılım Tablosu altındaki Olasılıklar (0'dan Küçük)

z	.00	.01	.02	.03	.04	.05	.06	.07	.08	.09
-4.0	0.00003	0.00003	0.00003	0.00003	0.00003	0.00003	0.00002	0.00002	0.00002	0.00002
-3.9	0.00005	0.00005	0.00004	0.00004	0.00004	0.00004	0.00004	0.00004	0.00003	0.00003
-3.8	0.00007	0.00007	0.00007	0.00006	0.00006	0.00006	0.00006	0.00005	0.00005	0.00005
-3.7	0.00011	0.00010	0.00010	0.00010	0.00009	0.00009	0.00008	0.00008	0.00008	0.00008
-3.6	0.00016	0.00015	0.00015	0.00014	0.00014	0.00013	0.00013	0.00012	0.00012	0.00011
-3.5	0.00023	0.00022	0.00022	0.00021	0.00020	0.00019	0.00019	0.00018	0.00017	0.00017
-3.4	0.00034	0.00032	0.00031	0.00030	0.00029	0.00028	0.00027	0.00026	0.00025	0.00024
-3.3	0.00048	0.00047	0.00045	0.00043	0.00042	0.00040	0.00039	0.00038	0.00036	0.00035
-3.2	0.00069	0.00066	0.00064	0.00062	0.00060	0.00058	0.00056	0.00054	0.00052	0.00050
-3.1	0.00097	0.00094	0.00090	0.00087	0.00084	0.00082	0.00079	0.00076	0.00074	0.00071
-3.0	0.00135	0.00131	0.00126	0.00122	0.00118	0.00114	0.00111	0.00107	0.00103	0.00100
-2.9	0.00187	0.00181	0.00175	0.00169	0.00164	0.00159	0.00154	0.00149	0.00144	0.00139
-2.8	0.00256	0.00248	0.00240	0.00233	0.00226	0.00219	0.00212	0.00205	0.00199	0.00193
-2.7	0.00347	0.00336	0.00326	0.00317	0.00307	0.00298	0.00289	0.00280	0.00272	0.00264
-2.6	0.00466	0.00453	0.00440	0.00427	0.00415	0.00402	0.00391	0.00379	0.00368	0.00357
-2.5	0.00621	0.00604	0.00587	0.00570	0.00554	0.00539	0.00523	0.00508	0.00494	0.00480
-2.4	0.00820	0.00798	0.00776	0.00755	0.00734	0.00714	0.00695	0.00676	0.00657	0.00639
-2.3	0.01072	0.01044	0.01017	0.00990	0.00964	0.00939	0.00914	0.00889	0.00866	0.00842
-2.2	0.01390	0.01355	0.01321	0.01287	0.01255	0.01222	0.01191	0.01160	0.01130	0.01101
-2.1	0.01786	0.01743	0.01700	0.01659	0.01618	0.01578	0.01539	0.01500	0.01463	0.01426
-2.0	0.02275	0.02222	0.02169	0.02118	0.02067	0.02018	0.01970	0.01923	0.01876	0.01831
-1.9	0.02872	0.02807	0.02743	0.02680	0.02619	0.02559	0.02500	0.02442	0.02385	0.02330
-1.8	0.03593	0.03515	0.03438	0.03362	0.03288	0.03216	0.03144	0.03074	0.03005	0.02938
-1.7	0.04456	0.04363	0.04272	0.04181	0.04093	0.04006	0.03920	0.03836	0.03754	0.03673
<b>-1.6</b>	0.05480	0.05370	0.05262	0.05155	<b>0.05050</b>	<b>0.04947</b>	0.04846	0.04746	0.04648	0.04551
-1.5	0.06681	0.06552	0.06425	0.06301	0.06178	0.06057	0.05938	0.05821	0.05705	0.05592
-1.4	0.08076	0.07927	0.07780	0.07636	0.07493	0.07353	0.07214	0.07078	0.06944	0.06811
-1.3	0.09680	0.09510	0.09342	0.09176	0.09012	0.08851	0.08691	0.08534	0.08379	0.08226
-1.2	0.11507	0.11314	0.11123	0.10935	0.10749	0.10565	0.10383	0.10204	0.10027	0.09852
-1.1	0.13566	0.13350	0.13136	0.12924	0.12714	0.12507	0.12302	0.12100	0.11900	0.11702
-1.0	0.15865	0.15625	0.15386	0.15150	0.14917	0.14686	0.14457	0.14231	0.14007	0.13786
-0.9	0.18406	0.18141	0.17878	0.17618	0.17361	0.17105	0.16853	0.16602	0.16354	0.16109
-0.8	0.21185	0.20897	0.20611	0.20327	0.20045	0.19766	0.19489	0.19215	0.18943	0.18673
-0.7	0.24196	0.23885	0.23576	0.23269	0.22965	0.22663	0.22363	0.22065	0.21769	0.21476
-0.6	0.27425	0.27093	0.26763	0.26434	0.26108	0.25784	0.25462	0.25143	0.24825	0.24509
-0.5	0.30853	0.30502	0.30153	0.29805	0.29460	0.29116	0.28774	0.28434	0.28095	0.27759
-0.4	0.34457	0.34090	0.33724	0.33359	0.32997	0.32635	0.32276	0.31917	0.31561	0.31206
-0.3	0.38209	0.37828	0.37448	0.37070	0.36692	0.36317	0.35942	0.35569	0.35197	0.34826
-0.2	0.42074	0.41683	0.41293	0.40904	0.40516	0.40129	0.39743	0.39358	0.38974	0.38590
-0.1	0.46017	0.45620	0.45224	0.44828	0.44433	0.44038	0.43644	0.43250	0.42857	0.42465
-0.0	0.50000	0.49601	0.49202	0.48803	0.48404	0.48006	0.47607	0.47209	0.46811	0.46414

## ÖZGEÇMİŞ

Faruk Bilgiç, 1983 yılının Temmuz ayında İstanbul' da doğdu. İlk öğrenimini 1994 yılında Albay Niyazi Esen İlköğretim Okulu'nda, orta ve lise öğrenimini ise 2000 yılında Kartal Anadolu İ.H.L.' de tamamladı. 2001 yılında Sakarya Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme bölümünde başlamış olduğu lisans eğitimini 2005 yılında bitirdi ve ardından aynı yıl Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Finansman bölümünde yüksek lisans eğitimine başladı.