

T.C.  
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İLK HALKA SUNUMLARDA PAY SENETLERİNİN KISA  
DÖNEM PERFORMANSI VE İMKB'DE BİR UYGULAMA  
(1996–2006)

YÜKSEK LİSANS TEZİ

NİMET ÇAKIR

ANABİLİM DALI : İŞLETME  
PROGRAMI : MUHASEBE FİNANSMAN

KOCAELİ - 2007

T.C.  
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İLK HALKA SUNUMLARDA PAY SENETLERİNİN KISA  
DÖNEM PERFORMANSI VE İMKB'DE BİR UYGULAMA  
(1996–2006)

YÜKSEK LİSANS TEZİ

NİMET ÇAKIR

ANABİLİM DALI : İŞLETME  
PROGRAMI : MUHASEBE FİNANSMAN

DANIŞMAN: Yrd.Doç.Dr. HAKAN KAPUCU

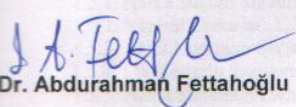
KOCAELİ - 2007

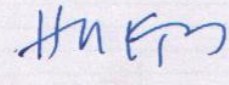
T.C.  
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

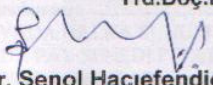
İLK HALKA SUNUMLARDA PAY SENETLERİNİN KISA  
DÖNEM PERFORMANSI VE İMKB'DE BİR UYGULAMA  
(1996-2006)

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tezi Hazırlayan : Nimet Çakır  
Tezin kabul Edildiği Enstitü Kurulu Tarih ve No :

  
Prof. Dr. Abdurahman Fettahoğlu

  
Yrd. Doç. Dr. Hakan Kapucu

  
Yrd. Doç. Dr. Şenol Haciefendioğlu

KOCAELİ - 2007

## İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	I
ÖZET .....	VII
ABSTRACT .....	VIII
KISALTMALAR.....	IX
TABLO LİSTESİ.....	X
GİRİŞ .....	1
I. BÖLÜM: TEMEL KAVRAMLAR .....	5
1.1. HALKA SUNUM KAVRAMI.....	5
1.2. HALKA SUNUMUN ÖNEMİ .....	8
1.2.1.Halka Sunumun Nedenleri .....	9
1.2.2. Halka Sunumda Karşılaşılan Sorunlar.....	12
1.2.2.1. Sermaye Piyasasının Yapısından Kaynaklanan Sorunlar.....	12
1.2.2.2. İşletmelerden Kaynaklanan Sorunlar .....	13
1.3.HALKA SUNUMUN TARAFLARI .....	15
1.3.1. Sermaye Piyasası Kurulu .....	15
1.3.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.....	16
1.3.3. Aracı Kurumlar.....	17
1.3.4. Halka Sunulan Anonim Ortaklık.....	18
1.3.5. Bağımsız Denetim Kuruluşları.....	19
1.3.6. Yatırımcılar .....	20
1.4. HALKA SUNUM ŞEKİLLERİ.....	21
1.4.1. Kuruluştaki Halka Sunum .....	21
1.4.2. Kuruluktan Sonra Halka Sunum .....	22
1.4.2.1. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Sunum .....	22
1.4.2.1.1. Kayıtlı Sermaye Sistemine Tabi İşletmelerde Sermaye Artırımı.....	23
Yoluyla Halka Sunum.....	23
1.4.2.1.2. Esas sermaye Sistemine Tabi İşletmelerde Sermaye Artırımı	
Yoluyla.....	24
Halka Sunum .....	24
1.4.2.2. Ortaklara Ait Mevcut Payların Halka Sunumu .....	24
1.4.3. İşletmelerin Bölünme Birleşme ve Devir Yoluyla Halka Sunumu .....	25
1.5. HALKA SUNUM SÜRECİ.....	26
1.5.1. Halka Sunum Süreci .....	28
1.5.2. Yapısal Unsurlar .....	30
1.5.3. Aracı Kurumun Seçimi .....	30
1.5.4. Maliyetlerin Saptanması .....	33
1.5.5. Halka Sunumun Zamanlaması .....	34
1.6.TÜRKİYE’DE VE DÜNYADA HALKA SUNUM OLGUSU .....	35
II. BÖLÜM: HALKA SUNUMDA PAY SENEDİ FİYATLAMASI.....	37
2.1. HALKA SUNUMDA FİYAT TANIMLARI.....	37
2.2. PAY SENETLERİNİN FİYATLARINI ETKİLEYEN ETMENLER .....	37
2.2.1. İşletme Dışı Unsurlar .....	38
2.2.1.1. Enflasyon .....	38
2.2.1.2. Faiz Oranları .....	39
2.2.1.3. Para Sunumu .....	40
2.2.1.4. Alternatif Piyasalar.....	41
2.2.1.5. Özelleştirme .....	42
2.2.1.6. Vergi .....	42

2.2.1.7. Mevsimsel Konjonktür .....	43
2.2.1.8. Piyasa Psikolojisi.....	46
2.2.1.9. Yabancı Borsalar ve Sermaye Hareketleri Etkileri .....	48
2.2.1.10. Spekülasyon ve Manipülasyon.....	50
2.2.1.11. Bütçe Açığı .....	51
2.2.2. İşletme İçi Etmenler.....	52
2.2.2.1. Kâr Dağıtım Politikaları .....	52
2.2.2.2. Sermaye Artırım Kararları .....	53
2.2.2.3. Finansal Yapı .....	55
2.3. İLK HALKA SUNUM FİYATININ BELİRLENMESİ.....	55
2.3.1. Piyasa Araştırması .....	56
2.3.2. Sektör Analizi.....	57
2.3.3. İşletme Analizi .....	58
2.4. PAY SENEDİ FİYATINI SAPTAMA YÖNTEMLERİ .....	60
2.4.1.İndirgenmiş Nakit Akımları (Net Bugünkü Değer) Yöntemi .....	62
2.4.2. Arbitraj Fiyatlama Modeli .....	68
2.4.3. Nakit Akımlarından İşletme Değerinin Hesaplanması .....	68
2.4.4. Kârpayı Verimi Yöntemi .....	71
2.4.5. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi .....	75
2.4.5. Piyasa Değeri /Defter Değeri Oranı Yöntemi .....	78
2.4.6. Fiyat/Nakit Akım Oranı Yöntemi.....	79
2.4.7. Ekonomik katma Değer Yöntemi (EVA) .....	80
2.5. DÜŞÜK FİYATLAMA OLGUSU .....	82
2.5.1. Düşük Fiyatlamaya Yönelik Hipotezler ve Çalışmalar .....	83
2.5.1.1. Asimetrik Bilgi Hipotezi.....	84
2.5.1.2. Örtülü Sigorta Hipotezi .....	84
2.5.1.3. Monopson Güç Hipotezi.....	85
2.5.1.4. Sinyal Hipotezi.....	85
2.5.1.5. Spekülatif Balon Hipotezi.....	86
2.5.1.6. Riske Karşı Olan Aracı Kurum Hipotezi.....	86
2.5.1.7. Likidite Piriimi Hipotezi.....	87
2.5.1.8. Kurumsal Zaman Kaybı Hipotezi .....	87
2.5.1.9. Seçilen Halka Sunum Yöntemi ile İlgili Hipotezi.....	87
2.5.2. Düşük Fiyatlandırmayı Etkileyen Etmenler.....	88
2.5.2.1. Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemler.....	88
2.5.2.2. Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Yöntemler .....	90
2.5.2.3. Türkiye’de Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Mevzuat ve.....	91
Uygulamalar .....	91
2.6. HALKA SUNUMDA SATIŞ YÖNTEMLERİ .....	94
2.6.1. Türkiye’de Kullanılan Halka Sunum Satış Yöntemleri.....	95
2.6.2. Halka Sunum Satış Yöntemlerinde Düşük Fiyatlama Karşılaştırılması....	97
III. BÖLÜM: 1996 – 2006 DÖNEMİNDE İMKB’DE HALKA İLK KEZ .....	102
SUNULAN PAY SENETLERİNİN KISA DÖNEM FİYAT.....	102
PERFORMANSLARI.....	102
3.1. YAZIN İNCELEMESİ.....	102
3.1.1. Gelişmiş Piyasalarda Yapılmış Çalışmalar .....	102
3.1.2. Gelişmekte olan Piyasalarda Yapılmış Çalışmalar.....	104
3.1.3. Türkiye’de Yapılmış Çalışmalar .....	106
3.2. İMKB’DE HALKA İLK KEZ SUNULAN PAY SENETLERİNİN KISA..	108

DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARININ ARAŞTIRILMASI.....	108
3.2.1. Araştırmanın Amacı.....	108
3.2.2. Araştırmanın Varsayımları.....	108
3.2.3. Araştırmanın Sınırları .....	109
3.2.4. Araştırmanın Yöntemi .....	110
3.2.4.1. Verilerin Hazırlanması .....	110
3.2.4.2. Verilerin Analizi.....	113
3.2.5. Araştırmanın Bulguları .....	116
3.2.6. Değerlendirme .....	125
SONUÇ .....	128
KAYNAKÇA .....	131
EKLER .....	142

## ÖZET

Sermaye piyasalarının devamlılığı ve istikrarı açısından, halka açık işletmelerin pay senetlerinin alınıp satıldığı piyasaların güven içinde çalışması oldukça önemlidir. Tasarruflarını bu piyasada değerlendiren yatırımcıların beklentisi, işletmelerden aldıkları kâr payı ve payların değer kazanmasından sağlayacakları kazançtır. İkincil piyasa olarak adlandırılan piyasalardaki başarı, yatırımcıları sermaye piyasalarında yatırım yapmaya yöneltecek ve tasarrufların tabana yayılması amacı da bu yönde gerçekleşecektir. İkincil piyasalardaki başarı, ilk halka sunumlarda sağlanacak başarıya bağlıdır.

Halka sunum, işletmelerin orta ve uzun vadeli finansman gereksinimlerini karşılama yollarından biridir. İşletmelerin halka sunum yoluyla finansman sağlaması, ancak uygun zamanda doğru fiyatlama ile mümkün olabilir. Düşük fiyatlandırılan pay senetleri yatırımcıların ilgisini çekerken, düşük fiyatlandırmanın yüksek oranda olması işletmenin potansiyel kazancında kayba neden olabilecektir. Yüksek fiyatlandırılan pay senetleri ise yatırımcılarını zarara uğrattırırken, işletmelere kazanç getirecektir.

Özellikle sınırların kalktığı ve sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştiği, uluslararası yatırımların ülkeler için büyük önem arz ettiği günümüzde, ilk halka sunumlarda fiyat ne kadar doğru tespit edilebilirse, hisse senedinin ikincil piyasadaki başarısı da o kadar yüksek ve istikrarlı olacaktır. Kısacası piyasalardaki güvenin ve hisse performansının ilk ayağını birincil halka sunumlar, halka sunumların da en önemli kısmını pay senedinin değerlendirilme aşaması oluşturmaktadır.

Bu çalışmada, Türkiye’de 1996–2006 yılları arasında ilk kez halka sunulan pay senetlerinde düşük fiyatlama olgusunun varlığı, bu pay senetlerinin kısa dönemde fiyat performansı ve bu performansın belirleyicileri araştırılmıştır.

## **ABSTRACT**

For the continuity and stability of capital markets, it is very important for the markets, where shares of public companies are traded, to operate in trust. The expectation of the investors investing their savings in this market is the profit made by dividends and value increase of shares. The success in these so called secondary markets will urge the investors to invest in capital markets and distribute the savings to the base. The success in secondary markets is dependent on the success of first public offerings.

Public offering is one of the ways to meet middle and long term financing needs of enterprises. This can only be achieved by correct pricing at the right time. Low pricing attracts the investors attention, however it may cause a loss in the potential revenue of the enterprise. On the other hand, high priced shares can cause a loss for the investor, and profit the enterprise.

In our time, the borders have disappeared, capital movements got completely free, and international investments carry a lot of importance for countries. Thus, the accuracy of the price in the first public offering will contribute to the success and stability of the share in the secondary markets. In short, first public offerings form the first step of the trust and share performance in the markets, and the evaluation stage of shares form the most important part of public offerings.

In this study, the existence of low pricing fact in the shares offered to public first time between 1996-2006 in Turkey, price performance of these shares in short term and determinants of this performance were researched.



## KISALTMALAR

IPO:	(Initial Public Offerings) İlk Halka Sunum
SPO:	(Secondary Public Offering) İkincil Halka Sunum
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKa:	Sermaye Piyasası Kanunu
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
TTK:	Türk Ticaret Kanunu
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
İNAA:	İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
F/K:	Fiyat Kazanç Oranı
İNA:	İndirgenmiş Nakit Akımı
CAMP:	(Capital Asset Pricing Model) Menkul Varlık Fiyatlama Modeli
APM:	(Arbitrage Pricing Model) Arbitraj Fiyatlama Modeli
GSMH:	Gayri Safi Milli Hasıla
PD/DD:	Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı
F/NA:	Fiyat Nakit Akımı Oranı
SEC:	(Securities and Exchange Commission) Menkul Kıymetler ve Döviz Komisyonu

## TABLO LİSTESİ

Tablo 1: İşletmelerin Halka Açılmada Özkaynağı Güçlendirmenin Dışındaki Beklentileri .....	10
Tablo 2: Örnek Zaman çizelgesi.....	27
Tablo 3: İşletmelerin Halka Sonuma Karar Vermesi ve Halka Sunumun Gerçekleşmesi Arasında Bekledikleri Süre .....	28
Tablo 4: İşletmelerin Aracı Kurumlarda Aradığı Özellikler.....	31
Tablo 5: Türkiye’de 1990–2006 Yılları Arasında Halka Sunulan İşletmeler .....	35
Tablo 6: Çeşitli Dönemlerde İşletmelere İlişkin Bazı Göstergeler .....	60
Tablo 7: Türkiye’de 1993-2006 Yılları Arasında Kullanılan Halka Sunum Satış Yöntemleri.....	96
Tablo 8: 1995–2004 Yılları Avrupa Halka Sunu Satış Yöntemleri.....	99
Tablo 9: 1995–2004 Avrupa Halka Sunumlarının Satış Yöntemlerine Göre Getirileri .....	100
Tablo 10: Gelişmiş Piyasalarda Halka İlk Kez Sunulan Pay Senetlerinin Fiyat Performansları.....	104
Tablo 11: Gelişmekte Olan Piyasalarda Halka İlk Kez Sunulan Pay Senetlerinin Fiyat Performansları.....	106
Tablo 12: Türkiye’de Halka İlk Kez Sunulan Pay Senetlerinin Fiyat Performansları .....	108
Tablo 13: Halka Sunum Sayısı, Halka Sunum Oranı, Şekli ve Hasılatı.....	110
Tablo 14 : Sektörlere Göre İlk gün Anormal Getirileri .....	118
Tablo 15 : Düşük/Yüksek Fiyatlama ve Kısa Dönem Performans Tablosu .....	121
Tablo 16: Korelasyon Sonuçları .....	124
Tablo 17: 1996 -2006 Yılları Arasındaki Düşük Fiyatlamayı İnceleyen Regresyon Sonuçları.....	124

## GİRİŞ

Toplumların ekonomik kalkınmasını sanayileşme, sanayileşmenin temelini de sermaye piyasaları oluşturmaktadır Sermaye piyasalarının 21. yüzyıldaki gelişiminin başlangıcı sanayi devrimine dayanmaktadır. 18. ve 19. yüzyıllarda Batı'da başlayan sanayileşme hareketi, bir çok alanda olduğu gibi işletmelerde de önemli uygulama ve anlayış değişimlerine yol açmış, seri üretim ve hızlı büyüme yeni kaynak arayışlarını gündeme getirmiştir. Bu nedenle, işletmeler, yeni ve daha büyük yatırımlar için daha fazla fona gereksinim duymaya başlamışlardır. Artan fon gereksinimini karşılamakta bankaların yetersiz kalması, işletmeleri elinde fon fazlası olan birikim sahiplerine yöneltmiştir. Bunun sonucunda orta ve uzun vadeli fon araçları olan menkul kıymetler piyasası ortaya çıkmış ve anonim ortaklıklar kurulmaya başlamıştır. Yatırımların büyük kârlar getirmesi sermaye birikiminin artmasına yol açmış, artan birikim de fon gereksinimi duyulan yeni yatırımlara aktarılmaya başlanmıştır. Fon gereksinimi duyanlarla, fon fazlası olanların arasındaki bu alışveriş sermaye piyasalarının kurulmasına yol açmıştır. Bu gelişmelere koşut olarak menkul değerlerin alınıp satıldığı borsalar da gelişme sürecine girmiş, bu da ikincil piyasaların oluşumuyla sermaye piyasalarının gelişiminin hızlanmasına katkıda bulunmuştur.

21. yüzyılın başlarında bütün gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasasının varlığından söz etmek olanaklıdır. Buna karşın, az gelişmiş ülkelerde ise, sermaye piyasaları ya hiç kurulmamış ya da kurumsallaşamamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarının hızlanması, finansal kaynakların arttırılmasının yanı sıra, birikimlerin yatırımlara yönlendirilmesi ve sermaye piyasasının işlerlik kazanması ile olanaklıdır. Sermaye piyasalarının gelişmişliği ise, piyasalara yapılan halka sunumların fazla olması ile ölçülmektedir.

Devletler, işletmeleri halka açılmaya özendirilmektedirler. İşletmeler ise büyümek, gelişmek ve küreselleşen dünyada rakipleri ile rekabet edebilmek için fona gereksinim duymaktadırlar. İşletmeler fon ihtiyaçlarını, yabancı kaynaklardan(borç) ya da özkaynaktan(ortaklardan sermaye yoluyla ya da faaliyetler sonucu kazanç yoluyla) sağlarlar. Yabancı kaynaktan fon elde etmenin maliyeti faiz iken, özkaynak için katlanılması gereken maliyet kâr payı ödemeleridir. Özkaynak yoluyla fonlama

yani pay senedi ihraç ederek toplanacak fonların maliyeti, borçlanmadan daha ucuz ise, işletmeler halka sunum yolunu tercih edecektir.

İşletmeler, halka sunum ile fon sağlamanın yanı sıra şu yararları da elde etmektedirler: Kurumsal kimlik kazanma, profesyonel yönetim anlayışının yerleşik hale gelmesi, uluslararası sermaye piyasalarında daha düşük maliyetle borçlanma, şeffaflık sayesinde olası stratejik ortaklıkların daha kolay oluşturulabilmesi, vergi oranlarının düşmesi, sermaye artışı durumunda uzun vadeli ve ucuz finansman sağlanması, ortak satış durumunda ortaklara likidite sağlanması, gelecekte de rahat ve ucuz finansman yolunun açılması, işletmenin piyasa değerinin belli olması.

Halka sunum, işletmelere çeşitli yararlar sağlarken, sermaye piyasasından ve işletmenin kendisinden kaynaklanan sorunlar nedeniyle istenilen düzeyde gerçekleşmemektedir. Sermaye piyasasının gelişmemişliği, piyasanın istem yönü, bürokratik işlemlerin fazlalığı ve kamuyu aydınlatmanın yetersizliği, sermaye piyasasından kaynaklanan sorunlar olarak görülmektedir. İşletmenin kendisinden kaynaklanan sorunlar ise; işletme sahiplerinin halka sunuma olumsuz yaklaşımları, yöneticilerin görev ve sorumluluklarının artması, kanuni yükümlülüklerin artması şeklinde sıralanabilir.

İşletmelerin pay senetlerinin halka sunumuna ve borsada işlem görmesine karar vermesinden sonra, ilk işlem gününe kadar önünde uzun bir süreç vardır. Bu süreçte yapılması gerekenler; ortak unsurlar, yapısal değişiklikler, ekip oluşturulması, maliyetlerin saptanması, ihracın zamanlanması ve ihraç fiyatı olarak sıralanabilir. Halka sunum kararı veren bir işletme için en zor süreç, işletmenin değerinin ve pay senetlerinin halka sunum fiyatının belirlenmesidir.

Halka sunulan pay senetlerinin fiyatlandırılmasında ve bölüşümünde öncelikle üç unsur rol oynamaktadır: Bunlardan ilki, ihraççı işletmedir. İhraççı işletme genelde işletmenin nakit akımlarını ençoklayacak en yüksek fiyattan pay senetlerini satmak ister. İkincisi, yatırımcılardır. Yatırımcıların temel beklentisi, kısa sürede yüksek kazanç sağlayan düşük fiyatlanmış pay senetlerine yatırım yapabilmektir. Üçüncü unsur ise, aracı kurumlardır. İhraççı işletme ile yatırımcılar arasında aracılık rolünü üstlenen bu kurumlar bir ikilem yaşamaktadır. Halka sunumu yüklenen veya sunuma aracılık eden bir aracı kurum, halka sunum fiyatını düşük belirlediğinde, ikincil piyasada pay senetlerinin işlem görmesiyle pay fiyatlarında bir

yükselme olacak ve bu durum ihraççı işletmenin potansiyel kazancını kayba dönüştürecektir. İstenmeyen sonuç ise, aracı kurumun sonraki halka sunumlarda diğer ihraççı işletmeler tarafından tercih edilmemesi olacaktır. Diğer yandan, aracı kurumun halka sunum fiyatını yüksek belirlediği durumlarda, öncelikle yatırımcılar yeni payları almaktan kaçınacak, bu da düşük komisyon gelirine ve ihraç sonrası gereksiz fiyat istikrarı çabasına neden olacaktır. Yüksek fiyatlandırmanın diğer bir sonucu da, ikincil piyasalarda pay senedinin işlem görmesiyle fiyatta fark edilebilir bir düşüşün pay senedi alan yatırımcılarda parasal kayba sebep olmasıdır. Burada amaç, hem yatırımcıyı hem de ihraççı işletmeyi memnun etmek olduğuna göre halka sunumda belirlenen fiyatın önemi çok büyüktür.

Türkiye’de sermaye piyasalarının gelişimi Batı’ya göre oldukça geç başlamıştır. Sermaye Piyasası Kanunu 1981 yılında yürürlüğe girmesine rağmen, borsanın işleyişi 1986 yılında başlamış ve 1990 yılından sonra hız kazanmıştır.

Bu çalışmanın amacı, uluslararası piyasalarda birçok araştırmaya konu olmuş halka ilk kez sunulan pay senetlerinde düşük fiyatlama olgusunun, 1996 – 2006 yılları arasında İMKB’ de var olup olmadığını belirlemek ve düşük fiyatlamayı etkileyen etmenleri ortaya koymaktır.

Çalışma, 1996-2006 yılları arasında halka ilk kez sunulan pay senetlerini kapsamaktadır. Dolayısıyla çalışma, araştırmaya karar verilen tarih olan 2006’dan geriye doğru 10 yıllık süre içinde halka ilk kez sunulan pay senetleri ile sınırlandırılmıştır. Bu sürede halka ilk kez sunulan 126 işletmenin pay senetlerinin kısa dönem performansları, borsada işlem görmeye başladıkları günden itibaren yirmibir işlem günü sonuna kadar incelenmiştir. Çalışmada kullanılan veriler İMKB’nin CD veri seti ve internet alanından ([www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)) elde edilmiştir. Elde edilen verilerle araştırma kapsamındaki pay senetlerinin ilk gün ham getirileri hesaplanmış, ardından gerçek getirilerin hesaplanması için piyasa getirisinden arındırılmıştır. Bunun için endeks getirileri hesaplanmıştır. Endeks getirilerinin hesaplanmasında İMKB Ulusal 100 endeksinin ikinci seans kapanış değeri dikkate alınmıştır. Ham getiriden piyasa getirisinin çıkarılmasıyla anormal (düzeltilmiş) getiri elde edilmiştir.

Araştırma kapsamındaki pay senetlerinin ilk gün performanslarını etkileyen etmenlerin test edilmesi için korelasyon ve regresyon analizi yapılmıştır. Düşük

fiyatlandırmayı pay senetlerinin gelecekteki fiyat performansının belirsizliğiyle açıklayan kuramlar dikkate alınmış ve pay senedinin fiyat performansının belirsizliğini doğrudan ölçmek olanaklı olmadığından belirlenen değişkenler yardımıyla çoklu regresyon uygulaması yapılmıştır.

Çalışma giriş ve sonuç bölümü hariç, üç kısımdan oluşmaktadır: Birinci bölümde halka sunum kavramı, nedenleri, önemi ve halka sunumda karşılaşılan sorunların yanı sıra, halka sunum şekilleri, tarafları ve halka sunum süreci de anlatılmıştır.

İkinci bölümde, pay senedi fiyat tanımları, fiyatı etkileyen işletme içi ve işletme dışı etmenler, pay senedi fiyat değerlendirme ile düşük fiyatlamayı açıklayıcı kavramlar üzerinde durulmuş ve düşük fiyatlamayı açıklamaya yönelik hipotezler ele alınmıştır.

Çalışmanın son bölümünde, iki aşamalı uygulama yapılmıştır. İlk aşamada, 1996 – 2006 yılları arasında İMKB’de halka ilk kez sunulan 126 işletme için pay senetlerinde düşük fiyatlama olgusu senelik ve sektörel olarak test edilerek pay senetlerinin kısa dönem performansları incelenmiştir. Uygulamanın ikinci aşamasında ise, düşük fiyatlamayı etkileyen etmenleri ortaya çıkarmak amacıyla modelde kullanılacak değişkenler belirlenmiş ve çoklu regresyon ile korelasyon analizi yapılmıştır.

## I. BÖLÜM: TEMEL KAVRAMLAR

### 1.1. HALKA SUNUM KAVRAMI

İşletmeler kurulurken ve faaliyetlerini sürdürürken finansmana gereksinim duyarlar. Finansman gereksinimi borçlanmayla karşılanıyorsa yabancı kaynaktan, ortaklardan sermaye yoluyla ya da faaliyetlerinden elde edilen kârdan sağlanıyorsa iç kaynaktan finansman anlamına gelmektedir. “İşletmeler ister iç kaynaktan ister dış kaynaktan finansman kullansın her iki durumda da bir maliyete katlanmak zorundadır. Bu maliyet, yabancı kaynaklarda faiz maliyeti iken, özkaynakta ise ödenmesi gereken ve ortaklar tarafından belli bir düzeyde beklenen kârpayı gelirdir. İşletme yönetimi hangi kaynak ucuza geliyorsa, o kaynaktan faydalanma yoluna gidecektir<sup>1</sup>”.

İşletmelerin halka açılma kararının ardında yatan temel unsur, finansal yapılarını güçlendirme arzusudur. Büyümenin varolan özkaynaklar ya da borçlanma ile daha fazla sürdürülmediği durumlarda halka sunumun planlaması kaçınılmazdır<sup>2</sup>.

Halka sunum, işletmelerin finansman gereksinimlerini karşılamak için kullandıkları yaygın finansman yöntemlerinden biridir. Halkın, bir anonim işletme kurulurken kurucu veya ortak olmaya, sermaye artırımında rüçhan haklarını kullanmaya veya kullanılmayan rüçhan haklarını satın almaya davet edilmesi, pay senetlerine ilk defa borsada pazar açılması halka sunum anlamı taşımaktadır<sup>3</sup>.

Halka sunum, SPKa’da ise şu şekilde tanımlanmaktadır<sup>4</sup>;

- “Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması,
- Halkın bir anonim ortaklığa katılma veya kurucu olması yönünde davet edilmesi,

<sup>1</sup> H.Menemencioğlu ve O.Taş, “İMKB’de Halka Sunulan Pay Senetlerinde Düşük Fiyatlandırma”, **Marmara Üni. B. ve S. Ens. Geleneksel Finans Sempozyumu**, 2004, s.1.

<sup>2</sup> G. Küçükkoçaoğlu, A. Alagöz, “Halka Arzlarda Fiyat Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme”**Muhasebe Bilim Dünyası (MÖDAV)**, Cilt:8, Sayı:2, Haziran 2006.

<sup>3</sup> Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2004, s. 432.

<sup>4</sup> Selami ŞENGÜL, **Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2002. s.

- Pay senetlerinin borsalar veya örgütlenmiş diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi,
- Halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırım nedeniyle paylarının veya pay senetlerinin satışlarıdır.”

Bu tanımda halka sunum kavramı, tüm sermaye piyasası araçları için kullanılmaktadır. Ancak bu çalışmanın konusu işletmelerin pay senetlerinin ilk kez halka sunumu (IPO) ile sınırlandırılmıştır. SPKa’ya göre halka açık ortaklıklar; pay senetleri halka sunmuş veya halka sunulmuş sayılan işletmelerdir. Paylarını halka sunmamış işletmeler de *kapalı işletme* olarak adlandırılır<sup>5</sup>. İşletmelerin halka açılmaları sadece kendi iradeleriyle olmamaktadır. Pay sahibi sayısının 250’den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit olunan anonim ortaklıkların pay senetleri halka sunulmuş sayılır ve bu işletmeler halka açık anonim ortaklık hükmüne tabi olurlar<sup>6</sup>. Bunun dışında az ortaklı halka kapalı işletmeler, var olan paydaşların paylarını yeni ortaklara satışı ile halka açık hale getirebilecekleri gibi, genelde 5-10 ortakla kurulan halka kapalı aile işletmeleri, zamanla veraset yoluyla payların parçalanması ya da bazı ortakların paylarını parça parça üçüncü şahıslara satmaları sonucunda, ortak sayısı SPK’ca belirlenen pay sahibi sayısını aşarak halka açık hale gelebilirler. Bu nedenle halka açık anonim ortaklık tanımı; pay senetleri halka sunulmuş olan veya halka sunulmuş sayılan anonim ortaklık şeklinde tanımlanabilir<sup>7</sup>.

İşletmelerin pay senetlerinin halka sunumu, sermaye artırım yöntemi ve ortakların kendi paylarını satmaları olarak iki şekilde söz konusu olmaktadır. Sermaye artırım yoluyla pay senetlerinin halka sunulmasına, ilk halka sunum adı verilmektedir. Diğer bir yöntem, mevcut ortakların kendi paylarını temsil eden pay senetlerini satmak yoluyla gerçekleştirilen halka sunumlardır. Bu tür halka sunumlara Anglosakson sisteminde, ikincil halka sunum (SPO) adı verilmektedir.

İşletmeler pay senetlerini, birincil ve ikincil piyasalarda halka sunabilirler. Birincil piyasa, ihraç<sup>8</sup> edilen pay senetleri ve tahvillerin ilk işlem gördüğü piyasadır. Birincil piyasadaki işlemlerle halka sunum sonucu toplanan fonlar, ihracı

<sup>5</sup> 2499 Sayılı SPK, Madde: 3/g, (Ek: 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ile) Halka Açık Anonim Ortaklık: R.G. Tarihi: 30.07.1981, R.G. No: 17416.

<sup>6</sup> 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, madde 11/2 .

<sup>7</sup> 2499 Sayılı SPK md.3/b.c, 29.04.1992 tarih 3794 Sayılı Kanun

<sup>8</sup> İhraç; Sermaye piyasası araçlarının, anonim ortaklıklar tarafından halka sunulması veya halka sunulmaksızın satışlarıdır.



gerçekleştiren işletme kasasına doğrudan girmekte, bu da tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlamaktadır<sup>9</sup>. Birincil piyasada işletme ihtiyacı olan fonu, dolaylı ya da doğrudan çıkarım olarak sağlarlar.

Doğrudan çıkarım, işletmelerin halka sunacakları pay senetlerini, aracılardan hizmetlerinden yararlanmadan yapabilmesidir. Bu çıkarımda çok sayıda yatırımcıya satış hedeflenebileceği gibi sınırlı sayıda yatırımcıya da satış yapılabilir. Türkiye’de doğrudan çıkarım, genellikle işletmelerin kuruluş aşamasında değil, halka açılması durumunda kullanılmaktadır. Doğrudan çıkarımın, giderlerden tasarruf sağlama gibi önemli bir üstünlüğünün yanında, satış süresinin uzaması ve acil fon gereksiniminin karşılanamaması gibi sakıncaları da vardır<sup>10</sup>.

Dolaylı çıkarımda işletmeler, halka sunumda karşılaşılabilecekleri riskleri azaltmak ve bürokratik işlemlerde yardım almak amacıyla aracı kurum kullanabilirler. Aracı kurumun hizmetinden yararlanma, dolaşıma çıkarılmak istenen pay senetlerinin bir komisyon karşılığında yatırımcılara dağıtılmasını isteme şeklinde olabileceği gibi, dolaşıma çıkarılan pay senetlerinin satış ve dağıtım garantisini isteme şeklinde de olabilir. Dolaylı çıkarım halka sunumda işletmeler, aracı kurumla yaptığı sözleşmeye bağlı olarak; en iyi gayret aracılığı ile payların en iyi şekilde pazarlanabilmesini, bakiyeyi yüklenim ile de satılmama riskini ortadan kaldırarak yarar elde ederken, aracı kurumlara bu hizmetlerinden dolayı ödedikleri komisyon ve pay senedinin fiyatının düşük belirlenmesi, gelir kaybına neden olmaktadır. Bu da dolaylı çıkarımın sakıncasını oluşturmaktadır<sup>11</sup>.

İkincil piyasalar, önceden halka sunulmuş pay senetlerinin el değiştirdiği piyasalardır. Bu piyasalarda halka sunum işlemi gerçekleştirebilmek için pay senetlerinin önce birincil piyasada halka sunulması gerekir.

İşletmelerin finansal gereksinimlerini karşılayabilmek amacıyla dış kaynak kullanımı ve bunun yollarından biri olan halka sunumun gerçekleştirildiği organize yapıların geçmişi M.Ö. 180 yılına kadar uzanmaktadır. Çağdaş anlamda organize yapılara ise 15. yy’dan itibaren rastlanmaktadır. “İlk menkul kıymetler borsası 1460’ta Antwert’te kurulmuştur. Bu borsa bugünkü anlamda sabit faizli menkul

---

<sup>9</sup> Menemencioğlu, a.g.e., s. 4.

<sup>10</sup> Ali Ceylan, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi, Bursa, 2001, s. 393-394.

<sup>11</sup> Ceylan, a.g.e., s. 395.

kıymetlerin ihraç ve değişimine aracılık yapmıştır. 16. yy'ın içinde ve daha sonraları Avrupa'nın çeşitli ülkelerinde borsalar kurulmuştur. İlk pay senedi ihracı Hollanda Doğu Hindistan işletmesi tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu pay senetleri Amsterdam Emtia Borsası'nın yan odalarında işlem görmüştür. Böylece yatırımcılar faiz geliri yanında ilk defa kâr payıyla tanışmışlardır<sup>12</sup>.

## 1.2. HALKA SUNUMUN ÖNEMİ

Halka sunum işletmeler açısından finansman kaynağı işlevini görürken, toplumsal açıdan da sermaye birikiminin sağlanması, mülkiyetin tabana yayılması ve kaynakların etkin kullanılması için ekonomik bir amaç olmaktadır. İşletmeler halka sunum kararını verirken, halka sunumun sağladığı faydalar ile maliyet ve sakıncaları karşılaştırmalıdır. Ülkeden ülkeye değişmekle beraber işletmeleri halka sunuma yönlendiren özendirici etmenler vardır.

Halka sunumun önemi ve yararları şöyle sıralanabilir<sup>13</sup>:

- Üretim araçlarının mülkiyeti tabana yayılabilir. Böylelikle küçük birikimcilerin toplumdaki gelir ve servet dağılımından pay almaları sağlanabilir.
- Sosyal güvenlik kurumları, emeklilik fonları ve sigorta işletmeleri de yatırım yapabilirler. Dolayısıyla bu kuruluşların fonları daha etkin bir biçimde kullanılmış olur.
- Yabancı yatırımcıların da yatırım yapması sonucu yerli yatırımcılar, yabancılarla işbirliğine giderek hem bilgilerini artırabilir hem de uluslararası piyasalara açılabilirler. Yabancı yatırımcıların kendi anlayış ve tekniklerini getirmelerinin yanı sıra önemli bir katkısı da dolaylı yoldan gerçekleşmektedir; yatırım yapan yabancılar o ülkedeki her türlü gelişmeyi izlemeye çalışır. Bu da ülke tanıtımına ve uluslararası işbirliklerinin artmasına katkıda bulunur.

<sup>12</sup> Ufuk Başoğlu ve diğerleri, **Finans Teori Kurum Uygulama**, Ekin Kitabevi, Bursa: 2001, s. 54.

<sup>13</sup> Erdem Sağlam 32-33/ Engin Türüdü, **Ülkemizde İlk Kez Halka Sunulan Pay Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi SBE, Ankara 2001, s. 16-17.

- Ülke kaynaklarının verimli bir şekilde kullanılmasına katkıda bulunur. Verimsiz alanlarda faaliyet gösteren ortaklıkların halka açılmaları zor olacağından bu sayede ülkedeki kaynaklar en iyi şekilde değerlendirilecek alanlarda kullanılacaktır.

### 1.2.1.Halka Sunumun Nedenleri

Halka sunumun ülkelere ekonomik ve toplumsal katkıları nedeniyle devletler bu konuda özendirici önlemler almaktadırlar. Örneğin Türkiye’de halka açılan işletmelere çeşitli vergi ayrıcalıkları tanınmaktadır. Yanı sıra, halka açılan işletmeler için tahvil ve diğer menkulleri daha fazla miktarda sunma olanakları da sağlanmaktadır. İşletmeler özkaynaklarını güçlendirmenin yanında bu yararlıardan da yararlanabilmek amacıyla halka sunum yöntemini tercih edebilmektedirler. Araştırmalara göre işletmelerin halka sunumdan belli başlı beklentileri; kurumsallaşma, işletme pay senetlerine likidite kazandırma, itibar, kredibilite olarak ortaya çıkmaktadır. Pay senetleri İMKB’de işlem gören işletmeler üzerinde yapılan araştırmada<sup>14</sup> işletmelerin halka sunumdan beklentileri, bir başka deyişle halka sunumu yeğlemelerinin, özkaynağı güçlendirmenin dışında ilk sırada gelen nedeninin, kurumsallaşma olduğu saptanmıştır. Tablo 1’de görüldüğü gibi, araştırmaya göre işletmeler;

- Özkaynağı güçlendirme,
- Kurumsallaşma,
- Vergi istisnalarından yararlanma,
- Yaygın tanınma ve prestij,
- İşletme pay senetlerine likidite kazandırma,
- Modern yönetim

beklentileriyle halka açılmaktadırlar.

---

<sup>14</sup> Bkz: Hatice G. Düzakın: “Türkiye’ de Pay Senetleri İMKB’de İşlem Gören İşletmelerin Halka Sunum İle İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi”, **Çukurova İ.İ.B.F. Dergisi**, s:1, 1998, s. 202.

**Tablo 1: İşletmelerin Halka Açılmada Özkaynağı Güçlendirmenin Dışındaki Beklentileri**

Özkaynağı Güçlendirmenin Dışındaki Beklentiler	Toplam Puan
Kurumsallaşma	328
Vergi İstisnalarından Yararlanma	290
Yaygın Tanınma ve Prestij	281
İşletme Paylarına Akışkanlık Kazandırma	274
Modern Yönetim	257
Yurtdışı Kuruluşlarla Ortak Girişimlerde Bulunmada Halka Açıklık ve Borsada İşlem Görmenin referans Teşkil Etmesi	235
Belli Bir Halka Açıklık Oranına Ulaşarak Pay Senetlerinin Yurtdışında Kotasyonu	164
Diğer	115

**Kaynak:** Hatice G. DÜZAKIN: “Türkiye’ de Pay Senetleri İMKB’de İşlem Gören İşletmelerin Halka Sunum İle İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi”, **Çukurova İ.İ.B.F. Dergisi**, s:1, 1998, s. 202.

İMKB’ye göre halka sunumun işletmelere sağladığı yararlar:<sup>15</sup>

**Finansman sağlamak:** Pay senetlerini primli fiyatla halka sunmakla işletmeler, alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetli ve uzun vadeli bir kaynağı kullanmaktadırlar. Ayrıca işletmeler, halka açıldıktan ve pay senetleri Borsa’da işlem görmeye başladıktan sonra da pay senetlerini teminat göstererek kredi kullanabilme, borç senedi ihraç edebilme imkânlarından yararlanmak suretiyle finansman sağlayabilmektedirler.

**Likidite Sağlamak:** Halka sunulan pay senetlerinin organize bir pazarda istenilen zamanda, gerçek sunum ve isteme göre oluşan fiyatlardan, şeffaflık içerisinde alınıp satılmasını sağlayarak pay senetlerine likidite kazandırılmakta, mevcut ortaklara önemli bir imkân sağlanmaktadır.

**Yurtiçi ve Yurtdışı Yaygın Tanıtım:** Pay senetleri Borsa’da işlem gören işletmeler hakkındaki çeşitli bilgiler, Borsa’nın şeffaflık ve kamuyu aydınlatma işlevi

<sup>15</sup> www.imkb.gov.tr/halkasunum/ Erişim Tarihi: 17.10.2006.

çerçevesinde yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılara veri, yayın kuruluşları, basın ve yayın kuruluşları ile diğer görsel yayın kuruluşları aracılığı ile sürekli olarak ulaştırılmaktadır. Bu bilgi dağıtımı, işletmelerin ve işletme ürünlerinin hem yurtiçinde hem de yurtdışında tanınmalarına yardımcı olmaktadır. Yaygın tanınmanın sağladığı yarar çerçevesinde gerek yurtiçi ve gerekse yurtdışında yerleşik bulunan ve aynı sektörde faaliyette bulunan işletmelerle işbirliğine gidebilme, ortak girişim oluşturma ve benzeri konularda çalışmaların yapılabilmesi imkânı doğabilmektedir.

**Kurumsallaşma:** Bilindiği gibi Türkiye’de faaliyette bulunan işletmelerin göze çarpan özelliği, aile işletmesi hüviyetine sahip olmalarıdır. Bu durum, işletmenin ömrünün genel olarak kurucusu olan ya da yönetimde söz sahibi olan aile bireylerinin ömürleri ile sınırlı olmasını beraberinde getirebilmektedir. İşletmelerin pay senetlerini halka sunması ve menkul kıymet borsalarında işlem görmeye başlamaları, SPK ve İMKB’nin incelemelerini içeren bir süreç içinde gerçekleşmektedir. Ayrıca işletmeler, işlem görmeye başladıktan sonra, mali tablolarını belirli dönemlerde bağımsız denetim kuruluşlarına denetlettirmekte, ortaklarını ve kamuyu düzenli olarak bilgilendirmekte, SPK ve İMKB'nin sürekli denetimine tabi olmaktadır. Bu çerçevede halka açılmak ve pay senetlerinin menkul kıymet borsasında işlem görmesini sağlamak ile işletmeler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşabilmektedirler.

**İkincil Halka Sunum Olanağı:** İşletmeler sadece birincil halka sunum ile değil, daha sonra, pay senetleri işlem görmekte iken yatırım ve benzeri ihtiyaçları nedeniyle ortaya çıkan kaynak gereksinimlerini, var olan ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle gerçekleştirebilecekleri "İkincil Halka Sunum"lar ile karşılamak suretiyle yeniden bir finansman olanağı yaratabilirler.

Halka sunum, işletmelere sağlanan fonun sürekli olması ve işletmeye sabit yükümlülükler getirmemesi, yatırım teşvikleri, vergi muafiyetleri ve yönetimin etkinliği sebebiyle de önemli yararlar sağlamaktadır. Tekin’ e göre<sup>16</sup>; bir finansman

---

<sup>16</sup> Abdullah TEKİN, Halka Açılma ve Türkiye’de Halka Açılmayı Etkileyen Etmenler, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi SBE, Ankara 1988, s. 16.

yöntemi olarak halka sunum, borçlanmanın tersine, ortaklara belli bir vadede faiz ya da anapara gibi sabit bir ödeme yapma yükümlülüğü getirmemesi nedeniyle işletmelerin;

- Kredibilitesini yani gelecekteki borçlanma kapasitesini yükseltir,
- Finansal esnekliği artırır,
- Finansal krize girme olasılığını düşürür veya benzeri krizlerden çıkmasına yardımcı olur,
- Satış hacminde ya da kârlılığındaki ani düşüşlerden kaynaklanan olumsuz gelişmelere karşı işletmenin direnme gücünü artırır.

### 1.2.2. Halka Sunumda Karşılaşılan Sorunlar

Halka sunulmuş işletmelerin sayısının yüksekliği ülkeler için piyasaların gelişmişliğini gösteren önemli ölçütlerden biridir. Halka sunumla ilgili karşılaşılan sorunlar son derece yararlı olan bu yöntemin istenilen ölçüde gerçekleşmesini engelleyebilmektedir. Bu sorunlar, hem sermaye piyasasının yapısından hem de işletmelerden kaynaklanabilmektedir.

#### 1.2.2.1. Sermaye Piyasasının Yapısından Kaynaklanan Sorunlar

**Sermaye piyasasının gelişmemişliği:** Sermaye piyasalarının gelişmemiş olması halka sunumda riski artırmaktadır. “Bu riski kısa dönemde ortadan kaldırmak mümkün değildir. İşletme sahipleri, işletme dışı unsurlar nedeniyle, sunumun başarısızlığının, değerini düşüreceğini varsaymaktadırlar. Her ne kadar, “satış taahhüdü” anlaşmasıyla, halka sunumdaki başarısızlık riski ortadan kaldırılabilirse de bu durumda halka sunum maliyeti artmaktadır”<sup>17</sup>.

**Sermaye piyasasının istem yönü:** Halka sunumda sermaye piyasalarının istem yönünden yetersiz olması, yeni ihraç yapacak işletmelerin çekinceli davranmasına yol açmaktadır.

---

<sup>17</sup> Ufuk Başoğlu ve diğerleri, a.g.e., s.83.

**Bürokratik işlemlerin fazlalığı:** İşletmelerin halka sunumlarını zorlaştıran önemli etkenlerden birisi de bürokratik işlemlerin fazlalığı ve uzun zaman almasıdır. “Türkiye’de işletmelerin halka sunuma karar vermesi ile halka sunumun gerçekleştirilmesi arasında geçen süre ortalama 107 gündür”<sup>18</sup>.

**Kamuyu aydınlatmanın yetersizliği:** Bir ülkede sermaye piyasasının gelişmesi için, yatırım yapan kişilerin korunması gerekir. Sermaye piyasasında yatırımcıların korunması ile anlatılmak istenen, yapacağı yatırımlarla ilgili doğru bilgilerin verilmesi ve yanıltıcı davranışların önlenmesidir. “Yatırım kararlarının alınmasına ilişkin analizler yapılırken, gereksinim duyulan işletme içi ve işletme dışı bilgilerin yatırımcılara sunulması, sermaye piyasasında kamuyu aydınlatma ilkesinin gereğidir. Kamuoyunu aydınlatma ilkesinin iyi çalışması, ikincil sermaye piyasasının yoğunluk kazanmasını sağlar. Böylece, işletmeler birincil piyasadan çok uygun şartlarla fon sağlayabilirler”<sup>19</sup>.

#### 1.2.2.2. İşletmelerden Kaynaklanan Sorunlar

SPK, halka sunumda işletmelerden kaynaklanan sorunları şu şekilde sıralamaktadır<sup>20</sup>:

- 1. İşletme sahiplerinin halka sunum konusunda olumsuz yaklaşımları:** İşletme sahiplerinin yönetimi başkalarıyla paylaşmak istememeleri, girişimcilik konusunda yeterince deneyimli olmamaları, halka sunum konusunda bilgi yetersizliği, kayıtlarının düzensizliği, bilgilerini kamuya açıklamak istememeleri ve yeni projelerin azlığı.
- 2. İşletmelere biçilen değer borsaya tam olarak yansımaması:** Kurucu ortaklar veya eski ortakların işletmeye biçtikleri değer ile yeni ortakların biçtikleri değer farklı olması durumunda eski ortaklar, piyasada istedikleri fiyatı elde edemeyeceklerini düşünerek halka sunumdan vazgeçmeyi tercih edebilirler.
- 3. Halka sunumun maliyeti:** Halka sunum kararında maliyet unsurları önemli bir etkindir. Maliyetin yüksekliği ortakları sunum kararından vazgeçmeye

<sup>18</sup> Düzakın, a.g.e. s. 204.

<sup>19</sup> Ufuk Başoğlu ve diğerleri, a.g.e., s.87.

<sup>20</sup> [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr) Erişim Tarihi: 21/10/2006.

yöneltebilmektedir. Pay senetlerini halka sunacak işletmelerin maliyet unsurları şöyle sıralanabilir:

- Aracı kurumlara, halka sunum tutarının büyüklüğü ve verilen aracılık hizmetinin türüne göre değişen oranlarda, halka sunumun toplam tutarı üzerinden ödenen komisyon,
- SPK'da kayda alınan ve satışı yapılacak olan pay senetlerinin ihraç değerinin % 0,2'si tutarında alınan kayıt ücreti,
- Pay senetleri Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlayan İşletmeden İMKB'ye pazar kayıt ücreti alınır.
- Diğer maliyet unsurları ise, bağımsız denetim raporları, pay senetlerinin basımı için kâğıt ithali ve pay senedi baskı masrafları, yurtiçi ve yurtdışı tanıtım masrafları, reklâm vb. diğer masraflardır.
- Bunun dışında yeni çıkarılacak pay senetlerinin düşük fiyatlandırılması nedeniyle artan maliyetleri bulunmaktadır.

**4. Yöneticilerin görev ve sorumluluklarının artması:** Halka sunulan işletmelerde yöneticilerin, paydaşlara bilgi sağlayabilecek raporlar hazırlamaları, fon yönetimi gibi konularda görev ve sorumlulukları artacaktır.

**5. Kanuni yükümlülüklerin artması:** Halka açık anonim ortaklıklar, kâr payı dağıtımı, özel durumların kamuya açıklanması yükümlülüğü, mali tablo ve raporların düzenlenip Kurul'a ve Borsa'ya gönderilmesi ve ilan yükümlülüğü, bağımsız denetim yükümlülüğü gibi yükümlülüklerle sahip olacaklardır.

1999 yılında Türkiye'de bulunan pay senetlerini halka sunmamış 500 büyük sanayi kuruluşu için bir çalışma yapılmıştır. İşletmelerin halka sunuma neden soğuk baktıkları araştırılmış ve şu sonuçlar ortaya çıkmıştır<sup>21</sup>: Kuruluşlar, piyasadan yeteri kadar fon toplanamayacağı, borsada belirlenen fiyatın işletmenin gerçek değerini yansıtamayacağı düşüncesi, karar almanın güçleşeceği, işletme yönetimine müdahale olacağı ve yeni bir denetim otoritesi altına girmekten kaçınmaktadır.

---

<sup>21</sup>Bkz: İbrahim E.Sancak, Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları, Araştırma Raporu (Yeterlilik Etüdü),1999, s:18.



### 1.3.HALKA SUNUMUN TARAFLARI

Anonim ortaklıkların pay senetlerini halka sunabilmesi için, birçok kuruluşun organize bir şekilde faaliyet göstermesi gerekir. Türkiye’de halka sunumdaki taraflara bakıldığında; Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, aracı kuruluşlar, yatırımcılar ve anonim ortaklık anlaşılmaktadır.

#### 1.3.1. Sermaye Piyasası Kurulu

Sermaye Piyasası Kurulu; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması, yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını temel görevi olarak benimsediğinden diğer taraflarla en çok ilişki içinde olan kurumdur. 1981 yılında 2499 sayılı SPKa ile kurulan Kurul, biri başkan yedi üyeden oluşmaktadır. Kurul’un görevleri üç kısımda incelenebilir<sup>22</sup>:

Düzenleyici görevler; menkul kıymetlerin satışı, halka açık işletmeler, kâr dağıtımı, kamuoyuna açıklanması gerekli bilgiler, aracı kurumların kuruluşu ve faaliyetleri, yatırım ortaklığı ve yatırım fonunun oluşturulmasını kapsamaktadır.

İdari görevler; menkul kıymetlerin halka sunumu, satış koşulları kurula tabi işletmelerin kayıtlarının tutulması, yeni aracı kurumların başvurularının incelenmesi, aracı kurumların mali yapılarının ve çalışma şekillerinin izlenmesi ile ilgilidir.

Denetleyici görevleri; SPKa’ ya tabi işletmelerin bilânço, gelir tablosu, yıllık faaliyet raporları ve diğer bilgilerini değerlendirerek, gerektiğinde Maliye Bakanlığı’nca denetleme yapılmasını isteyerek finansal yapı değişmelerinin ve faaliyetlerindeki olumsuz gelişmeleri zamanında belirlemektir.

Kurul, bu görevleri yerine getirirken halka sunum fiyatlamasına karışmamaya özen göstererek, işletme bilgilerinin doğru ve tam olarak yatırımcıya ulaştırmayı amaçlamıştır. Kurul bunların dışında manipülasyon ve içerden öğrenenler ticaretini (insider trading) engellemeye çalışmaktadır. SPK, bu görevlerini yerine getirmek için bakanlıklardan, resmi ve özel kurum ve kuruluşlardan, şahıslardan görüş ve bilgi

---

<sup>22</sup> Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 5.b., Türkmen Kitapevi, İstanbul, 2000, s: 330.

isteyebilir. İlgili kişi, kurum ve kuruluşlar bu isteğe cevap vermek ve Kurul'un görevlilerine gerekli kolaylığı sağlamakla yükümlüdürler<sup>23</sup>.

### **1.3.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**

İMKB, menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesi için, borsanın açık, düzenli ve dürüst çalışmasını sağlamak üzere, borsada işlem görmesi mümkün olan kıymetlerin alım ve satımı, fiyatlarının tespit ve ilanı işleriyle ve sermaye piyasasının ekonomik gelişmede etkin rol oynamasını sağlamak amacıyla kurulmuştur<sup>24</sup>.

Menkul kıymet borsaları, menkul kıymetlerin alım ve satımı, fiyatların tespit ve ilanı işleriyle yetkili olarak kurulan tüzel kişiliğe haiz kamu kurumlarıdır<sup>25</sup>.

İMKB'nin görev ve yetkileri ise;

- Menkul kıymetlerin borsa kotuna alınması ile ilgili başvuruları, İMKB Yönetmeliğinde belirtilen esaslar çerçevesinde incelemek, değerlendirmek ve karara bağlamak,
- Vadeli işlemlerle ilgili piyasalar açmak,
- Menkul kıymet türlerine göre, menkul kıymet pazarları oluşturmak,
- Menkul kıymet pazarlarında işlem görecekt menkul kıymetleri belirlemek ve Borsa Bülteni'nde yayımlamak, pazarlara borsa binasında yer tahsis etmek,
- Borsada pazarların çalışma gün ve saatlerini saptamak ve Borsa Bülteni'nde ilan etmek,
- Borsa pazarında yapılan işlemler sonucunda oluşan fiyatları ve toplam işlem hacimlerini ilan etmek,

---

<sup>23</sup> 3794 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, b. 4., 22. madde, b. (g), (h).

<sup>24</sup> Şengül, a.g.e., s. 422.

<sup>25</sup> Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname, R.G. Tarihi: 6 Ekim 1983, R.G. No: 18183.

- Borsada işlemlerin güven, istikrar, açıklık ve serbest rekabet içinde işlemlerini temin etmek ve bunun için konmuş olan kuralları ihlal eden üyeler hakkında hukuki işlem yapmak ve ilgili yönetmelikte belirtilen cezaları uygulamak,
- Borsada olağanüstü gelişmeler yaşandığında, hukuki düzenlemelerin verdiği yetkiler içinde gerekli önlemleri almaktır<sup>26</sup>.

### 1.3.3. Aracı Kurumlar

Sermaye piyasası araçlarının çıkarımı, alım-satımı ve pazarlanması ile uğraşan kuruluşlara aracı kurum denilmektedir<sup>27</sup>. SPKa aracı kuruluşları şöyle tanımlamaktadır<sup>28</sup>; aracı kurumlar, aracılık faaliyeti kapsamında,

- Sermaye piyasası araçlarının ihracına veya halka sunum yoluyla satışına,
- Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının alım satımına,
- Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil türev araçların dayandığı kategoriler itibariyle ayrı ayrı veya bütün olarak türev araçların alım satımına, aracılık edebilirler. Ayrıca;
- Sermaye piyasası araçlarını geri alım veya satım taahhüdüyle alım satımı (repo-ters repo)
- Yatırım danışmanlığı,
- Portföy yöneticiliği,

faaliyetlerini, her bir faaliyet için tebliğlerde belirtilen esaslar çerçevesinde Kurul'dan yetki belgesi almak suretiyle yapabilirler.

Halka açılma kararını vermiş işletme, öncelikle SPK tarafından yetkili kılınmış bir aracı kurumla anlaşmak zorundadır. Halka sunum yapacak anonim ortaklıklar, bir veya birden fazla aracı kurum ile anlaşarak halka sunum işlemlerini

<sup>26</sup> Şengül, a.g.e., s. 422-423., İMKB Teşkilat Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği, Madde: 7, R.G. Tarihi: 19.02.1996, R.G. No: 22559.

<sup>27</sup> Gültekin Rodoplu, **Para ve Sermaye Piyasaları**, Tuğra Ofset, Isparta, 2002., s. 223.

<sup>28</sup> SPK Tebliği, Seri: V, No: 46, 07.09.2000. ve 24163 Resmi Gazete.

yapabilirler. Bu anlaşma, birden fazla aracı kuruluştan oluşan bir konsorsiyum şeklinde olabileceği gibi, birbirlerinden bağımsız olarak da yapılabilir. Aracılık sözleşmesi yapıldıktan sonra, aracı kuruluş ihraççı işletmeyi; SPK' ya, resmi dairelere, ihracı gerçekleştirecek kuruluşa ve üçüncü kişilere karşı temsil eder. Aracı kuruluşların yüklenebilecekleri taahhütlerin tutarı SPK'nın belirleyeceği sermaye yeterliliği sınırlarını aşmamalıdır. Aracı kurumların, aracılık yüklenimi suretiyle üstlenebilecekleri mali sorumluluğun sınırı; özsermayenin 1/5'nin 10'la çarpılması suretiyle bulunacak tutardır<sup>29</sup>.

Aracı kurumların bir halka sunumu gerçekleştirirken iki temel görevi bulunmaktadır. Bunlar, menkul kıymetin fiyatlandırılması ve pazarlamasıdır. Aracı kurum menkul kıymetin değerini doğru belirlemeli ve menkul kıymetin pazarlama işlevini; hem ihraççının hem de yatırımcının kabul edebileceği bir fiyattan gerçekleştirmelidir.

#### **1.3.4. Halka Sunulan Anonim Ortaklık**

Halka sunumun en önemli taraflarından biri halka sunulacak işletmedir. Halka sunulacak işletme öncelikle ana sözleşmesini değiştirecek, bağımsız denetim işletmelerine mali tablolarını denetlettirecektir. SPKa, halka sunulacak işletmelerin, ana sözleşmesinde iki değişikliği gerçekleştirerek SPKa' ya uygun hale getirmelerini zorunlu kılmıştır<sup>30</sup>.

- Birinci kârpayı oranının esas sözleşmede gösterilmesi ve bu oranın SPK tarafından belirlenecek miktardan aşağı olmayacağı,
- Yasa hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ile esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci kârpayı ayrılmadıkça, başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kârdan pay dağıtılmasına karar verilmeyeceği, yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kârdan pay

<sup>29</sup> Gürel Konuralp, **Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Yayınları, İstanbul, Mart 2005, s.45.

<sup>30</sup> SPK, Seri:IV, No:2, "Esas Sözleşmelerde 2499 Sayılı Kanuna Göre Yapılması Zorunlu Değişiklikler ve Bunlara İçin Gerekli Nisaplara İlişkin Esaslar", tebliği, 1. madde , RG Tarihi: 10.07.1982, RG No:17750.

dağıtılabilmesi için anılan maddeye göre esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır.

Menkul kıymetlerini halka sunacak işletmeler, kamuoyuna, işletmenin finansal durumu, faaliyet sonuçları ve işletme ile ilgili herhangi bir haberi bildirmek zorundadırlar.

### **1.3.5. Bağımsız Denetim Kuruluşları**

SPKa, bağımsız denetimi; işletmelerin kamuya açıklanacak veya Kurul'ca istenecek yıllık finansal tablo ve diğer finansal bilgilerinin, finansal raporlama standartlarına uygunluğu ve doğruluğu hususunda; makul güvence sağlayacak yeterli ve uygun bağımsız denetim kanıtlarının elde edilmesi amacıyla bağımsız denetim standartlarında öngörülen gerekli tüm bağımsız denetim tekniklerinin uygulanarak, defter, kayıt ve belgeler üzerinden denetlenmesi ve değerlendirilerek rapora bağlanması, olarak tanımlamaktadır<sup>31</sup>. Bağımsız denetimin amacı, kanunun yeterli ve doğru aydınlatılması yoluyla sermaye piyasasında güven, açıklık ve kararlılığın sağlanması, böylece yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasıdır.

Pay senetlerinin fiyatlarını etkileyen önemli etkenlerden biri, işletmenin finansal tablolarıdır. Bu tabloların gerçeği yansıtması, kamuoyuna düzenli olarak açıklanması yatırımcının güven duyması yönünden oldukça önemlidir. SPK bu yüzden bağımsız denetime ayrı bir önem vermiştir.

Bağımsız denetim; sürekli, sınırlı ve özel denetim olarak incelenebilir:

Sürekli denetim, defter kayıt ve belgelerin her yıl denetlenmesine denir ve yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, halka sunulmuş veya halka sunulmuş sayılan işletmeler bu denetime tabidirler.

Sınırlı denetim, pay senetleri borsada işlem gören işletmelerin, yatırım fonları ve ortaklıkların düzenleyecekleri altışar aylık ara mali tabloların incelenmesi ve raporlanmasıdır.

---

<sup>31</sup> Bkz: SPK "Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ" Seri: X, No:20, m.4.

Özel denetim, menkul kıymetlerin halka sunum için izin almak için SPK' ya başvuran veya SPKa kapsamında olup, birleşme, devir ve tasfiye durumunda bulunan işletmelerin, aracı kurumlar ve yatırım ortaklıklarının Kurul'ca belirlenenlerin mali tablo ve raporlarının denetlenmesidir.

### 1.3.6. Yatırımcılar

Yatırımcılar, tasarruflarını sermaye piyasası araçlarına yatırarak gelir elde etmeyi amaçlayan grup olarak tanımlanabilir. “Bunlar, hane halkı, işletmeler, kamu kesimi ve yabancı yatırımcılar olarak ele alınabileceği gibi, doğrudan hane halkı birikimleri olarak ele alınabilir. Kamu ve özel kesimler ile kurumsal yatırımcılar; Emekli Sandığı Fonları, Sosyal Sigortalar Kurumu Fonları, Bağ-Kur Fonları, Emeklilik Özel Sandık ve Vakıfları Fonlarıdır”<sup>32</sup>.

SPK, yatırımcıları korumak amacıyla çeşitli kurallar koymuştur. Buna göre<sup>33</sup>;

“Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerden öğrenenlerin ticaretidir. Bu fiili işleyen 11'inci madde kapsamındaki ihraççılarla, sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hâkim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumundaki kişiler,

Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, sunum ve istemini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler,

---

<sup>32</sup> Rodoplu, a.g.e., s.142.

<sup>33</sup> 3794 Sayılı SPK, m.47, R.G. Tarihi: 29/04/1992, R.G. No: 21227.

Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren; haber yayan; yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler, para cezasından, işlem yasağına ve hatta ağır hapis cezalarına kadar cezalandırılırlar”.

## **1.4. HALKA SUNUM ŞEKİLLERİ**

İşletmelerin halka sunumu, kuruluş aşamasında olabileceği gibi kurulduktan sonra da gerçekleşebilir.

### **1.4.1. Kuruluşta Halka Sunum**

Kuruluşta pay senetlerinin halka sunumu, işletmenin kuruluşu ile sermayenin halka sunumu aynı anda ya da birbirini izleyen iki olgu biçiminde gerçekleşmektedir. İşletme kuruluşu Ticaret Kanunu hükümlerine tabi olduğu halde, taahhüt edilen sermayeyi temsil eden senetlerinin ihraç ve halka sunumu SPKa’nu ilgilendirmektedir<sup>34</sup>.

Tedrici kuruluş işlemlerine TTK’nin 29. maddesi uyarınca esas sözleşmenin düzenlenmesi ve imzalanması ile başlanır. Esas sözleşme ile ilgili olarak SPK’nın onayı alındıktan sonra TTK’nin 280. maddesi gereği Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’na kuruluş izni için başvurulur, sonra halkı ortaklığa katılmaya davet ve halka sunulacak pay senetlerinin kayda alınması istemiyle SPK’ya başvurulur<sup>35</sup>.

Gelişmiş ülkelerde faiz oranları düşük, halkın tasarruf ve yatırım gücü yeterli ve enflasyon oranı düşükse, işletmelerin halka açık olarak kurulmaları söz konusu olabilmektedir. Türkiye’de işletmelerin halka açık olarak kurulmasına tedrici kuruluş denmektedir. Bu yöntem, SPK kurulmadan önce uygulanırken, SPK’ dan sonra, aşırı

---

<sup>34</sup> Şengül, a.g.e, s.34.

<sup>35</sup> SPK Seri:I, No: 26 lu “Pay Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”, R.G. Tarihi: 15.11.1998, R.G. No: 23524.

formalitelere yüzünden pek uygulanmamıştır<sup>36</sup>. Bu nedenle günümüzde işletmeler, ani olarak kurulmakta, daha sonra sermaye artırımını yoluyla halka açılmaktadır<sup>37</sup>.

Kuruluş aşamasında halka açılmada uygulanabilen bir başka yöntem de belirli kişi ya da gruplara ait işletmelerin mevcut paylarının bir kısmının yeni kurulan holdinglere devredilmesi, bu paylar karşılığında holdingden yönetime hâkim olacak kadar pay senedi alınması ve holdingin geri kalan paylarının halka sunulması olarak toplanan fonlarla holdinge bağlı yeni işletmeler kurulmasıdır<sup>38</sup>.

#### **1.4.2. Kurulştan Sonra Halka Sunum**

Faaliyetini sürdüren (kurulu) bir ortaklığın pay senetlerini halka sunması üç şekilde olmaktadır:

##### **1.4.2.1. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Sunum**

Halka açık olmayan ortaklıkların halka açılmada başvurabilecekleri bir yöntem, sermaye artırımına gitmeleri ve artırılan sermayenin rüçhan haklarının kullanımından sonra kalan kısmını ya da rüçhan haklarını kısıtlayarak – tamamen veya kısmen- artırılan sermayeyi halka açmalarıdır<sup>39</sup>.

Sermaye artırımını yoluyla halka sunulacak pay senetlerinin artırım sonrası nominal sermaye oranı<sup>40</sup>:

- Sermayeleri 12.209.760 YTL kadar olan ortaklıklar için %25,
- Sermayeleri 12.209.760 YTL ile 61.048.800 YTL arasında olan ortaklıklar için %15,

---

<sup>36</sup> Sermaye Piyasası Kurulu 1981 yılında 2499 Sayılı SPK ile kurulmuş bu tarihten sonra Vakıf Yatırım Ortaklığı 1991 yılında, Bumerang Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve Yapı Kredi Yatırım ortaklığı A.Ş. 1995 yılında Tedrici olarak kurulmuştur. ([www.imkb.gov.tr/halka\\_sunum.htm](http://www.imkb.gov.tr/halka_sunum.htm) erişim tarihi 12.11.2006).

<sup>37</sup> Ceylan; a.g.e., s.389.

<sup>38</sup> Karşlı,a.g.e., s. 438.

<sup>39</sup> Şengül, a.g.e., s. 43.

<sup>40</sup> Karşlı, a.g.e., s. 438.



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

SPK, sermaye artırımına ilişkin esasları, kayıtlı sermaye sistemine tabi işletmelerle, esas sermayeye tabi işletmelerde farklı şekilde düzenlemiştir.

#### **1.4.2.1.1. Kayıtlı Sermaye Sistemine Tabi İşletmelerde Sermaye Artırımı**

##### **Yoluyla Halka Sunum**

Kayıtlı sermaye; anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile TTK'nin sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın pay senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, Ticaret Sicili'nde tescil edilmiş sermayedir. Buna göre, genel kurulca, işletmenin sermaye tavanı ortaklık sözleşmesinde tespit olunur ve bu tavana ulaşıncaya kadar yönetim kuruluna esas sermayeyi arttırarak pay senedi çıkarma yetkisi verir. Kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların satışı yapılmış pay senetlerini temsil eden sermayeleri, çıkarılmış sermaye, yine ortaklıkların sahip olmaları zorunlu olan asgari çıkarılmış sermayelerine de başlangıç sermayesi denilmektedir<sup>41</sup>. Anonim ortaklıkların kayıtlı sermaye tavanı, ortaklığın önerisi gözönünde tutularak, gelişme planları doğrultusunda Kurul'ca belirlenir.

Kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu, arttırılacak sermaye miktarını ve satış esaslarını belirleyen bir karar alarak halka sunum yapar. Bu sisteme tabi ortaklıklar, tamamı iç kaynaklardan karşılanmak üzere sermaye artırımını yapacak ise, iç kaynakların sermaye hesabına aktarılmasından sonra ihraç edilecek pay senetlerinin kayda alınarak artırımına ilişkin tescile mesnet belge verilmesi amacıyla Kurul'a başvururlar.

Kârpayının sermayeye eklenmesi durumunda kayıtlı sermayeli işletmelerde genel kurul kararına gerek duymadan Kurul'a Mayıs ayının ilk haftası sonuna kadar başvururlar<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> Hasan Pulaşlı, **İşletmeler Hukuku Temel Esaslar**, Karahan Kitabevi, Adana, 2004, s.191.

<sup>42</sup> Karşlı, a.g.e., s. 439.

Rüçhan haklarının kullanılmasından sonra işletmeler kalan pay senetlerini, bu konuda yayımlanan sirkülerdeki esaslara göre tasarruf sahiplerinin alımına sunmaktadır. Satılmayan pay senetleri iptal edilir. Rüçhan hakkının kullandırılmaması, yeni paylar borsada satılarak işletmeye daha fazla gelir sağlanması amacına dayanır. Hakkın tamamen kullanılmaması ya da işletme tarafından kısıtlanması halinde, kullanılmayan rüçhan hakları karşılığı olan payların halka satışı için tasarruf sahibi sirküleri yayımlanır<sup>43</sup>.

#### **1.4.2.1.2. Esas sermaye Sistemine Tabi İşletmelerde Sermaye Artırımı Yoluyla**

##### **Halka Sunum**

Esas sermaye sistemine tabi işletmelerde sermaye artırımı kayıtlı sermaye sistemine göre daha maliyetli olmaktadır. Yönetim kurulu gerekçeli olarak sermaye artırımı kararını alıp, esas sözleşmesinde sermaye ile ilgili maddede gerekli değişiklikleri yaparak SPK'ya onaylatır. TTK hükümlerine göre Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan izin alınarak, genel kurul toplantısına çağırır. Daha sonra pay senetlerinin kurul kaydına alınması için SPK'ya başvurur.

Esas sermayeye tabi işletmeler sermaye artırımını iç kaynaklardan karşılamak üzere yapacaklarsa, esas sözleşmenin sermaye maddesinde yapılacak değişikliği Kurul'a onaylatarak onay belgesi alırlar.

Kârpayının pay senedi olarak dağıtılması yoluyla sermaye artırımına gidecek esas sermayeli işletmeler, bu yönde alınacak genel kurul kararı ile yeni pay senetlerinin Kurul kaydına alınması için mayısın ilk haftasının sonuna kadar Kurul'a başvurur.

#### **1.4.2.2. Ortaklara Ait Mevcut Payların Halka Sunumu**

Türkiye'de işletmelerin halka açılmasında, ortakların pay senetlerinin halka satılması yolunu tercih ettikleri görülmektedir. Özelleştirme kapsamında olanlar

---

<sup>43</sup> Karşlı, a.g.e., s. 441.

dâhil pay senetleri daha önce halka sunulmamış ortaklıklarda, paydaşların sahip oldukları pay senetlerini halka sunabilmeleri için pay senetlerinin,

- Ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,
- Pay senetlerinin nominal değerleri toplamının, SPK' ya başvuru tarihi itibarıyla ortaklığın nominal sermayesine oranının en az;
- Sermayeleri 12.209.760.-YTL' ye kadar olan ortaklıklar için %25,
- Sermayeleri 12.209.760.-YTL ile 61.048.800.-YTL arasında olan ortaklıklar için %15,
- Sermayeleri 61.048.800.-YTL ve daha fazla olan ortaklıklar için %5 olması,
- Rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması,
- Kurul'un pay senetlerinin şekil şartlarına ilişkin düzenlemelerine uygun olması zorunludur<sup>44</sup>.

Bu esaslar çerçevesinde halka sunulan ortaklıklarda sermayenin %15 oranının altında halka sunulmuşsa, halka sunum tarihini izleyen 3. yılın sonuna kadar, nominal sermayelerinin %15'ine tamamlanacak şekilde pay senetlerini Kurul'a kaydettirilmesi zorunludur.

#### **1.4.3. İşletmelerin Bölünme Birleşme ve Devir Yoluyla Halka Sunumu**

İşletme Bölünmesi; özelleştirme kapsamında olanlar dâhil, halka açık işletmelerin son bilânço aktif toplamının en az %15'i tahsis edilerek yeni işletmeler kurulması, ya da işletmenin tüzel kişiliği sona erdirilerek yeni işletmeler kurulması halinde yeni işletmelerin pay senetlerinin Kurul kaydına alınması zorunludur. Yeni kurulacak işletmelerin sermaye dağılımı eski işletmelerin sermaye dağılımından farklı ise, bölünme kararı alınmadan önce Kurul'dan onay alınması zorunludur.

---

<sup>44</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, (Eğitim Yayınları) Sermaye Piyasası Mevzuatı, İlgili Mevzuat ve Etik Kurallar, Haziran, 2006, s. 14.

Birleşme ve Devralma; bir işletmenin bir başka işletme ile birleşmesinde veya başka bir işletmeyi devralmasında taraflardan birinin halka açık olması halinde, birleşme sonucu ihraç edilecek pay senetlerinin Kurul kaydına alınması zorunludur. Birleşme kararı alınmak üzere her iki işletmece yapılacak olağanüstü genel kurul toplantılarından önce, halka açık olan işletme Kurul'a başvurarak onay alır<sup>45</sup>.

## 1.5. HALKA SUNUM SÜRECİ

İşletmelerin pay senetlerinin halka sunumuna ve Borsa'da işlem görmesine karar vermesinden sonra, pay senetlerinin Borsa'da işlem görmeye başladığı ilk güne kadar önünde uzun bir süreç vardır. İşletmenin yönetim kurulundan halka sunum kararı çıktıktan sonra, işletmenin bir ön hazırlık yapması gerekir. Bu süreçte yapılması gerekenler; ortak unsurlar, yapısal değişiklikler, ekip oluşturulması, maliyetlerin saptanması, ihracın zamanlanması ve ihraç fiyatı şeklinde sıralanabilir<sup>46</sup>.

Bu sürecin zamanı ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. İMKB, bu süreci belirlerken şunları dikkate alır:

- Halka açılacak işletmenin SPK ve Borsa'ya verdiği tüm bilgi ve belgelerin tam olması,
- Yapılan incelemelerde halka sunum sürecini uzatabilecek herhangi bir unsur ile karşılaşılması,
- Borsa Yönetim Kurulu ile SPK toplantılarının tarihlerinde bir değişiklik olmaması,
- Resmi tatillerin bulunmaması.

---

<sup>45</sup> Seri: I, No: 31 sayılı Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliğinin 21 nci maddesi ile yürürlükten kaldırılmıştır.

<sup>46</sup> Eser, a.g.e., s. 75-77.

**Tablo 2: Örnek Zaman Çizelgesi**

	1. Hafta							2. Hafta							3. Hafta							4. Hafta							5. Hafta							6. Hafta														
	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7								
SPK ve İMKB'na Müracaat	■																																																	
SPK ve İMKB İncelemeleri	■	■	■	■	■			■	■	■	■	■	■		■	■	■	■	■	■							■																							
Ön İstem Toplama (ihtiyari)															■	■	■	■	■	■																														
İMKB Görüşünün Gönderilmesi																										■	■																							
SPK Kaydına Alınma																																																		
İzahnamenin Tescili																																																		
İzahname ve Sirküler İlanı																																																		
İstem Toplanması																																																		
Satış Sonuçlarının İMKB'ye Verilmesi																																																		
Borsa Yönetim Kurulu'nun Nihai Kararı																																																		
Borsa'da İşlem Görmeye Başlanması																																																		

Kaynak: [www.imkb.gov.tr/halkasunum7bolu2](http://www.imkb.gov.tr/halkasunum7bolu2), Erişim Tarihi: 15.10.2006.

Düzakın, Türkiye’de işletmelerin halka sunuma karar vermesi ile halka sunumun gerçekleşmesi arasında bekledikleri sürenin aralığını araştırmış ve aşağıdaki sonuçları elde etmiştir<sup>47</sup>.

**Tablo 3: İşletmelerin Halka Sonuma Karar Vermesi ve Halka Sunumun Gerçekleşmesi Arasında Bekledikleri Süre**

Süre Aralığı	İşletme Sayısı
30 Günden Az	1
30-60 Gün	7
61-90 Gün	13
91-120 Gün	13
121-150 Gün	3
150 Günden Fazla	15

Sonuçlar incelendiğinde işletmelerin genellikle 150 günden fazla seçeneğini seçtiklerini, bu seçeneği, 61–90 gün ile 91–120 arası seçeneklerinin izlediği görülmektedir. Bu sonuçlardan işletmelerin halka sunum kararı verdikten sonra yaklaşık üç ay bekledikleri anlaşılmaktadır.

### 1.5.1. Halka Sunum Süreci

Halka sunum süreci, halka sunuma karar verilmesiyle başlayıp, ihraç fiyatının belirlenmesine kadar olan işlemleri kapsamaktadır. Bunlar genellikle işletme yöneticilerinin kararlarından oluşmaktadır.

Halka sunumda en önemli konulardan biri, işletme yöneticilerinin, halka açılma kararının işletme açısından gerekli olup olmadığıdır. Yöneticiler bu kararı aldıktan sonra dünyadaki ve ülkedeki ekonomik koşullara bakılması gerekmektedir. Özellikle, borsa, döviz, para sunumu gibi temel ekonomik göstergelerle siyasi otoritenin ekonomi politikası incelendikten sonra karar verilmelidir.

<sup>47</sup> Düzakın, a.g.e. , s. 204.

Ekonomik koşullar ve siyasi otoritenin ekonomi politikaları halka sunum için uygunsa, faaliyet gösterilen sektörün durumuna bakılmalıdır. Eğer sektörün piyasada durumu iyi değilse, özellikle küçük işletmeler için halka sunumun riski artar.

İşletme yönetiminin bu aşamalardan sonra dikkat ettiği diğer bir konu, işletmenin halka sunum oranıdır. Birçok ülkede borsaya kotasyon<sup>48</sup> şartları belirlenmiştir. Bu oranların yüksekliği işletmeleri halka sunum kararından caydırabilmektedir. Avrupa ülkelerinden, Hollanda ve İspanya hariç diğer ülkelerde payların en az %25'i halka sunulmak zorundadır. Bu oran Türkiye'de %25'tir<sup>49</sup>. Türkiye'de kotasyon şartlarında halka açıklık oranı,

- Sermayeleri 12.209.760 YTL kadar olan ortaklıklar için %25,
- Sermayeleri 12.209.760 YTL ile 61.048.800 YTL arasında olan ortaklıklar için %15,
- Sermayeleri 61.048.800 YTL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması,

İşletmelerin kârlılık durumları da halka sunuma karar vermelerinde bir etkidir. Geçmiş dönemlerden itibaren artan kâr oranları, gelecekte de bunun devam edeceği yönünde belirtiler bulunması, halka sunumda pazarlanma riskini azaltabilir. Bu da yöneticilerin daha rahat karar vermesine etkidir. Eğer sektörde veya işletmenin kârlılık durumunda bir durgunluk yaşıyorsa bunun yakın zamanda düzelişip düzelmeyeceği de önemlidir.

İşletme yöneticilerinin halka sunuma karar vermelerini etkileyen bir diğer konu da, işletmenin halka sunumla yatırımcıda olumlu bir imaj yaratıp yaratmadığıdır. Bunun yanında işletmenin yönetim kadrosunun profesyonel olup olmaması da etkidir.

---

<sup>48</sup> Kotasyon; menkul kıymet borsalarında sürekli işlem görmesi istem edilen sermaye piyasası araçlarının ilgili borsa yönetmeliklerindeki şartları taşımaları durumunda ilgili Pazar listesine kayıt edilmesi ve işlem görmesidir.

<sup>49</sup> [www.eurocapitalmarkets.org](http://www.eurocapitalmarkets.org) erişim tarihi 12.10.2006, s.8.

### 1.5.2. Yapısal Unsurlar

İşletme yöneticileri, halka sunum kararından sonra işletmenin yapısını sermaye piyasasına uyumlu hale getirecektir. Halka kapalı aile ortaklıkları, genellikle bir seri işletme kurulması yoluyla genişler. Bu işletmelerin sahipleri aynı ortaklar olabileceği gibi aynı aile üyesi de olabilirler. Halka sunum kararı verildikten sonra tek bir işletmenin payları ihraç edilerek borsaya kote olacaktır. Burada halka sunulacak işletmenin seçimi önem kazanmaktadır. Bu seçimde iki alternatif düşünülebilir ki her iki yöntemin de maliyeti oldukça fazla olacaktır. Bu yöntemler şunlardır<sup>50</sup>:

- En büyük ve bilinen işletme, diğer bazı işletmeleri veya tüm işletmeleri bünyesine alarak yeni bir yapıya kavuşur ve bu işletme halka sunulur,
- Yeni bir işletme kurulur ve bu işletme holding çatısı altında diğer işletmeleri yan kuruluşlar olarak muhafaza eder ve holding halka sunulur.
- Diğer bir konu ise kâr dağıtımıdır. Halka sunulacak işletmenin kârpayı dağıtımı, sermaye piyasasına uygun hale getirilecek ve sektördeki diğer işletmelere bakılarak belirlenecektir.

### 1.5.3. Aracı Kurumun Seçimi

Halka sunumun başarıya ulaşabilmesi için, hem işletme içinde sermaye piyasasında çalışmış kişilerin bulunması hem de aracılık edecek kuruluş veya kuruluşların iyi saptanması gerekmektedir.

Halka sunumda aracı kurumların üç temel rolü bulunmaktadır. Bunlar, danışmanlık hizmeti vermek, işletmelerin halka ilk kez sunacakları pay senetlerini almak ve bunların satışını yapmaktır<sup>51</sup>

Halka sunumu gerçekleştirecek işletmenin amacı, ihraçtan en yüksek getiriye elde etmek ve pay senetlerinin geniş bir kesime dağıtılmasıdır. Bu amacı

---

<sup>50</sup> Türüdü, a.g.e., s.49.

<sup>51</sup> Richard A Brealey, ve Stewart C. Myers , **Principles of Corporate Finance**, Fifth Edition, McGraw-Hill Companies Inc., USA., 1996, s.386.



gerçekleştirmek için seçeceği aracı kuruluştaki; aracı kurumun itibarı, deneyimi, danışmanlık yeteneği, araştırma- geliştirme merkezinin olması, mali kaynaklarının güçlü olması, şube sayısı ve en iyi fiyat teklifini vermesi gibi özellikler aramaktadır. Düzakın'ın yaptığı araştırmada işletmelere, pay senetlerinin halka sunumunda aracılık edecek kurumda aradığı özellikler sorulmuş ve bu özellikler önem derecesine göre şöyle sıralanmıştır<sup>52</sup>;

**Tablo 4: İşletmelerin Aracı Kurumlarda Aradığı Özellikler**

Aracı Kurumlarda Aranılan Özellikler	Toplam Puan
Başarılı bir halka sunumu gerçekleştirecek ölçüde nitelikli deneyimli uzman kadroya sahip olması	285
Aracı kurumun yeterli deneyime sahip olması	228
Piyasada iyi tanınmış olması	208
Mali kaynaklarının güçlü olması	172
En iyi fiyat teklifini vermesi	149
Diğer	92

İşletme, aracı kurumu seçtikten sonra sıra aracılık türünün seçimine gelir. Aracılık faaliyeti; aracı kurumların, işletme finansman gereksinimlerini karşılamak üzere ihraç edeceği menkul kıymetleri beklenen fiyat üzerinden satma yükümlülüğü altına girmesidir. İhraç fiyatının tespiti ve ihraç olunacak pay senedi miktarı, izahname ve kayıt başvurusu için sunulan belgelerin hazırlanarak Kurul'a başvuruda bulunulması, bu bilgilerin doğruluğunun sağlanmasına teminen her türlü danışmanlık hizmetinin verilmesi, konsorsiyum oluşturulması, gişe hizmetleri, halka sunumun yurt içi ve dışı tanıtım faaliyetlerinin düzenlenmesi ve satışın organizasyonu gibi kurumsal faaliyetlerin yürütülmesi ve benzeri faaliyetler ile aracılık sözleşmesinde belirtilen hükümlerin yerine getirilmesi halka sunumda aracılık faaliyeti kapsamına girmektedir<sup>53</sup>.

<sup>52</sup> Düzakın, a.g.e. , s., 209.

<sup>53</sup> Menemencioğlu, a.g.e., s.31.

Halka sunuma aracılık faaliyeti SPK' dan yetki belgesi almış aracı kurum ve bankalar tarafından iki şekilde yapılabilmektedir<sup>54</sup>:

**En iyi gayret aracılığı:** SPKa' da en iyi gayret aracılığı “halka sunulacak pay senetlerinin izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise ihraççıya iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılması” olarak tanımlanmaktadır. Aracı kurum bu anlaşma ile satış ve fiyat riskini üstlenmeyip yalnızca aracılık hizmetini yerine getirerek, menkul kıymet fiyatlandırma ve ihraçtan elde edilecek gelir tutarı ile ilgili belirsizliği ihraççı işletmeye bırakmaktadır. Bu uygulamanın ihraççı işletmeye maliyeti daha düşük olmaktadır.

**Aracılık yüklenimi:** Halka sunulacak sermaye piyasası araçlarının tamamının satılacağına aracı kuruluş tarafından ihraççıya taahhüt edilmesi olarak tanımlanabilir. Aracı kurum bu taahhütle, fiyatlandırma riski ve toplam gelir riskini üstlenmektedir. Aracılık yüklenimi sözleşmesi; aracı kurumların riskini arttırmasının yanında, satış taahhüdü yüklemesi açısından ihraççı işletmenin maliyetini yükseltmektedir.

Aracılık yükleniminin iki farklı uygulaması bulunmaktadır. Bunlar;

**Bakiyeyi yüklenim:** Pay senetlerinin, aracı kuruluş tarafından satılmasını ve satılmayan kısmın tamamının, bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınacağına ihraççıya taahhüt edilmesidir.

**Tümünü yüklenim:** Pay senetlerinin, bedeli satış başlamasından önce tam ve nakden ödemek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılacağına, ihraççı işletmeye taahhüt edilmesidir.

Türkiye’de işletmelerin halka sunumda %38 ile en çok tercih ettikleri yöntem “en iyi gayret aracılığı”dır, bunu %36 ile “tümünü yüklenim”, %26 ile “bakiyeyi yüklenim” izlemektedir<sup>55</sup>.

---

<sup>54</sup> SPK, Seri V, No:46, “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar” Tebliği, md.38, R.G. Tarihi: 07.09.2000, R.G. No: 24163.

<sup>55</sup> Düzakın, a.g.e., s. 205.

#### 1.5.4. Maliyetlerin Saptanması

Halka sunumun, işletme için ucuz bir finansman kaynağı olmasının yanında bir takım maliyetleri de karşılaması gerekmektedir. Bu maliyetler kullanılan yöntemlere göre farklılık göstermektedir. Türkiye’de işletmeler, en yüksek riskli ihraç maliyetini “Tümünü yüklenim”, en düşük riskli ihraç maliyetini ise “En iyi gayret aracılığı” yönteminde yapmaktadırlar. Türkiye’de, ihraç maliyeti/ihraç tutarı oranının %3,7 ile % 7,5 arasında değiştiği belirlenmiştir<sup>56</sup>.

R.G. Ibbotson ve J.Ritter, halka açılma sürecindeki maliyetleri, dolaylı ve doğrudan maliyetler olarak ikiye ayırmışlardır. Aracı kurumlara ve yasal kurumlara yapılan harcamaları direkt maliyetler, yönetimin harcadığı zaman ve çabayı ise dolaylı maliyetlerde incelemişlerdir<sup>57</sup>. Bu maliyetler;

İhraççı işletmenin, aracı kuruluşa veya konsorsiyum üyelerine ödediği yasal ücretler ve vergiler,

- SPK’ ya kayıt ücreti,
- İMKB’ye pazar kayıt ücreti,
- Bağımsız denetim masrafları,
- Bilgi formu, izahname gibi dökümanların basım masrafı,
- Yurtiçi ve yurtdışı tanıtım masrafları,
- Reklâm masrafları,
- İhraç sırasında doğabilecek sigorta gideridir.

Bunların dışında düşük fiyatlandırma, yani olması gereken bir fiyatın altında bir fiyatla ihracın yapılması ve anormal getiriler maliyeti artırıcı etkenler olmaktadır.

---

<sup>56</sup> Düzakın, a.g.e., s. 206.

<sup>57</sup> Bkz: R.G. Ibbotson ve J.Ritter, “Initial Public Offerings”, **Elsevier Science B.V.**, 1995, s. 993.

### 1.5.5. Halka Sunumun Zamanlaması

Halka sunumun zamanlamasının doğru belirlenmesi, ihracın başarısını artıracak önemli bir etkidir. Türkiye’de işletmelerin, halka sunum için ön hazırlık dönemini bitirdikten hemen sonra piyasaya girme konusunda izledikleri politikalar gözden geçirildiğinde, işletmelerin; %38,5’i uygun piyasa koşullarının oluşması, %36,7’si borsanın yükseliş trendinde olması, %22’si diğer halka sunumlarla aynı anda olmaması, %2,7’sinin ise piyasaya hemen girme seçeneklerini tercih ettikleri görülmektedir<sup>58</sup>.

Halka sunumun zamanlaması ihraççı işletme kadar, aracı kurum açısından da oldukça önemli bir sorundur. Aracı kurum halka sunulacak işletmenin sunum zamanına karar verirken, işletmenin ortaklarına, genel performansına, geçmiş ve beklenen başarısına, halka sunum oranına, piyasanın büyüklüğüne, piyasanın durumuna ve sunum gerçekleştikten sonra pay senetlerinin göreceği ilgiye göre bir değerlendirme yapabilmektedir.

Halka sunumda doğru zamanlamanın belirlenmesinde; borsanın durumu, sektörün durumu ve işletmenin durumu belirleyici olmaktadır.

**Borsanın Durumu:** Halka sunum borsa yükseliş eğiliminde iken yapılırsa, başarı oranı yüksek olabilir. Çünkü düşen bir borsa trendinde, hem borsada işlem gören diğer payların fiyatları, hem de yatırımcıların istemi düşük olacaktır. Halka sunumlar, canlı piyasada işlem hacmi yüksekken ya da diğer bir deyişle yatırımcılar için borsaya yatırım yapmak cazipken yapılırsa çok daha başarılı ve pazarlama açısından az riskli olacaktır.

**Sektörün Durumu:** Halka sunumun başarısı, uygun piyasa koşullarının yanında, yatırımcıların ihraççı işletmenin içinde bulunduğu sektöre olan bakış açısı ile de ilgilidir. Ritter ve Welch’in ABD’de yaptığı bir araştırmaya göre<sup>59</sup>; 1980’lerden 1990’ların başına kadar olan dönemde halka ilk sunum piyasasının %25’ini teknoloji payları oluştururken, 1995’den sonra teknoloji payları %37’ye, 2001’e kadar %72’lere ulaşmış, 2001’de ise bu oran %29’a gerilemiştir. Bu

<sup>58</sup> Düzakın, a.g.e., s. 208.

<sup>59</sup> Jay Ritter ve Ivo Welch, “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, **Yale International Center For Finance**, Yale ICF Working Paper, No:02-01, February 8, 2002, s.7.

araştırma sonuçları irdelendiğinde; 1995 yılı ile 2001 yılı arasında teknolojiye yaşanan gelişmelerin, yatırımcının talebini artıracaklarını düşünen işletmeler tarafından iyi değerlendirildiği ve halka sunum zamanlamasının doğru yapıldığını söylemek mümkündür. ABD’deki bu gelişmelerin diğer borsaları da etkilediği söylenebilir.

**İşletmenin Durumu:** İhracı gerçekleştirecek işletmenin, ileriye dönük planları, finansal durumu ve geçmiş dönem mali tabloları da halka sunumda doğru zamanlama yapılmasına etki etmektedir. İşletmenin gelişmesindeki doğru zaman, onun geçmiş performansının gösterebildiği kadarıyla en güçlü cari yıl karını tahmin edilebildiği zamandır. Bu, varolan paydaşlar için çekici bir fiyat elde etme olanağı sağlamaktadır.

## 1.6.TÜRKİYE’DE VE DÜNYADA HALKA SUNUM OLGUSU

Türkiye’de sermaye piyasasının temeli 1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu ile atılmıştır. Aynı yıl SPK kurulmuş ve 1986 yılında 80 işletme ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçmiştir. 1986 yılında İMKB’de 80 işletme işlem görmeye başlamış, ilk halka sunumlar 2000 yılına kadar sayı ve hacim olarak artış göstermiştir. Ancak 2001–2002 yıllarında genel olarak sermaye piyasalarında görülen gerileme halka sunum piyasasında da kendini göstermiştir ve halka sunulan işletme sayısı azalmıştır. 2004 yılından itibaren halka sunumlarda canlanma başlamış, 2006 yılında Borsada işlem gören işletme sayısı 322’ye çıkmıştır.

**Tablo 5: Türkiye’de 1990–2006 Yılları Arasında Halka Sunulan İşletmeler**

	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>İşletme Sayısı</b>	35	29	36	1	5	4	12	11	18

**Kaynak:** İMKB Halka Sunum Verilerinden Derlenmiştir.

1986 yılında 13 milyon ABD doları ile başlayan, 2000 yılında 179 milyar ABD dolarına kadar yükselen işlem hacmi, 2001 yılında yaşanan krizden etkilenerek 79 milyar ABD dolarına düşmüş ancak 2004 yılından itibaren toparlanmaya başlamıştır.

1986–1996 yılları arasında gelişmiş ülkelerde borsaya kote sayısının gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla olduğu, fakat 1996 yılından sonra durumun değiştiği gözlenmektedir. Bunun en büyük sebebinin gelişmekte olan ülkelerde kotasyon şartlarına getirilen esneklik olduğu söylenebilir. Ancak 2000 yılında küresel piyasalarda borsaya kote olan işletme sayısı 50.000'i bulmuştur. Avrupa Birliği ülkelerinde ilk kez halka sunulan işletme sayıları incelendiğinde; 1995 yılında 437, 2000 yılında 807, 2004 yılında 502 olduğu görülmektedir. 2005 yılında dünya borsalarında halka açık işletme sayısında önemli bir artış olmamıştır. En büyük artışın Güney Kore Borsası'nda olduğu görülmektedir. Bu da üç borsanın Kore Borsası altında birleşmesinden ve yeni kotasyonlarla da halka açık işletme sayısını 1.619'a çıkartmasındandır.

## II. BÖLÜM: HALKA SUNUMDA PAY SENEDİ FİYATLAMASI

### 2.1. HALKA SUNUMDA FİYAT TANIMLARI

**Nominal Fiyat:** Pay senedinin üzerindeki değere, nominal fiyat denilmektedir. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için pay senedinin birincil pazara çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir. ABD başta olmak üzere Anglosakson ülkelerinde pay senetleri nominal veya itibari değeri taşımaz. Paylar adet olarak ifade edilir ve pay senetlerinin üzerinde yalnız temsil ettiği pay âdeti gösterilir. Pay senetleri ilk defa piyasaya sunulurken, ihraç eden işletmenin sunum ve istemi göz önünde bulundurularak kararlaştırdığı bir ihraç fiyatı ile satışa sunulurlar. Satış sonrası elde edilen gelirden masraflar düşüldükten sonra kalan net tutar işletmenin sermayesi olarak kabul edilir. Bu da ödenmiş sermayedir<sup>60</sup>. Türkiye’de pay senetlerinin nominal değeri bulunmaktadır.

**İhraç Fiyatı:** Pay senetlerinin halka sunum aşamasında satışa sunulduğu fiyattır.

**Piyasa Fiyatı:** Piyasadaki sunum ve isteme göre oluşan fiyatlardır. İşletme borsada işlem görüyorsa, piyasa fiyatı ile borsa fiyatı eş anlamlıdır.

### 2.2. PAY SENETLERİNİN FİYATLARINI ETKİLEYEN ETMENLER

Pay senetlerinin fiyatlarını etkileyen etmenler, işletme içi ve dışı etmenler olarak incelenmiştir.

---

<sup>60</sup> Karşlı, a.g.e., s. 386.

## 2.2.1. İşletme Dışı Unsurlar

Pay senedi fiyatlarını etkileyen işletme dışı etmenler; enflasyon, faiz oranları, piyasa psikolojisi, alternatif piyasalar, özelleştirme, vergi ve uluslararası borsa ve sermaye hareketleri olarak sıralanabilir.

### 2.2.1.1. Enflasyon

Enflasyonun pay senetleri üzerindeki etkisine yönelik farklı görüşler bulunmaktadır.

Fisher, pay senedi fiyatının enflasyondan bağımsız olduğunu ileri sürmektedir. Buna göre, pazarın etkin olduğu varsayımı altında pay senedi fiyatı verimliliği, yatırımcıların zaman tercihi gibi gerçek etmenler tarafından belirlenmektedir. Nominal faiz oranı bir enflasyon primini içermekte, bunun sonucunda da pay senedi fiyatı etkilenmemektedir. Ancak enflasyondaki artışın kısa ve uzun süreli olması pay senedi fiyatlarına negatif veya pozitif etki yapabilir<sup>61</sup>.

Boudoukh ve Richardson 1993 yılında, Amerika ve İngiltere’de yaptıkları çalışmalarında; bir yıllık kısa dönem içinde enflasyon oranı ile pay senetleri arasında negatif ilişki tespit ederken, beş yıllık uzun dönemde bu ilişkinin pozitif yönlü olduğunu ortaya koymuşlardır. Avrupa piyasaları için yapılan çalışmalarda, enflasyonla pay senetleri arasında negatif ilişki tespit edilmiştir<sup>62</sup>.

Karamustafa ve Karakaya’nın Türk pay senedi piyasasında enflasyon oranı ile borsa performansı arasındaki kısa ve uzun dönem için yaptıkları çalışmalarda; uzun dönemde enflasyon oranı ile pay senetleri arasında negatif ilişkinin kısmen geçerli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Kısa dönem ilişkilerde ise, enflasyonun işlem hacmi ile pozitif yönlü bir ilişki tespit ederken, işlem miktarı üzerinde ise herhangi bir etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir<sup>63</sup>.

---

<sup>61</sup>Bkz:Eugene F.FAMA and G.William Schwert “Asset and Returns Inflation” **Journal of Financial Economics** 5, 1977, s:1-2.

<sup>62</sup> Bkz: Steven A. Sharpe, “Reexamining Stock Valuation and Inflation:The Implications of Analysts’ Earnings Forecasts” July 2001,**Forthcoming, The Review of Economics and Statistics**, s: 4-5

<sup>63</sup>O. Karamustafa ve A.Karakaya, “Enflasyonun Borsa Performansı Üzerindeki Etkisi”, **KOU SBE Dergisi**, Sayı:7, 2004/1.



Enflasyon ile pay senedi arasında pozitif bir ilişkinin varlığı yüksek enflasyonun kısa süreceğine inanıldığı durumlarda söylenebilir. Buna göre pay senetleri yatırımcıyı enflasyona karşı korumaktadır. Fazla yüksek olmayan ılımlı bir enflasyon gerçekleştiğinde ve yüksek enflasyonun kısa süreceği beklendiğinde müteşebbisler var olan sermayenin tam çalışmasını tercih edeceklerdir. Bu da işletmenin satışlarında bir artış meydana getirecek ve işletme nominal kazançlarında meydana gelen artışla dağıtılan kâr payı payında da bir artış meydana gelecektir. Bunun sonucunda da pay senetlerinin değeri ve piyasa fiyatında artış meydana getirerek yatırımcılar enflasyondan zarar görmeyerek kârlı çıkabileceklerdir<sup>64</sup>.

Enflasyon ile pay senedi fiyatı arasındaki negatif yönlü ilişkiye uzun süreli yüksek enflasyon dönemlerinde rastlanabilir. Enflasyonda uzun süreli bir yükseliş olduğunda yatırımlarda bir azalma meydana gelecektir. Bu durumda işletme satışlarında düşüş başlayacak ve buna bağlı olarak da işletme ortaklarına daha az kâr payı dağıtacaktır.

Tahmini enflasyon oranları ile nominal pay senedi getirileri arasında pozitif, tahmini enflasyon oranları ile reel pay senedi getirileri arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Bu da pay senetleri üzerinde enflasyonun görünüşe göre şişirici bir etmen olduğunu göstermektedir<sup>65</sup>.

### 2.2.1.2. Faiz Oranları

Pay senedi fiyatları en çok parasal hareketlere ve parasal değişimlere karşı hassastır. Pay senedi fiyatları faiz oranlarındaki değişikliğin tersine bir durum sergilemektedir. Bunun sebebi; pay senedi fiyatlarının, gelecekteki tahmini kazançların, piyasa faiz oranlarıyla bugüne indirgenmesinden elde edilmesidir<sup>66</sup>.

Faiz oranları para sunumu ve enflasyon gibi etmenlerden doğrudan etkilenmektedir. Para sunumundaki artış, faiz oranlarını düşürücü bir etki yaparken pay senedi fiyatlarını artırıcı bir etki yapacaktır. Para sunumundaki düşüş ise, faiz

---

<sup>64</sup> H. Kanalıcı, Pay Senetlerinin Fiyat Tespiti ve Tesir Eden Etmenler, **SPK Yayınları**, No:77, Ankara, 1997.

<sup>65</sup> C. Sönmez ve A. Berik, Pay Senedi Getirileri ve Tahmini Enflasyon Arasındaki İlişki, **Doç.Dr. Yaman Aşkoğluna Armağan, SPK Yayınları**, No:56, Ankara, 1997.

<sup>66</sup> Kanalıcı, a.g.e., s: 58.

oranlarında yükselme meydana getirecek bu da yatırımcıyı alternatif yatırım araçlarına yönelterek pay senedi fiyatlarını düşürecektir.

### 2.2.1.3. Para Sunumu

Para sunumundaki dalgalanmalar pay senedi fiyatlarına üç şekilde etki etmektedir<sup>67</sup>:

Ekonomide herhangi bir nedenle bir para sunumu artışı olduğunda para sunumundaki artış reel gelirden artışa sebep olur. Ortaya çıkan yeni satınalma gücü toplam harcama miktarını yükseltir. Para sunumu değişikliklerinin toplam harcama üzerindeki etkisini üç şekilde incelenebilir. Bunlar; tüketim fonksiyonu, faiz haddi ve sermayenin marjinal etkinliğidir. Marjinal tüketim meylinin kuvvetli ya da zayıf oluşu, sermayenin marjinal etkinliğinin yeterli olması veya olmaması likidite tercihi fonksiyonunun şekli ve eğimi, para sunumundaki artışın mal ve hizmetlere olan istemi nasıl etkilediğini gösteren unsurlardır. Para miktarında meydana gelen bu değişiklik, bu fonksiyonlardan birini veya hepsini etkilemek suretiyle toplam istemin hacmini tayin etmektedir.

Ancak bu şartlar gerçekleştiğinde mal ve hizmet istemi artabilir. Menkul kıymet piyasalarında faaliyet gösteren işletmelerin ürünlerine olan istem aynı diğer işletmelerde olduğu gibi artacaktır. İşletmelerin satışlarında artış olması bu işletmelerin kârlarını artıracak ve bu da işletmelerin pay senetlerine olan istemi artıracaktır. Para sunumunun artması pay senetlerinin fiyatlarını yükseltme etkisi gösterecektir.

Para sunumu değişimleri pay senedi fiyatlarını belirli şartlar altında faiz haddi yolu ile de etkilemektedirler. Sunum elastikiyeti sifıra yaklaştığında çarpanın reel etkisi sona ererek ve mekanizma nakdi yönde işleyerek toplam harcamaları artıracaktır. Toplam harcamalardaki değişiklikler fiyatlar genel seviyesini etkilemektedir. Fiyatlar genel seviyesinin yükselme yönündeki hareketi faiz haddini yükseltecektir. Faiz haddi yükselmesi aynı zamanda pay senedi fiyatlarının düşmesine sebep olacaktır.

---

<sup>67</sup> Kanalcı, a.g.e., s: 54-56.

Para sunumundaki değişikliklerin pay senedi fiyatlarını etkilemesinin bir diğer yolu para piyasası ile ilgilidir. Para sunumunun yükselmesinin yarattığı fazla likidite ilk etki olarak faiz hadlerinin düşmesine yol açacaktır. Faiz hadleri ile pay senedi fiyatları arasında negatif bir fonksiyonel ilişki faiz hadlerinin düşmesine tepki olarak pay senedi fiyatlarının artmasına yol açacaktır.

#### **2.2.1.4. Alternatif Piyasalar**

Pay senedine alternatif yatırım araçları olarak; hazine bonusu, devlet tahvili, repo, döviz ve kıymetli madenler sıralanabilir. Alternatif piyasaların durgunluğu, yatırımcıları pay senedi piyasasına yönlendirir. Pay senedi piyasasında bir durgunluk yaşanırken alternatif piyasaların hareketlenmesi de yatırımcıyı alternatif piyasalara yönlendirecektir<sup>68</sup>.

Sabit getirili menkul kıymetler olan, hazine bonusu ve tahvilin getirisi faizdir. Faiz ile pay senedi fiyatı arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Faiz oranlarındaki artış, pay senedi fiyatlarını düşürürken, faiz oranlarındaki düşüş de pay fiyatlarında artış meydana getirecektir. Repo faizi de ekonomik belirsizliklerin olduğu ve bankaların nakit sıkışıklığına düştükleri durumda yükselerek yatırımcının istemini repoya doğru çekmektedir. Bu da pay fiyatlarını düşürücü bir etki yapmaktadır.

Diğer bir alternatif yatırım aracı olan dövizle pay senedi arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Döviz piyasalarındaki hareketlenmeler yatırımcının pay senetlerini kısmen veya tamamen akışkan hale getirerek dövizle yöneltecektir. Bunun sonucunda da pay senedine olan istem azalacak ve fiyatlarda düşüş meydana gelecektir. Döviz piyasalarındaki durgunluk da yatırımcıyı pay senedi piyasalarına yönelterek fiyatların artmasına yol açacaktır<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> Karşlı, a.g.e., s. 526.

<sup>69</sup> Sumeli, a.g.e., s.150.

### 2.2.1.5. Özelleştirme

Özelleştirme, üretimde verimliliği artırmak, rekabeti esas alan bir piyasa yapılanmasını sağlamak ve pay senedi mülkiyetini yaygınlaştırmak, devletin fonksiyonel etkinliğini belirli alanlar üzerinde yoğunlaştırma etkinlikleri olarak tanımlanmaktadır<sup>70</sup>.

Kamuya ait iktisadi kuruluşların zararları devlet bütçesinden karşılandığından, zararlar arttıkça bütçeden bu alana yönlendiren fonlar artmakta ve bütçe açık vermektedir. Bütçenin açığının kapatılmasında da piyasalardan borçlanma seçeneğine gidildiğinde, faiz oranlarını yükseltmekte ve bu da kaynakların üretimden devlet borçlanma senetlerine yönelmesine yol açmaktadır. Bunun sonucunda işletmelerin maliyetleri artarak kârları azalmaktadır. İşletme kârlarındaki azalış da devlet borçlanma senetlerinin getiri oranlarında yükselişe ve pay senedi fiyatlarının düşmesine yol açmaktadır.

Bununla birlikte özelleştirmenin pay senetleri üzerindeki etkisi büyük ölçüde pay senedi piyasasındaki sunum-istem dengesine bağlıdır. İşlem hacminin düşük, pay senetlerine talebin yetersiz olduğu dönemlerde özelleştirme yoluyla yapılan pay senedi ihracı fiyatların düşmesine neden olmaktadır<sup>71</sup>.

Yatırımcılar, hükümetlerin özelleştirme konusunda atacakları adımları dikkatle takip etmektedir.

### 2.2.1.6. Vergi

Vergi politikaları da tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendiren yatırımcıları yakından ilgilendirmektedir. Sermaye piyasasında vergiler; gelir ve kurumlar vergisi yani dolaysız vergiler ile sermaye piyasasındaki işlemlerden elde edilen gelirleri vergilendiren dolaylı vergilerdir.

---

<sup>70</sup> Güven Sevil, "Borsada Satış Yoluyla Özelleştirme", **Anadolu Üniversitesi Yayın No: 927**, Eskişehir, 1996, s.79.

<sup>71</sup> Sumeli, a.g.e., s. 152.

Dolaysız vergilerdeki artış pay senedi fiyatlarını düşürücü bir etki yapmaktadır. Dolaysız vergideki indirim, istisna ve muafiyetler pay senedine olan istemi artırarak fiyatların yükselmesine etki etmektedir.

Dolaylı vergilerin etkilerine dair değişik görüşler bulunmaktadır. Bir görüşe göre, menkul kıymetlerin fiyatları beklenen getiri oranının iskonto edilmiş halidir. Eğer beklenen getiri oranı risk ile pozitif bir ilişkiye sahipse, riski azaltıcı bir verginin yürürlüğe girmesi getiri oranını düşürerek menkul kıymet fiyatlarını artırır.

Bunun aksini savunan görüşe göre, işlem vergisinin konulması menkul kıymetin fiyatını düşürmektedir. Çünkü menkul kıymetler her el değiştirdiğinde vergiye tabi olacaklar ve işlem yapmanın maliyetini artıracaktır. İşlem maliyetinde vergi nedeniyle ortaya çıkan artış, beklenen getiri oranını yükselterek pay senedi fiyatını düşürecektir.

Ancak bütün pay senetlerinde fiyatlar aynı oranda etkilenmeyebilir. Bu da payın akışkan ve aktif olmasıyla ilgilidir<sup>72</sup>.

#### **2.2.1.7. Mevsimsel Konjonktür**

Pay senedi fiyatları üzerinde mevsimsel konjonktürün etkili olup olmadığı yönünde dünyada ve Türkiye’de birçok araştırma yapılmıştır. Rozetf ve Kinnery’nin ABD pay senedi piyasası için yaptığı araştırmaya göre, Ocak, Temmuz, Kasım ve Aralık aylarında fiyatlarda yükseliş yaşanırken, Şubat ve Haziran aylarında fiyatlar düşmektedir<sup>73</sup>.

Özmen, dünya borsalarında gözlenen anomaliler ve İMKB üzerine 1997 yılında yaptığı çalışmada ay etkisi ile ilgili şu sonuçları elde etmiştir<sup>74</sup>:

- Günlük bazda % 0,2989 ile en yüksek getiriyi sağlayan ay, Ocak ayı olup, bu ayı Haziran ve Eylül ayları takip etmekte,

<sup>72</sup> C.Yılmaz, “Sermaye Piyasalarında Vergilendirme”, **SPK Yayın No:23**, b:2, Ankara 1996, s: 167.

<sup>73</sup> Hüseyin Dağlı, Türk Hisse Senedi Piyasasının Takvim Etkileri: Haftanın Günleri, **Prof. İsmail Türk’e Armağan, SPK Yayın No: 54**, İstanbul 1996, s: 254.

<sup>74</sup> Tahsin Özmen, “Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme” **SPK Yayınları**, Yayın No: 61, Ankara.

- Günlük % -0,0700 ile negatif getiri sağlayan tek ay Ekim ayı,
- Pay senedi getirilerinin yılın birinci ayından üçüncü ayına kadar belli bir oranda düştüğünü, Mart ayında taban yaptıktan sonra tekrar yükselişe geçerek ikinci üç aylık dönemin sonunda (Haziran) tekrar zirve yaptığını, Temmuz ayında taban olduktan sonra yükselişe geçerek Eylül ayında üçüncü zirvesine ulaştığı, Ekimde ise yılın en düşük düzeyine indikten sonra tekrar yükselişe geçtiğini,
- Diğer aylara göre yılın ilk üç ayında piyasa oynaklığının daha fazla olduğunu, en yüksek standart sapmanın Mart, en düşük standart sapmanın ise Haziran ayında görüldüğünü,
- Aylık getirilerin bir bütün olarak değerlendirilmesinde uluslararası bulguların tersine aylar arasında istatistiki açıdan anlamlı bir fark bulunmadığını,
- Ayların ilk ve ikinci yarılarının karşılaştırılması açısından; her iki yarısı da yüksek getiri sağlayan ve istatistiksel açıdan anlamlı tek ayın Haziran ayı olduğunu,
- İlk yarılarla ikinci yarılarının ortalama getirilerinin karşılaştırılmasında, ilk yarılardan ikinci yarılara göre yaklaşık beş kat daha yüksek getiri sağladığını,
- Ay sonu öncesi iki günün ortalama getirilerinin, diğer günlerin ortalama getirilerinden farksız olduğunu, aybaşı öncesi iki günün ortalama getirilerinin ise diğer günlerin ortalama getirilerinden üç kat daha yüksek olduğu, tespit edilmiştir<sup>75</sup>.

Özmen, yaptığı çalışmada ay etkisine ilişkin olası nedenleri ise şu şekilde sıralamıştır<sup>76</sup>;

- Finansal yazımda Ocak ayı etkisi ile ilgili olarak ileri sürülen nedenlerden bir tanesi, yatırımcıların vergiden kaçma motivasyonu ile aralık ayı sonunda yaptıkları satışların oluşturduğu bir baskıdır. Aynı görüşe göre yatırımcılar, mali yılsonunda vergilendirilebilir gelirden düşmek amacı ile zarar ettikleri pay senetlerini aralık ayında satarak realize etmektedirler. Bu da aralık ayında fiyatların düşmesine sebep olmaktadır. Ocak ayında ise satış baskısının kalkması ve satılan pay senetlerinin tekrar portföye alınması ile pay fiyatları

<sup>75</sup>Hüseyin Dağlı, a.g.e., Özmen'in saptadığı bulgulara paralel sonuçlara ulaşmıştır.

<sup>76</sup> Özmen, a.g.e.,

aşırı bir artış göstermektedir. Bu verinin Türk Pay Senedi Piyasası için geçerli olduğunu söylemek zordur. Çünkü Türk vergi sisteminde sermaye kazançlarının vergilendirilmesi, yatırımcıları zarar realizasyonu amacı ile satışa yönlendirecek yapıda değildir.

- Türk Pay Senedi Piyasası'nda görülen aylık etkilerden birisi; ekonomideki nakit akımları ile alternatif yatırım araçlarının getirilerinde görülen mevsimsel eğilimlerdir.
- Ocak ayı pek çok finansal olayın başladığı, stratejik planlama ve programlamanın yapıldığı, yeni finansal kararların alındığı, ikramiyelerin, primlerin ödendiği, kamusal ücretlerde artışların sağlandığı, alacak ve borç ödemelerinin daha yoğun olduğu ve yılbaşı canlılığının hâkim olduğu bir aydır. Bu ayda ekonomideki canlanmaya paralel olarak parasal parametrelerde de bir artışın olması normaldir.
- Ayrıca enflasyon oranları, döviz kurları faiz oranları, kamunun borçlanma gereği gibi değişkenlerde belli bir trendin olduğu gözlemlenmektedir. Örneğin enflasyon oranı, yılın ilk aylarından başlamak üzere Mayıs ayına kadar yükselişe trendine girmekte, daha sonra yaz rehabetine girip düşmekte ve Eylülde tekrar yükselişe geçmektedir.
- Yılın ilk aylarında görülen kamu finansmanındaki darboğaz ve enflasyon oranındaki artış, alternatif yatırım araçlarının getirilerini de etkileyeceğinden, borsa bileşik endeksi de belli mevsimsel hareketler göstermiş olabilir. Bileşik endeksin, Ocak, Haziran ve Eylül aylarında zirve; Mart, Temmuz ve Ekim aylarında ise taban yapmasına ve ayların ilk yarılarında daha yüksek getiri sağlamasına, neden olan unsurlar arasında; yılın ilk ve son çeyreğinde finansal sıkıntı yasayan ve yaz aylarında rahatlayan kamusal borçlanmanın etkisi, ekonomideki nakit giriş ve çıkışlarının etkisi, yine aynı şekilde yılın ilk ve son çeyreğinde yükselme, yaz aylarında düşme gösteren enflasyon ile buna bağlı olarak benzeri bir eğilim gösteren faiz oranları ve döviz kurlarının izlediği eğilimler gösterilebilir.
- IMKB' de görülen ay içi ve aylık etkilere yol açan olası bir neden de, periyodik olarak yayımlanan finansal bilgilerin kamuoyuna duyurulması zamanı, bilgilerin taraflar arasında eşit ve adil dağılımı ile bilgisel riskin fiyatlandırılması olabilir. Aylık getiriler incelendiğinde; dip noktalarının

genelde üç aylık ara mali tabloların yayımlanma dönemine veya sonrasında denk düştüğünü; buna karşın tepe noktalarının ise mali tabloların hazırlanma dönemine veya yayımlanma öncesi döneme denk düştüğü görülmektedir.

### 2.2.1.8. Piyasa Psikolojisi

Ekonomik ve politik ortamların uygun olduğu dönemlerde borsada bir durgunluk görülebilmekte ve fiyatlar düşebilmektedir. Bazı olumsuz koşulların olduğu dönemlerde de borsanın canlılığını koruduğu, fiyatların yükseldiği görülebilmektedir. Bu tür durumlar yatırımcının, ekonomik, siyasal ve politik gelişmeler hakkında karamsar veya iyimser olmalarından yani piyasa psikolojisinden kaynaklanmaktadır. Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında yaptıkları çalışmada, yatırımcı psikolojisinin pay senedi fiyatlarının oluşumunda rolü bulunabileceğini ortaya koymuştur<sup>77</sup>. Yatırımcı psikolojisinin finans piyasalarına etkilerini inceleyen üç teori bulunmaktadır; zihinsel muhasebe teorisi, sürü davranışı teorisi ve yatırımcı duyarlılığı teorisi<sup>78</sup>.

**Zihinsel Muhasebe Teorisi:** Bireylerin işletmelere benzer bir biçimde kararlarını ayrı zihinsel hesaplara kaydedilmesi şeklinde ifade edilmektedir. Bir seçeneğe ait olan sonuç, zihinsel hesaba kaydedildikten sonra, o sonucun değerlendirilmesini etkilemektedir. Bu da yatırımcıların rasyonel olmayan finansal kararlar almasına neden olabilmekte ve zamanla yatırımcıların hatalı kararlar almasına yol açmaktadır<sup>79</sup>.

**Sürü Davranışı Teorisi:** Finans piyasaları uzun vadede bilgisel bakımdan güçlü formda etkindir. Yatırımcılar kendi bilgileri yerine başkalarının işlemlerine göre davranış sergilediklerinde bu etkinlik ortadan kalkmaktadır. Sürü davranışı olarak adlandırılan bu davranış, yatırımcıları piyasaya ilişkin bilgi edinmek yerine birbirlerini taklit etmeye zorlamaktadır. Yatırımcının verdiği bir yatırım kararı,

---

<sup>77</sup> Kahneman, Daniel ve Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometrica*, 1979, c.47. S.2. ss.263-292.

<sup>78</sup> Serpil Canbaş ve Serkan Y.Kandır, "Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi" **10. Ulusal Finans Sempozyumu**, İzmir, Kasım 2006.

<sup>79</sup> Thaler, Richard, "Mental Accounting and Consumer Choice", *Marketing Science*, 1985,c.4. S.3. ss.199-214.



diğer yatırımcıların kararına göre değiştirmesi sürü davranışı olarak kabul edilmektedir<sup>80</sup>.

**Yatırımcı Duyarlılığı Teorisi:** Geleneksel varlık fiyatlama yöntemlerinin temel varsayımlarından birisi yatırımcıların rasyonel olduğudur. Fakat yatırımcılar duygusal kararlarda alabilmektedir. Yatırımcılar, bazen bilgi yerine söylentilere göre, bazen de piyasa bilgilerine gerekenden az veya çok reaksiyon göstermektedir. Bu duygusal davranışlar sistematik bir hal aldığında finans piyasaları için bir risk kaynağı haline gelmektedir. Yatırımcı duyarlılığı teorisinin temelini; söylenti ticareti, aşırı reaksiyon ve düşük reaksiyon teşkil etmektedir.

- a. **Söylenti Ticareti;** 1986 yılında Black tarafından ortaya atılan bu kavram, De Long, Shleifer, Summers ve Waldman tarafından geliştirilerek kabul gören bir teori haline gelmiştir. Bu teoride iki tip yatırımcı bulunmaktadır: Rasyonel yatırımcılar ve söylenti tacirleri. Rasyonel yatırımcıların menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri rasyoneldir. Söylenti tacirlerinin ise beklentileri duyarlılıklarının etkisi altındadır. Söylenti tacirleri, beklenen getirileri bazen yüksek bazen de düşük tahmin etmektedirler. Söylenti ticaretine maruz kalan menkul kıymetler, diğer menkul kıymetlere göre daha yüksek getiri sağlayacak ve gerçek değerlerine göre daha düşük fiyatlandırılacaklardır<sup>81</sup>.
- b. **Aşırı Reaksiyon ve Düşük Reaksiyon;** yatırımcıların bazı haberlere aşırı reaksiyon verdiğini ortaya koyan ilk çalışma 1985 yılında De Bondt ve Thaler tarafından yapılmıştır. Bu çalışma; hakkında uzun süre iyi haber ve bilgiler yayılan menkul kıymetlerin aşırı değerelebildiği, yatırımcıların karar alırken en son gelen bilgilere daha fazla ağırlık verirken, temel oran bilgilerine daha az ağırlık verdiği sonuçlarına ulaşmıştır. Aşırı reaksiyon büyük ölçüde yatırımcıların aşırı iyimser veya kötümser beklentilerinden kaynaklanmaktadır<sup>82</sup>.

---

<sup>80</sup> Decamps, J.P. and , Stefano Lovo, "Risk Aversion and Herd Behavior In Financial Markets",2002, <http://ssrn.com/abstract=301962>, 2002,

<sup>81</sup> Shleifer, Andrei ve Lawrence H. Summers, "The Noise Trader Approach To Finance", **Journal of Economic Perspectives**, 1990, c.4. S.2. ss.19-33.

<sup>82</sup> De Bondt, Werner F. M. ve Richard Thaler, "Does the stock market overreact?", **Journal of Finance**,1985 c.40. S.3. s:793-805.

Düşük reaksiyonun psikolojik nedeninin “tutuculuk” yani bireylerin yeni gelişmelerle karşılaştıklarında inançlarını değiştirmekte yavaş kalmaları şeklinde ifade edilmektedir. Yatırım kararlarında tutucu olan yatırımcılar, işletmelerin kamuya yaptığı açıklamaların geçici etmenleri kapsadığını ve önceki tahmine bağlı kalmanın daha doğru olduğunu düşünerek karar almaktadırlar<sup>83</sup>.

Canbaş ve Kandır’ın 1997–2006 yılları arasında yatırımcı duyarlılığının İMKB sektör getirileri üzerindeki etkisini incelemek için bir araştırma yapmışlardır. Araştırma sonuçlarına göre; yatırımcı duyarlılığı, sektöre bağlı olmaksızın tüm işletmelerin pay senedi getirilerini etkilemektedir. Yapılan modele ekonomik değişkenler ilave edildiğinde de sonuçlar geçerliliğini korumuştur. Bu da yatırımcı duyarlılığının ekonomik gelişmelerin yansıması olduğu yönündeki iddiaların yersiz olduğunu kanıtlanmıştır. Araştırmanın bir diğer bulgusu da yabancı yatırımcıların yatırım davranışlarının, pay senedi üzerindeki önemli etkisidir. Yabancı yatırımcıların Türkiye’deki pay senedi yatırımlarını artırması veya azaltması, yerel pay senedi yatırımcılarının eğilimlerini büyük ölçüde etkilemektedir. Bu da yabancı yatırımcıların İMKB pay senedi piyasası üzerinde olduğu iddia edilen ancak rakamlaştırılmayan yönlendirici etkisinin varlığını somut bir şekilde ortaya çıkarmaktadır. Bu çalışma sonuç olarak, pay senedi fiyatlarının sadece şirketlerin gerçek değerlerini ve rasyonel beklentilerini yansıtmadığını, pay senedi fiyatlarında yatırımcı duyarlılığının da dikkate izlenmesi gerektiğini ortaya koymuştur<sup>84</sup>.

### 2.2.1.9. Yabancı Borsalar ve Sermaye Hareketleri Etkileri

Yabancı sermaye; yatırılabilir kaynakların kişi ve kurumlar tarafından bir başka ülkeye taşınması şeklinde tanımlanabilir ve doğrudan yatırımlar ile portföy yatırımı şeklinde iki gruba ayrılır<sup>85</sup>. Yabancı sermaye girişi, bir ülkenin sermaye piyasalarını canlandırıcı bir etki yapmaktadır. Yabancı sermaye yapısal reformların gerçekleştirilmesinde en büyük katkıyı sağlayan güçlerden biridir. Özellikle

---

<sup>83</sup> Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer ve Robert Vishny, “A Model of Investor Sentiment”, **Journal of Financial Economics**, 1998, c.49, s.:307-343.

<sup>84</sup> Canbaş ve Kandır, a.g.e., s:23-24.

<sup>85</sup> Müge İşeri ve Zerrin Aktaş, “İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)”

gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilen özelleştirmelerde pay senedi sunumunun üçte biri yabancı yatırımcılar tarafından karşılanmaktadır<sup>86</sup>. Özelleştirmelerin sermaye piyasalarını canlandırıcı etkisini, yabancı yatırımcıların portföy yatırımları ile yerel piyasadan yaptıkları alımlarının pay senedi fiyatlarını artırmak ve yerel piyasalardaki ilgiyi sermaye piyasalarına yoğunlaştırmak şeklinde görülmektedir.

Küreselleşmeyle birlikte uluslararası portföy yatırımları giderek artan bir önem kazanmaktadır. Bunun nedeni, yabancı yatırımcıların dünya menkul kıymet borsalarında artan sayıda alıcı olmaları ve fiyatları kontrol etme imkânına sahip olmalarıdır. Yabancı yatırımcılar nakit aktarımında ne kadar aktif olurlarsa dünya piyasalarındaki pay senedi fiyatları o ölçüde yükselmektedir. Bunun yanı sıra yabancı yatırımcıların menkul kıymet satışı yapmaları ya da piyasadan çekilmeleri fiyatlarda önemli ölçüde düşüş riskini de beraberinde getirmektedir<sup>87</sup>.

Gelişmekte olan ülkelere yapılan dolaylı sermaye yatırımları, özellikle finansal kriz zamanlarında, yatırım yapılan ülkenin para ve döviz politikalarındaki sorunları ağırlaştırabilmektedir. Yabancı yatırımcıların ikincil piyasadan sağladıkları likiditeyle, sahip oldukları menkul kıymeti büyük miktarda satıp elde ettikleri geliri ülkelere transfer etmeleri krizsel sonular yaratabilmektedir. Yabancı sermaye hareketlerinin kısa vadeli, spekülâtif amaçlara yönelik olması “sıcak para” olarak adlandırılan sermaye faiz çıkışlarını hızlandırmaktadır<sup>88</sup>.

Gelişmekte olan ülkelerde, bütçe açıkları kapatılmadan, yüksek enflasyon oranı düşürülmeden ve ticarete rekabet edebilecek düzeye gelmeden uluslararası sermaye girişi serbest bırakıldığında ülkelere zarar getirebilmektedir. 1997 Asya finansal krizinin merkez üssü olan Tayland, döviz giriş çıkışlarında çok az yasal düzenlemeye sahiptir. Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan krizlerin en önemli nedenlerinden birisi olarak, bu ülkelere gelen yoğun sermaye akımları gösterilmektedir. Bu ülkelerde yaşanan asimetrik bilgi sorununun da etkisiyle uluslararası sermaye akımlarının, finansal istikrarsızlığı daha da arttırdığı

---

<sup>86</sup> TÜSİAD, Gelişmekte Olan Ülkelerde Özelleştirme Uygulamaları Sempozyumu, Yayın No: T/93, s:55.

<sup>87</sup> Erdem Sağlamer, Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniv. SBE, İzmir, 2003, s. 5.

<sup>88</sup> Sağlamer, a.g.e., s: 77.

bilinmektedir. Sermaye akımlarının yarattığı aşırı risk alma ve borç miktarındaki artışlar, banka bilânçolarının daha da kötüleşmesine neden olmuştur.

Uluslararası sermaye akımlarının küreselleşme sürecinde edindiği özelliklerin, oynaklığı arttırıcı, istikrarsızlığı besleyici etkilerinin yanısıra, yöneldiği ülkelerde, büyüklükleri de benzer etkiler yaratacak yönde bozduğu savı, öne sürülen en önemli tezlerden birisidir<sup>89</sup>. Ülkelerin uluslararası finans kesimi ile olan ilişkileri finansal krizlerden etkilenme derecelerini de belirlemektedir. Bu doğrultuda Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan son finansal krizlerin bir nedeni olarak görülen sermaye hareketlerinin, 21. yüzyılın başlarında hükümetler tarafından bir takım kısıtlamalara tabi tutulması düşünülmektedir. Bu doğrultuda küresel finansal krizlerden kurtulabilmek için kısa vadeli sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar, doğrudan ve dolaylı kontroller olarak iki ana gruba ayrılmaktadır<sup>90</sup>:

Doğrudan kontroller; açık yasaklamalar, miktar kısıtlamaları ya da onay süreci ile sermaye işlemlerinin veya ilgili ödemelerin ve fon transferlerinin kısıtlanmasıdır. İdari kısıtlamalar, ilgili sınır ötesi finansal işlemlerin hacmini etkilemeyi amaçlar. Bu kontrollerin genel özelliği, sermaye akımlarının kontrolü için bankacılık sistemine idari yükümlülükler getirmesidir.

Diğer bir kontrol türü, dolaylı kontrollerdir. Buna göre; çift ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların açık ya da gizli vergilenmesi (Tobin vergisi) ve diğer piyasa temelli önlemlerle sermaye hareketlerinin daha maliyetli kılınarak kısıtlamaya çalışılmasıdır. Bu kontroller, yalnızca fiyatı ya da hem fiyatı hem de işlemin hacmini etkileyebilmektedir.

#### **2.2.1.10. Spekülasyon ve Manipülasyon**

Spekülasyon, sermaye kazancı elde etmek amacıyla bir varlığın satın alınması olarak tanımlanabilir. Sermaye piyasalarında spekülasyon, piyasada ekonomik dalgalanmalarla geleceği belirsiz hale getirerek kazanç sağlamaktır.

Önceden saptanan biçimde, belirli pay senedinin olağan koşullarda sunum ve isteme göre oluşan değerlerden farklı bir değer almasına yönelik kasıtlı çalışmalara

<sup>89</sup> T. Berksoy ve B. Saltoğlu, “Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri”, **İstanbul Ticaret Odası**, İstanbul 1998, s:63.

<sup>90</sup> K.Duman, “Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri”, **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi**, 8/2004, s:48.

manipülasyon denilmektedir. Manipülasyon ise, menkul kıymet piyasalarında yüksek kazanç elde etme amacıyla pay senedi fiyatlarını yapay olarak yükseltmek, düşürmek veya belli bir seviyede tutmak için menkul kıymet işlemleri yapılmasıyla oluşmaktadır<sup>91</sup>.

Yazıoğlu ve Muradoğlu (2001) 1993–1998 yıllarında borsa dergileri tarafından yapılan pay senedi alım tavsiyelerini incelemiştir. Araştırmada tavsiye edilen pay senetlerinin tavsiye gününden önce fiyatlarının yükseldiği, tavsiye gününden itibaren fiyatlarının düştüğü belirlenmiştir. Dergide yapılan tavsiyelerle küçük yatırımcıların daha önce fiyatları yükselen belli pay senetlerinin alımına yönlendirildiği, bu paylara sahip olan spekülörlerin ise payları alıma yönelik yatırımcılara satarak manipülasyon yaptıkları izlenimini vermiştir<sup>92</sup>.

Manipülasyon piyasada; hareket tabanlı, bilgi tabanlı ve işlem tabanlı olarak yapılmaktadır. Bu işlemlerde başlıca üç amaç bulunmaktadır<sup>93</sup>.

- Fiyat yükseltici alım-satım işlemlerinde bulunmak,
- Menkul kıymet fiyatlarını sabitleştirme etme amaçlı işlemler yapmak. Bu işlemler sonucunda menkul kıymet fiyatı doğal olarak ulaşacağı seviyeden daha iyi bir noktaya gelmektedir. Bu yöntem özellikle yeni menkul kıymetlerin ihracında yaygındır.
- Fiyatların tamamen düşmesine yönelik bir amaç izlemek.

### **2.2.1.11. Bütçe Açığı**

Bütçe açığı devletin gelirleri ile giderleri arasında ortaya çıkan dengesizliklerden kaynaklanmaktadır. Bütçe açığını kapatmanın üç yolu vardır; harcamaları kıstak, gelirleri artırmak ve harcamaları azaltırken gelirleri artırmak. Bütçe açığını sürüm hacmini artırarak kapatmak enflasyonunu arttırıcı, iç borçlanma

---

<sup>91</sup>M.V. Tezcanlı, “İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyon”, İMKB Yayınları, İstanbul, 1996, s:40.

<sup>92</sup> Mehmet B.Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004, s. 301.

<sup>93</sup> Tezcanlı, a.g.e., s: 124.

ile kapatmaya çalışmak da faiz hadlerini artırıcı etki yapacaktır. Bunların sonucunda da pay fiyatları etkilenecektir<sup>94</sup>.

## 2.2.2. İşletme İçi Etmenler

Pay senedi fiyatını etkileyen işletme içi etmenler; kâr dağıtım politikaları, sermaye artırım kararları, finansal yapı, yönetimi ve içerden öğrenenler ticareti adı altında incelenebilir;

### 2.2.2.1. Kâr Dağıtım Politikaları

Pay senedi fiyatları ve tahmini işletme kazançları, işletmenin cari ve geçmişteki kazançlarının aktüel seviyesine bağlıdır. Kârpayı dağıtacak işletmelerin pay senedi fiyatı; işletmenin gücü, kârpayı politikası, bilânço kârı, gelecekteki kârlılık, sermaye artırma ihtimali gibi etmenlerden etkilenmektedir.

Dağıtılacak kâr payının miktarı, pay senedine olan istemi etkileyebileceğinden, pay senedinin fiyatını dolayısıyla da işletmenin piyasa fiyatını etkileyebilir.

Miller - Modigliani; mükemmel pazarların olduğu ve vergilerin olmadığı bir dünyada kâr payı ödemelerinin işletmenin değeri üzerinde etkisi olmadığını ileri sürmektedir<sup>95</sup>.

Gordon - Lintner; Kâr payı dağıtımının pay senedi fiyatlarının dolayısıyla işletmenin piyasa değerini etkilediğini, yatırımcının riskini azalttığını ileri sürmektedirler. Kâr payı dağıtımının, yatırımcılar tarafından istenilen bir durum olduğu kabul edilmektedir<sup>96</sup>.

Myron Goron'a göre, işletmenin yeni yatırımlara girmesi sonucunda elde edebileceği kârlılık oranının, ortakların alternatif kârlılık oranı ile karşılaştırılması ile bazı etkileri olabileceğini kabul etmektedir<sup>97</sup>.

---

<sup>94</sup> Karan, a.g.e., s:447.

<sup>95</sup> Ceylan, a.g.e., s: 233.

<sup>96</sup> Akgüç, a.g.e., s:781.

<sup>97</sup> Akgüç, a.g.e., s:780-781.

### 2.2.2.2. Sermaye Artırım Kararları

Sermaye artırımlarının pay senedi fiyatı üzerinde üç tür etki yaratabilir; nötr fiyat etkisi, pozitif fiyat etkisi ve negatif fiyat etkisi<sup>98</sup>.

Nötr fiyat etkisini, etkin piyasalar kuramı teorisyenleri savunmaktadır. Bu görüşe göre, pay senedi arzındaki artış fiyatlarda herhangi bir etki yaratmamaktadır. Çünkü risk ve nakit akımları veri alındığında, bir pay senedinin aşırı değerlendirilmesi dolayısıyla getirisinin düşmesi yatırımcıları harekete geçirerek pay senedini satmaya ve onun yerine başka pay senedi almaya yönlendirerek fiyatı dengede tutmaktadır.

Pozitif fiyat etkisini savunanların tezi, sermaye artırımlarının borç/öz kaynak oranını düşürmesi nedeniyle, işletmenin iflas veya finansal krize girme olasılığının azalması, işletme yöneticilerinin işletme değerini artırma düşüncesiyle pozitif bugünkü değerli projelere yatırım yapılmasını kabul edeceği ve pay fiyatlarının artacağı varsayımına dayanmaktadır.

Negatif fiyat etkisi konusunda birçok teori bulunmaktadır.

#### a. Bilgiye Dayalı Hipotezler

**Aktiflerin Gerçek Değerine İlişkin Sinyal;** İşletme yöneticisinin mevcut ortakların yararına hareket ettiği veri alındığında, işletmenin piyasa değeri, aktiflerin öz değerini aşarsa işletme pay senedi ihraç edecektir. Yatırımcılar bu olayın farkında olduklarından, işletmenin pay senedi ihracını olumsuz bir sinyal olarak değerlendirerek payların fiyatlarını düşüreceklerdir.

**Nakit Akımlara İlişkin Sinyal;** Beklenmeyen sermaye artırımlarını, işletmenin otofinansman yoluyla sağlayabileceği kaynaklarının yatırımların finansmanı için yetersiz olduğuna ilişkin bir sinyal olarak algılar. Bunun sonucunda pay senedi de tahvilde piyasaya olumsuz sinyal vererek fiyatların düşmesine neden olmaktadır.

**Aracı Maliyeti;** Yöneticiler bir işletmenin gelecekte beklenen nakit akımları hakkında yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahip olduklarından, beklentileri iyiyse pay senetlerini ellerinde tutma yönünde, beklentileri iyi değilse pay senetlerini

---

<sup>98</sup> Tahsin Özmen, "Sermaye Artırımlarının Pay Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri", **Doç.Dr. Yaman Aşkoğluna Armağan, SPK Yayın No: 56**, 1997, s: 150-157.

dışarı satma yönünde bir davranış sergilerler. Yatırımcılar bu durumda fiyatları düşürme yoluna gitmektedirler.

#### **b. Fiyat Baskısı Hipotezi**

**Negatif Eğimli İstem Eğrisi Hipotezi;** bu görüşü savunanlar, gerçek dünyada piyasaların etkin olmadığını, tam rekabet koşullarından uzak olduğunu, piyasalarda bilgisel asimetri bulunduğunu, işlem maliyetinin sıfır olmadığını, tam ikamenin olanaksız ve her pay senedinin kendine özgü bir ürün olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu nedenlerle de pay senedi miktarındaki artışın fiyatlara baskı yaparak düşüreceğini ve fiyattaki mutlak düşüşün ihraç miktarıyla doğrudan ilişkili olduğunu kabul etmektedirler.

**İhraç veya İşlem Maliyeti Hipotezi;** bu görüşe göre yatırımcılar, mevcut portföylerine yeni pay senedi almak istediklerinde belli bir işlem maliyetine katlanacak ve pay senedi fiyatlarını bu maliyet ölçüsünde düşüreceklerdir.

#### **c. Finansal Kaldıraç Hipotezi**

**Vergi Yararı Hipotezi;** Sermaye artırımını işletmelerin sermaye yapısını değiştirerek finansal kaldıraç düşürecektir. Bu, işletmenin vergi yararını azaltacak ve fiyatlar düşecektir.

**Servet Transferi Hipotezi;** finansal kaldıraçta beklenmeyen bir azalma işletmenin borçlarını daha riskli hale getirerek tahvil sahiplerine servet transferi sağlayacak bu da pay senedi fiyatlarını düşürecektir.

**Bekleyişler Hipotezi;** işletmenin seçmiş olduğu sermaye yapısı, yönetimin nakit akımları konusunda geleceğe ilişkin sinyaller verir. Borç/özkaynak oranının yüksekliği yönetimin finansal kabiliyetini sınırlar, fakat buna rağmen yönetimin bu oranı yükseltmesi piyasaya olumlu bir sinyal vermektedir. Aksine sermaye artırması da olumsuz bir etki yapmaktadır.

Türkiye’de sermaye artırımında söz konusu etkilerden sadece pozitif etkinin olduğu gözlenmektedir.



### 2.2.2.3. Finansal Yapı

Pay senedi fiyatları, bunları ihraç eden işletmenin mali yapısından etkilenmektedir. Pay senetlerine yatırım yapılması söz konusu olan işletmenin ve faaliyetlerinin analizini yapmak için; işletmenin unvanı, mazisi ve şöhreti, sermayesi, ihtiyatları, yeniden değerlendirme fonu, personel sayısı, yöneticilerin ehliyeti, yetkileri, üretim konusu, kapasitesi, cirosu, ihracat olanakları, kredi olanakları, yatırım projeleri, sermaye artırım ihtimali ve olanakları, kârlılık durumu, kâr dağıtım politikası, pazardaki payına bakılmaktadır. Yapılan incelemelerde işletmenin faaliyetlerinde gelişme olup olmadığı, işletmenin gelecek vaat edip etmediği hakkında bir fikir edinilerek yatırım kararı alınmaktadır<sup>99</sup>.

## 2.3. İLK HALKA SUNUM FİYATININ BELİRLENMESİ

İlk halka sunum kararı veren bir işletme için en zor süreç, işletmenin değerinin ve pay senetlerinin halka sunum fiyatının belirlenmesidir.

Halka sunulan pay senetlerinin fiyatlandırılmasında ve tahsisinde öncelikle üç unsur rol oynamaktadır:

Bunlardan ilki, ihraççı işletmedir. İhraççı işletme genelde işletmenin nakit akımlarını maksimize edecek en yüksek fiyattan pay senetlerini satmak ister. İkincisi yatırımcılardır. Yatırımcılar, genelde kurumsal, bireysel, yerli ve yabancı olarak kategorilere ayrılmakla birlikte hepsinin temel beklentisi, kısa sürede yüksek kazanç sağlayan düşük fiyatlanmış pay senetlerine yatırım yapabilmektir. Üçüncü unsur ise aracı kurumlardır. İhraççı işletme ile yatırımcılar arasında aracılık rolünü üstlenen bu kurumlar bir ikilem yaşamaktadır. Halka sunumu yüklenen veya sunuma aracılık eden bir aracı kurum, halka sunum fiyatını düşük belirlediğinde, ikincil piyasada pay senetlerinin işlem görmesiyle pay fiyatlarında bir yükselme olacak ve bu durum ihraççı işletmenin potansiyel kazancını kayba dönüştürecektir. İstenmeyen sonuç ise, aracı kurumun bir sonraki halka sunumlarda diğer ihraççı işletmeler tarafından tercih edilmemesi olacaktır. Diğer yandan, aracı kurumun halka sunum fiyatını yüksek

---

<sup>99</sup> Kanalcı, a.g.e., s: 38.

belirlediği durumlarda, öncelikle yatırımcılar yeni payları almaktan kaçınacak, bu da düşük komisyon gelirine ve ihraç sonrası gereksiz fiyat istikrarı çabasına neden olacaktır. Yüksek fiyatlandırmanın diğer bir sonucu da ikincil piyasalarda pay senedinin işlem görmesiyle fiyatta fark edilebilir bir düşüşün pay senedi alan yatırımcılarda parasal kayba sebep olmasıdır. Amaç hem yatırımcıyı hem de ihraççı işletmeyi memnun etmek olduğuna göre halka sunumda belirlenen fiyatın önemi çok büyüktür<sup>100</sup>.

Pay senedi halka sunum fiyatının belirlenmesi, tek bir yönteme dayandırılmayacak kadar karmaşık bir çalışmadır. Pay senedi fiyatı belirleme yöntemleri, pay senedi fiyatını belirleyen ölçülebilir bazı değişkenler olduğu ve pay senedi değerinin bu değişkenler arasındaki ilişkilerle açıklanabileceği varsayımına dayanmaktadır. Bu yöntemlerle önce işletmenin değeri hesaplanmakta, sonra bu değer pay senedi sayısına bölünerek pay değerine ulaşılmaktadır<sup>101</sup>.

İhraç edilecek pay senetlerinin fiyatları belirlenirken göz önüne alınması gereken bazı temel noktalar; piyasa araştırması, sektör analizi ve işletme analizidir.

### **2.3.1. Piyasa Araştırması**

Yatırımcılar, halka sunulan işletmeye göre işlem gören başka bir işletmeyi daha ucuz bir fiyata satın alabiliyorlarsa tercihlerini ucuz fiyattan işlem gören işletmeye yönlendirip, yeni girişimi görmezlikten gelebilirler. Yapılacak fiyatlandırmanın amacı yatırımcıya mevcut yatırım araçlarına karşı bir alternatif fırsat getirmek olacaktır. Bu nedenle, işletmenin halka sunum fiyatını, pay senetleri pazarda işlem gören, söz konusu işletme ile karşılaştırmaya elverişli işletme sayısı da etkilemektedir<sup>102</sup>.

---

<sup>100</sup> Küçükkoçaoğlu ve Alagöz, “Halka Arzlarda Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme”, a.g.m., s:2.

<sup>101</sup> Karşlı, a.g.e., s.467.

<sup>102</sup> Türüdü, a.g.e., s. 55.

### 2.3.2. Sektör Analizi

Analiz edilmek istenen işletmenin hangi sektör içinde yer aldığı ve genel ekonomik durumdan hangi oranda etkilendiği sektör analizi ile belirlenir. Sektörel analizin temelinde, borsada temsil edilen her ekonomik sektörün ekonomik görünümünün raporlanması yatmaktadır<sup>103</sup>.

Ekonomik konjonktürden etkilenmeyen ya da çok az etkilenen sektörler savunmacı sektörler, ekonomik konjonktürden paralel şekilde etkilenen sektörler de dönemsel sektörler olarak ifade edilmektedir. Özellikle teknolojik gelişme ve yeni buluşların yoğun olduğu sektörler ekonomik konjonktürden etkilenmeksizin büyümesini sürdüren sektörlerdir. Her sektörün ürüne bağlı olarak bir hayat seyri vardır. Bunlar; kuruluş, büyüme ve olgunluk devreleri olarak sıralanabilir<sup>104</sup>.

Kuruluş aşamasında, karşılaşılan istem eksikliği bu aşamada bulunan işletmelerin ortakları için bir risk ortaya koyar. Çünkü belirsizliklerin fazla oluşu tahmini güçleştirmektedir. Ancak buna bağlı olarak bu tip yatırımların getirisi de fazla olmaktadır.

Büyüme ve gelişme aşamasında, mali yapıları, yönetimleri ve pazarlama organizasyonu daha güçlü olan işletmelerin piyasaya hâkimiyeti artmakta ve istem fazlalığına bağlı olarak kârlarını artırabilmektedirler. Bu yüzden bu aşamadaki işletmelerin riski nispeten düşük ve getirisi daha fazladır. Ancak rekabet olanaklarının geniş olduğu bir piyasada sadece geçmiş verilere bakılarak alınan kararlar yatırımcıya büyük kayıplar yaşatabilir.

Olgunluk ve doyum aşamasına gelen sektördeki işletmelerin satışları yavaş yavaş azalır. Bu tür işletmelerin yeni yatırımlara yönelmesine neden olan bu durum o işletmelerin pay senetlerine sahip olan yatırımcı için yeni yatırımlar için bir rüçhan hakkından yararlanma biçiminde yeni fırsatlar doğurabilir. Menkul kıymet seçimlerinde yatırımcılar büyüyen ve gelişen sektörleri seçmeye gayret göstermektedirler. Sektör analizinde şu unsurlar göz önüne alınmalıdır<sup>105</sup>.

<sup>103</sup> Abdurrahman Fettahoğlu, **Menkul Değerler Yönetimi**, Rengin Matbaası, İstanbul 2003, s:230.

<sup>104</sup> Konuralp, a.g.e., s:119.

<sup>105</sup> Mehmet Bolak, **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 2.b, Beta Yayınları, İstanbul, 1994, s: 154.

- Geçmiş dönemlerdeki satış hâsılatı ve kârlar,
- Sektör ürünlerine olan istem 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 pay senetlerinin piyasa fiyatının, sektörün genel kazanç oranı ile karşılaştırılması,
- Satışların mevsimlik hareketlerden etkilenmesi,
- Sektörün içinde bulunduğu dönem,
- Sektörde yerleşmiş gelenek ve görenekler,
- Coğrafi ve kültürel etmenler.

Aynı sektörde bulunan, benzer özelliklere sahip kuruluşlar olaylardan benzer şekilde etkileneceklerdir. Bu nedenle, karşılaştırma yapılırken aynı sektördeki benzer işletmeler karşılaştırılmalıdır.

### **2.3.3. İşletme Analizi**

Genel ekonomik durum ve endüstri incelendikten ve karşılıklı ilişkiler analiz edildikten sonra, işletme analizi yapılmaktadır. İşletme analizi iki aşamada yapılır<sup>106</sup>:

1. İşletme ile ilgili bilgilerinin değerlendirilmesi,
2. Finansal analizler.

Yatırımcı, işletme ile ilgili genel bilgiler ışığında firmanın geleceği hakkında bilgi sahibi olurken, finansal analizle de işletmenin mali durumu, benzer kurumlara göre mali performansı ve işletme değerinin araştırılmasını yapabilecektir.

---

<sup>106</sup> Karan, a.g.e., s: 461-463.

- *İşletme kârının ve zararlarının incelenmesi;* İşletmenin elde ettiği kârlar, enflasyon ve muhasebe kayıtlarındaki yetersizlikler dikkate alınarak düzeltilmelidir. İşletmenin elde ettiği toplam kâr ve bu kârın kullanım şekli gelecekte elde edilecek kâr payı gelirleri üzerinde önemli rol oynayacaktır. İşletme zararları araştırılarak zararların nedenlerinin sektörel mi, yoksa özel nedenlerden mi kaynaklandığı ortaya konulmalıdır.
- *İşletmenin finansman durumunun ve çalışma etkinliğinin incelenmesi:* İşletmenin finansman durumunun incelenmesi özellikle finansman riskinin belirlenmesi açısından önemlidir.
- *İşletmenin patent, imtiyaz gibi sınai haklara sahip olup olmadığının incelenmesi,*
- *Kâr dağıtım politikasının incelenmesi,*
- *Yönetim kadrosunun incelenmesi;* İdarecilerin mesleki kariyerleri, geçmişteki başarıları, risk alma ve işletme yönetimini ellerinde tutma istekleri gibi hususlar araştırılmalıdır.
- İşletmenin hukuki durumu, yasal hükümler ve borç vereceklerin davranışları incelenmesi yapılmalıdır.

İşletme analizi yapılırken, işletmelerin hangi dönemde olduklarının dikkate alınması da önemlidir. İnsanın doğup, büyüüp, yaşlanması gibi işletmelerin de başlangıç, büyüme, olgunluk ve düşüş dönemleri vardır. Bu dönemlerdeki çeşitli etmenler Tablo 6'da kısaca özetlenmiştir<sup>107</sup>.

---

<sup>107</sup> GUATRI, a.g.e., s: 158-160.

**Tablo 6: Çeşitli Dönemlerde İşletmelere İlişkin Bazı Göstergeler**

	<b>Başlangıç Dönemi</b>	<b>Büyüme Dönemi</b>	<b>Olgunluk Dönemi</b>	<b>Durgunluk/Daralma Dönemi</b>
<b>İş Riski</b>	Çok Yüksek	Yüksek	Orta	Düşük
<b>Finansal Risk</b>	Çok Düşük	Düşük	Orta	Yüksek
<b>Fon Kaynağı</b>	Risk Sermayesi	Yatırımcılar	Kazancın Bir Kısmı ve Borç	Borçlanma
<b>Kârpayı Politikası</b>	Ödeme Yok	Normal Ödeme	Yüksek Ödeme Var	Düşük Ödeme
<b>Büyüme Potansiyeli</b>	Çok Yüksek	Yüksek	Orta /Düşük	Negatif
<b>Fiyat / Kazanç Oranı</b>	Çok Yüksek	Yüksek	Orta	Düşük
<b>Cari Kârlılığ</b>	Nominal veya Negatif	Düşük	Yüksek	Düşük ve Düşmektedir
<b>Pay Fiyatı</b>	Hızlı Artar Ama Çok Esnektir	Artar Ama Esnektir	Sabittir ve Esnek Değildir	Düşmekte ve Esnekliği Artmaktadır
<b>Rekabetçi Sayısı</b>	Tahmin Edilemez	Maksimum Seviyededir	Yerleşmiş Üreticiler Vardır	Yeni Giriş Olası Değildir
<b>Sektöre Giriş</b>	Kolaydır	Çok Zordur	Zordur, Piyasa Liderleri Yerleşmiştir	Giriş Cazip Değildir
<b>Ekonomik Konjonktürden Etkilenme</b>	Çok Yüksek	Yüksek	Çok Düşük	Normal
<b>Teknoloji</b>	Önemli Bir Etmendür	Üretim Teknolojisi Daha Önemlidir	Önemlidir	Bilinmekte, Durağan ve Ulaşılabilir

**Kaynak:** Luigi GUATRI, The Valuation of Firms, Blackwell Publishers, 1994, s.158-160.

#### **2.4. PAY SENEDİ FİYATINI SAPTAMA YÖNTEMLERİ**

İşletme değerlemesi, gerek işletme birleşme ve devirleri, gerek halka açılma ve özelleştirmeler, gerekse gelişen sermaye piyasaları ile borsalardaki pay senetlerine

olan sunum ve istemin artması sonucunda piyasa oyuncuları için artan bir önem taşımaya başlamıştır. Kurumların stratejik olarak alacağı kararları doğrudan etkileyen “değer” kavramının gerçeğe en yakın şekilde hesaplanabilmesi için pek çok yatırımcı ve yatırım bankacısı değişik uygulamalar kullanmaktadır.

Değişik değerlendirme yöntemleri incelendiğinde; bir kısım yöntemlerin işletmelerin cari durumlarından yola çıktıkları, bir kısmının ise işletmenin geleceğine ait potansiyeli göz önüne bulundurarak sonuca ulaştığı görülmektedir. İşletme değerinin bulunmasında, hesaplama açısından çok daha az çaba gerektiren cari durumu değerlendirme yöntemleri, ekonomik ve sektöre özel şartların işletmelere gelecekte olan etkisini (risk etmeni) göz ardı ettiği ve piyasaların derinliğinden doğrudan etkilendiği için işletmenin gelecekteki potansiyelinin değerlendirildiği yöntemlere göre daha az kullanışlı olarak nitelendirilmektedir. Ancak hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın hesaplamaları yapan analistin tecrübesi çok önemlidir. Çoğu zaman iki yöntemin de kullanılması ve karar verme sırasında ağırlıklandırılmaları en doğru sonuçları vermektedir.

Değer hesaplamasında işletmenin geleceğe yönelik potansiyelini ve bu potansiyele ilişkin risk etmenini hesaplamalara dâhil eden İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi günümüzde en çok itibar gösterilen ve dolayısıyla en yoğun olarak kullanılan değerlendirme yöntemi olarak bilinmektedir.

Türkiye’de işletmelerin halka sunum fiyatı belirlerken kullandıkları yöntemler üzerinde yapılan bir araştırmaya göre; %28,6’sı aynı alanda faaliyet gösteren işletmelerin F/K oranlarını, %21’i esas faaliyet kârı rasyosu yöntemini, %18,1’i iskonto edilmiş nakit akım analizini, %15,2’si İMKB’deki bütün işletmelerin F/K oranını, %14,3’ü ciro katsayısı yöntemini kullanmaktadır<sup>108</sup>. Son yıllarda halka sunum yapan işletmelerin halka sunum fiyatını belirleme yöntemi olarak, indirgenmiş nakit akımları yöntemini kullanmaya başladıkları gözlenmektedir.

---

<sup>108</sup> Düzakın, a.g.e., s.211.

### 2.4.1.İndirgenmiş Nakit Akımları (Net Bugünkü Değer) Yöntemi

Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konulan bu yönetime göre; işletme varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Bu nedenle de, işletme değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır. Paranın zaman değerinin olması nedeniyle, yıllar itibariyle nakit akımları bugünkü değere indirgenecek, yani nakit akımlarının net bugünkü değeri bulunacaktır. İndirgenmiş Nakit Akımları: belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş nakit girişleri ile indirgenmiş nakit çıkışları arasındaki farktır<sup>109</sup>.

İNA yönteminde işletmenin geçmiş finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de işletme değeri bulunur. Buna göre<sup>110</sup>,

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

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 (yatırımdan beklenen asgari kârlılık oranı olabileceği gibi, proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti de olabilir).

**Çeşitli varsayımlara göre İNA'nın hesaplanma biçimleri şöyledir:**

- Nakit akımlarının belli bir oranda büyüdüğü varsayıldığında;

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

$A_0$ : Başlangıç nakit akımı,

g: Nakit akımları büyüme oranı.

<sup>109</sup> Kuddusi Yazıcı, Özelleştirmede Değerlendirme Yöntemleri ve Değerlendirme Kriterleri, **Devlet Planlama Teşkilatı, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Finansman Dairesi Başkanlığı**, Ankara, Ağustos 1997, s:25.

<sup>110</sup> www.baskent.edu.tr/gurayk/finpazsirketdegerleme.ppt , erişim tarihi; 01.12.2006.



- Nakit akımlarının belli bir oranı yeni yatırımlara aktarıldığında;

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

r: Yeni yatırımların getiri oranı.

Enflasyonist ortamlarda İNA yönteminde nakit akımları, nominal olarak tahmin edildikten sonra, enflasyonu dikkate alan iskonto oranı ile bugünkü değere indirilecek ve İNA aşağıdaki şekilde hesaplanacaktır;

$$INA = \sum_{t=1}^n \frac{((G_t(1+ad)^t - I_t(1+bd)^t - C_t(1+cd)^t - D_{e_t}(1+ed)^t - F_t)) \cdot (1-v) + D_{e_t}(1+ed)^t}{(1+i)^t + (1+d)^t}$$

Semboller:

G: Fiyat değişikliği olmaması halinde beklenen yıllık gelir,

Ç: Fiyat değişikliği olmaması halinde beklenen yıllık giderler,

I: Yatırım tutarı,

D<sub>e</sub>: Yıllık amortisman tutarı,

F: Faiz miktarı,

v: Vergi oranı,

n: Nakit akımları için kullanılan tahmin süresi,

i: Reel iskonto oranı,

d: Tahmin edilen enflasyon oranı,

a: Enflasyonun para girişlerine yansım oranı,

b: Enflasyonun yatırımlara yansım oranı,

c: Enflasyonun para çıkışlarına yansım oranı,

e: Enflasyonun amortismanlara yansım oranı.

Amortismanlar yeniden değerlendirme oranı kadar artırıldığı için amortismanların da enflasyondan etkilendiği, faizlerin ise önceden belirlendiği için enflasyondan etkilenmediği varsayılmıştır.

- Nakit akımları tahmininde risk etmeni dikkate alındığında, İNA iki şekilde hesaplanabilecektir<sup>111</sup>;
- 1. İndirgenmiş nakit akımlarının hesaplanmasında, net para girişleri ile net nakit çıkışlarında risk etmenini dikkate alınarak düzeltme yapılabilir, iskonto oranı için riski içeren bir oran tespit edilebilir.

$$INA = \sum_{t=0}^n \frac{a_t A_t}{(1+i_f)^t}$$

$a_t$ : Yatırımın t döneminde sağlayacağı net para girişinin düzeltme katsayısı,

$i_f$ : Risk hariç iskonto oranı.

$a_t$ 'nin değeri şöyle hesaplanacaktır:

Kesin Olarak Sağlanacak Net Nakit Girişi / Beklenen Net Nakit Girişi

$a_t$ 'nin değeri riskle ters orantılı olarak 0 ile +1 arasında olacaktır. Yani risk yükseldikçe  $a_t$ 'nin değeri düşecektir.

- 2. Simulasyon tekniği ile de riskli projeler değerlendirilebilir. Simulasyon deneysel nitelikli matematiksel model tekniği olarak, sistemlerin davranışını inceleme ve tanımlama, sistemdeki değişimlerin etkilerini belirleme ve böylece gelecekteki davranışları tahmin etme amacı taşıyan deneysel ve uygulamalı bir metodolojidir<sup>112</sup>. Bu teknik artık bilgisayar teknolojisinin gelişmesiyle kolay bir biçimde uygulanabilmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi hesaplanırken şu aşamalar izlenecektir<sup>113</sup>:

- Varlıkların ve yükümlülüklerin ayrımı yapılır, unsurlar tanımlanır (gelirler, yatırımlar, amortismanlar, vergiler, sermayesi, diğer varlıklardaki artışlar/azalışlar)
- Geçmiş yıllar nakit akımları incelenir,
- Nakit akımlarını etkileyen kalemlerin tahmini yapılır,

<sup>111</sup> Yazıcı, a.g.e., s:26.

<sup>112</sup> Sarıkamış, s:185-186.

<sup>113</sup> www.baskent.edu.tr/gurayk/finpazsirketdegerleme.ppt , erişim tarihi; 01.12.2006.

- Genel varsayımlar ve çeşitli senaryoların (iyimser, kötümser ve normal) varsayımları belirlenir,
- Nakit akımları tahmin edilir,
- İskonto oranı tahmin edilir,
- Artık değer (residual value) bulunur,
- İndirgenmiş nakit akımları ile kullanılmayan fazla arsa/arazi ve stokların değeri toplanır, bu toplamdan borçların bugünkü değeri çıkarılarak işletme değerine ulaşılır,
- Sonuçlar analiz edilir.

Nakit akımlarının net bugünkü değeri yönteminde işletmenin değerini belirleyen değişkenler üç ana başlık altında toplanabilir;

- Nakit akımları,
- Nakit akımları tahmin süresi,
- İskonto oranı.
- **Nakit Akımları;**<sup>114</sup>; nakit akımlarının tahmin edilmesi İNA yönteminin en önemli bölümünü oluşturur. İNA yönteminde önce nakit akımları tahmin edilir.

Net nakit akımı ( $A_t$ ) ise şu formül ile gösterilebilir:

$$A_t = (G - I - \text{Ç} - F - D_e)(1 - v) + D_e$$

G: Hurda değer son yıla gelir kaydedilmek üzere gelirler,

I: Yatırım tutarı,

Ç: Amortisman ve faiz hariç giderleri,

F: Faiz,

$D_e$ : Amortismanlar,

v: Kurumlar vergisi oranı.

Nakit akımları özetle aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

---

<sup>114</sup> www.baskent.edu.tr/gurayk/finpazsirketdegerleme.ppt , erişim tarihi; 01.12.2006.

<b>Vergi ve faiz öncesi kâr (+)</b>
<b>Amortismanlar (+)</b>
<b>Vergi ödemesi (-)</b>
<b>Kâr payı ödemesi (-)</b>
<b>Orta/uzun vadeli kredi itfası (-)</b>
Nakit artışı(azalışı) (-)
Ticari alacaklar artışı (azalışı) (-)
Diğer alacaklar artışı (azalışı) (-)
Stoklar artışı (azalışı) (-)
Diğer cari aktif artışı (azalışı) (-)
Kısa vadeli kredi artışı (azalışı) (+)
Ticari borçlar artışı (azalışı) (+)
Diğer borçlar artışı (azalışı) (+)
Diğer cari pasif artışı (azalışı) (+)
<b>Sermayesi ihtiyacı (-)</b>
<b>Yatırımlar (-)</b>
Kapasite artırıcı yatırımlar (-)
Idame/yenileme yatırımları (-)
<b>Orta/uzun vadeli kredi (+)</b>
<b>Kıdem tazminatı karşılığı (+)</b>
<b>Nakit sermaye artırımı (+)</b>
<b>=NAKİT AKIMLARI</b>

**Nakit Akımları Tahmin Süresi;** Nakit akımları tahmin süresinin (n) seçiminde, önce, gelecek kaç yılın nakit akımlarının tahmin edileceğine karar verilmelidir. Bu süre, sektörün özellikleri dikkate alınarak 5 yıldan az olmamalıdır. Ama sektörde devresel dönemler varsa, tahmin dönemi bütün devreyi

kapsamalıdır<sup>115</sup>. Bu sürenin tespitinde; birinci etmen, işletmenin dengeye ulaştığı olgunlaşma yılının tespit edilmesi, ikinci etmen ise, bu sürenin değerlendirme hatasına yol açmayacak kadar uzun olmasıdır<sup>116</sup>.

**İskonto Oranı**<sup>117</sup>; proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti ya da yatırımcıların projeden beklediği asgari kârlılık oranıdır. Bu yöntemde, kullanılan iskonto oranının belirlenmesi önemli ve sorunlu bir husustur. İskonto oranı, Menkul Varlık Fiyatlama Modeli yöntemi veya Arbitraj Fiyatlama Modeli kullanılarak tespit edilebilir. Bu yöntemlerin kullanılmasında bazı kısıtlamalar olduğundan, iskonto oranının tespiti; ülkedeki genel faiz oranı, devlet tahvilleri faiz oranı, yatırımın taşıdığı risk, ortakların veya potansiyel ortakların işletmeden bekledikleri en düşük kâr oranı, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin marjinal sermaye maliyeti, benzer sektörlerdeki yatırım oranları ve sermayenin fırsat maliyeti dikkate alınarak yapılmalıdır.

İskonto oranı, kullanılan bütün kaynakların ağırlıklı ortalama maliyetinden oluşur.

Ortalama sermaye maliyeti,  $i = id(1-v).Wd + ip.Wp + is.Ws$

id: Borçlanma maliyeti oranı (borç faiz oranı),

v: Vergi oranı,

Wd: Borçlanmanın sermaye içindeki oranı,

ip: İmtiyazlı pay senedi maliyeti oranı,

Wp: İmtiyazlı pay senedinin sermaye içindeki oranı,

is: Adi pay senedi maliyeti,

Ws: Adi pay senedinin sermaye içindeki oranı.

*Reel iskonto oranı*,  $i = (1+i_n)/(1+p) - 1$

$i_n$ : Nominal iskonto oranı,

---

<sup>115</sup> Tom COPELAND, Tim KOLLER, and Jack MURRIN, "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", **McKinsey & Company, Inc.**, New York 1994, s.139.

<sup>116</sup> MICHAEL, C. Ehrhardt, "The Search For Value, Measuring The Company's Cost of Capital", Harvard Business School Press, **Financial Management Association Survey and Synthesis Series**, 1994, s.145.

<sup>117</sup> Yazıcı, a.g.e., s:30.

p: Ortalama fiyat artış oranı.

*Nominal iskonto oranı* ise,  $i_n = i + p + ip$  şeklinde hesaplanacaktır.

## 2.4.2. Arbitraj Fiyatlama Modeli

Arbitraj Fiyatlama Modelinde (Arbitrage Pricing Model-APM), menkul kıymet getirisinin sektördeki ve piyasadaki etmenler tarafından oluşturulduğu ve getiri ile risk arasında pozitif ilişkinin varlığı kabul edilir. Bu etmenler GSMH, enflasyon, para sunumu, faiz gibi değişkenlerdir. Menkul kıymet sayısı arttıkça sistematik olmayan risk düşecek, ama sistematik risk değişmeyecektir. Menkul kıymetin getirisi, risksiz faiz oranı ile değişken etmenlere göre menkul kıymetin taşıdığı risklerin toplamı olarak ifade edilmektedir. Buna göre, menkul kıymetin getirisi  $(E(I_i))^{118}$ ;

$$E(I_i) = i_f + (E(f_1) - i_f) \cdot \text{Beta}_{i1} + \dots + (E(f_N) - i_f) \cdot \text{Beta}_{iN}$$

$i_f$ : Risksiz iskonto oranı ( devlet tahvili faiz oranı ),

$E(f_1)$  : 1. Değişkenin beklenen getirisi,

$E(f_N)$  : N. Değişkenin beklenen getirisi,

$\text{Beta}_{i1}$ : 1. Değişkenin sistematik riski,

$E(f_1) - i_f$  : 1. Değişkenin risk primi.

Hesaplanmasındaki güçlüklerle rağmen, ampirik araştırmalar APM'nin beklenen getiriye CAPM'ne kıyasla daha iyi ölçtüğünü göstermektedir<sup>119</sup>.

## 2.4.3. Nakit Akımlarından İşletme Değerinin Hesaplanması

Nakit akımları, iskonto oranı ve tahmin süresi belirlendikten sonra, işletme değerinin hesaplanmasında 5-10 yıllık nakit akımlarının bugünkü değeri tahmin edilir ve son yıldan (olgunlaşma yılı) sonra sonsuza kadar aynı nakit akımlarının

<sup>118</sup> Stephan A. Ross, "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", *Journal of Economic Theory*, 1976, s: 341-360.

<sup>119</sup> COPELAND, KOLLER, MURRIN, a.g.e., s.267.

gerçekleşeceği varsayılarak, artık değer bulunup bugünkü değere indirgenerek işletme değerine ulaşılır<sup>120</sup>.

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

FD: İşletme değeri,

A<sub>d</sub>: Artık değer (Residual Value)

Artık değer ise 3 değişik metotla bulunabilir:

1. **Süreklilik**; tahmin süresinin sonundan itibaren, serbest nakit akımının sonsuza kadar gerçekleşeceği varsayılarak nakit akımları bulunur. Sonsuza kadar yaratılacak yıllık serbest nakit akımlarını bulmak için kullanılan katsayı ise;

$$\frac{1+g}{i-g} \text{ dir.}$$

g: Nakit akımları büyüme oranı.

2. **Fiyat/Kazanç Oranı**; tahmin süresi sonunda pay senedi piyasasında geçerli olacağı beklenen fiyat/kazanç oranı ile tahmin edilen işletme kazancı çarpılarak nihai değere ulaşılır.
3. **Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı**; tahmin süresi sonunda pay senedi piyasasında geçerli olacağı beklenen piyasa değeri/defter değeri oranı ile tahmin edilen defter değeri çarpılarak nihai değere ulaşılır.

İNA yönteminin bazı eksik yönleri ve kullanılamayacağı alanlar ise şunlardır<sup>121</sup>:

- Bu yöntemde, iskonto oranı yıllar itibariyle sabit olarak kabul edilmekte ve fonların aynı sermaye maliyeti ile yeniden yatırıldığı varsayılmaktadır.

<sup>120</sup> Sulargil, a.g.e., s:34.

<sup>121</sup> Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, Avcıol Basım-Yayın, 1998, 7.b., s: 370-372.

Ayrıca, iskonto oranını tahmin etmek, özellikle enflasyonun yüksek olduğu Türkiye gibi ülkelerde, kolay olmamaktadır.

- Gelecek yıllar nakit akımlarının tahmin edilmesi çok zordur.
- Kârpayı ve vergileme politikası dikkate alınmamaktadır. Gelecekte kâr payı dağıtım oranının ve vergi oranlarının değişebileceği unutulmamalıdır.
- Bu yöntem, küçük işletmeler için çok uygun değildir. Çünkü küçük işletmelerin kazançları genelde işletmenin başında bulunan yöneticiye/sahibine bağlıdır ve gelecek kazançlar daha çok kişilere bağlı ve risklidir.
- Halka sunumlarda azınlık pay senetleri piyasaya sunulursa, yatırımcı için önemli olan nakit akımları değil, kâr payı ödemeleri olacaktır.
- Yüksek teknoloji alanında yatırım yapan işletmelerin nakit akımları ilk yıllarda negatif olabilir ama ilerleyen yıllarda pozitif dönecektir; bunun tahmini de güç olabilecektir.
- Yöntem teorik olarak sağlam olmakla birlikte uygulamada subjektif sonuçlar vermektedir.

Sayılan bu olumsuz yönlerine rağmen, İNA yöntemi, modern değerlendirme yöntemi olarak genel kabul görmüş bir yöntemdir<sup>122</sup>. Çünkü nakit akımlarını indirgemek suretiyle, paranın zaman değerini dikkate alan bir yöntem olması, bu yöntemin önemli bir yararındır. Ayrıca bu yöntem, değişik muhasebe yöntemlerinden etkilenmemekte, risk etmenini ve bütün yatırımları da dikkate almaktadır.

Blok satış yönteminde yatırımcı, işletmenin kâr payı getirisi ve borsadaki kazancından ziyade, işletmenin gelecek yıllardaki nakit akımları ile ilgilenmektedir. İNA yöntemi diğer yöntemlere göre karışık olmasına rağmen, daha önce halka açılmamış ve payları blok olarak satılacak işletmeler için işletme değerini en iyi yansıtan yöntem olarak kabul edilmektedir.

---

<sup>122</sup> , David COHEN, “Valuation In The Context Of Share Appraisal”, **Emory Law Journal**, Vol.34, 1985, s.127.



#### 2.4.4. Kârpayı Verimi Yöntemi

Myron Gordon ve John Lintner'in savunduğu görüşe göre; kâr dağıtımının pay senetleri değeri üzerinde etkili olduğu ve pay senedinin bugünkü değerinin, beklenen kâr paylarının bugünkü değerine eşit olacağı ifade edilmektedir<sup>123</sup>. Özelleştirme Kanunu gerekçesinde kâr payı verimi; “Bir sonraki yıl ödenecek pay başına kârpayı değerinin kâr payı verimi oranına bölünmesi ile elde edilen değerdir<sup>124</sup>,” şeklinde tanımlanmıştır.

Pay senetlerine; kârpayı elde etme, sermaye kazancı elde etme ve bedelsiz sermaye artırımlarından faydalanma amacıyla yatırım yapılır. Yatırımcıların ellerinde tuttukları pay senetlerini sonsuza kadar ellerinde tutmak gibi niyetleri yoksa muhtemelen bu pay senetlerini elde etme fiyatından daha yüksek bir fiyata satmayı planlamaktadırlar. Ancak, genelde yatırımcıların düşüncesi, işletmenin ileride kârpayı ödeyeceği ve yatırımcılarına nakit girdisi sağlayacağı yönündedir. İşletme kârpayı ödemesi bile, kârpayının dağıtmayarak kârın işletme bünyesinde kalmasına neden olacaktır. Bu da, gelecekteki kârpayı gelirlerine ve işletmenin para kazanma gücüne olumlu yönde etki yapacaktır. Piyasada pay senetleri için istemin olması, pay senetlerinin kâr payı ve satış gelirlerine bağlıdır. Pay senedi elde tutulduğu süreçte, yatırımcının toplam nakit girdisini, elde edilen kâr payı gelirleri teşkil etmektedir.

Paydaşlar işletmenin kazançlarını harcamayacaklarından sadece kendilerine dağıtılan kâr paylarını harcamayacaklardır. İşletme sahipleri “eldeki bir kuş daldaki iki kuştan yeğdir” mantığı doğrultusunda kâr paylarının kısa sürede ellerine geçmesini isteyebilirler. Dağıtılmayan kâr payları, gelecek yıllara ertelendiğinden ortaklar daha yüksek bir iskonto oranı istem edecektir. Bu nedenle ortakların yatırımdan bekledikleri kârlılık oranı sabit kalmayacaktır. Yatırımcılar, yüksek kâr ödeme oranı olan işletmelerin pay senedi fiyatını, düşük iskonto oranı ile (pay senedi değeri yüksek çıkacak), düşük kâr ödeme oranı olan işletmelerin pay senedi fiyatını ise yüksek iskonto oranıyla (pay senedi değeri düşük çıkacaktır) indirgeyeceklerdir. Dağıtılmayan kârlar işletmenin pay senetlerinin fiyatını bire bir yükseltmiyorsa, yani dağıtılmayan her 1 YTL'ye karşılık pay senetleri değeri 1 YTL'den az artıyorsa,

<sup>123</sup> Myron J.Gordon, “Optimal Investment and Financing Policy” **Journal of Finance**, Mayıs 1963.

<sup>124</sup> 4046 Sayılı, Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun, R.G. No:22124, R.G.Tarihi: 27.11.1994.

işletmenin bu kaynakları etkin kullanmadığı söylenebilir. Bu nedenle işletmenin değerini kâr tutarının değil, dağıtılan kâr paylarının etkilediği ileri sürülmektedir<sup>125</sup>.

Kâr payı verimini şu şekilde formüle edebilir:

$$T_v = \frac{D_i}{P_o} = \text{Pay Başına Ödenen Kâr payı} / \text{Pay Senedi Piyasa Değeri}$$

P<sub>o</sub>: Pay senedi değeri,

D<sub>t</sub>: Elde edilmesi beklenen kâr payı geliri,

T<sub>v</sub>: Kâr payı verimi.

Kâr payı verimi yönteminde şu varsayımlar yapılmaktadır<sup>126</sup>:

- İşletmenin getiri oranı sabittir,
- İşletmenin iskonto oranı değişmemektedir,
- İşletmenin faaliyet süresi sonsuz kabul edilmektedir,
- Kâr payı politikasında bir değişiklik olmayacaktır,
- Yatırımlardan beklenen kârlılık oranı, kâr payı geliri artış oranından büyük olacak (T<sub>v</sub>>g), tersi durumda (g>T<sub>v</sub>) pay senedi değeri sonsuz olacaktır,

Dağıtılmamış kârlar ile dağıtılan kârlar farklı oranlarda vergileniyorsa, beklenen asgari kâr payı kârlılık oranı (T<sub>r</sub>);

$$T_r = T_e \frac{(1 - v_p)}{(1 - v_g)} \text{ şeklinde hesaplanabilir.}$$

T<sub>e</sub>: Ortaklarca istenen asgari kâr payı kârlılık oranı (vergiden önce),

v<sub>p</sub>: Kâr dağıtımı halinde ortağın ödeyeceği vergi oranı,

v<sub>g</sub>: Kârın dağıtılmaması halinde ödenmek zorunda kalınacak olan vergi oranı.

Kâr payı verimi yöntemiyle pay senedinin değerinin hesaplanması aşağıdaki gibi olacaktır<sup>127</sup>.

<sup>125</sup> Akgüç, a.g.e., s: 780.

<sup>126</sup> Sumeli, a.g.e., s: 72.

<sup>127</sup> Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, Güzem Can Yayınları, b.4, İstanbul, 2003, s.362.

$$P_0 = \frac{D_0}{1+T_v}$$

Zaman aralığı  $n$  yıl olduğunda formül şöyle olacaktır;

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+T_v)^1} + \frac{D_2}{(1+T_v)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+T_v)^n}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+T_v)^t}$$

Pay senedi sonsuza kadar elde tutulmak istenirse eşitlik şu şekilde yazılacaktır:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Dt}{(1+T_v)^t}$$

Kârpayı oranının sabit olduğu varsayımı gerçekçi olmadığından, kârpayı oranının her yıl belli bir oranda ( $g$ ) arttığı ve iskonto oranının kârpayı artış oranından yüksek olduğu varsayıldığında, değişik alternatiflere göre pay senedi değerini veren formül:

Kârpayı gelirinin zaman içinde aynı oranda artacağı varsayımıyla pay senedinin değeri<sup>128</sup>:

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

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+T_v)^t}$$

Po: Pay senedi değeri,

Do: Pay senedi başına cari kâr payı geliri,

g: Kârpayı geliri artış oranı,

---

<sup>128</sup> Akgüç, a.g.e., s: 454.

Kârpayının (n) yılına kadar ( $g_1$ ) oranında, (n) yılından sonra sonsuza kadar da ( $g_2$ ) büyüme oranıyla büyümesi (değişken büyüme) durumunda pay senedinin değeri ise<sup>129</sup>;

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dt(1+g_1)^t}{(1+T_v)^t} + \frac{1}{(1+T_v)^n} \cdot \left( \frac{D_{n+1}}{T_v - g_2} \right) \quad \text{olacaktır.}$$

Kârpayı gelirlerinin sonsuz olduğu varsayıldığında ise<sup>130</sup>;

$$P_0 = \frac{D_1}{(T_v - g)} \quad \text{olacaktır.}$$

Diğer taraftan, uygulanan vergi kanunları kâr dağıtım politikalarının pay senedi değeri üzerindeki etkilerini değiştirebilecektir. Eğer kâr dağıtımını üzerinden daha yüksek vergi alınıyorsa, düşük kârpayı ödemek yararlı olabilecektir.

Kârpayı verimi yaklaşımına yapılan eleştiriler şunlardır<sup>131</sup>:

- Sadece dağıtılan kârpayının dikkate alınıp bünyesinde bırakılmış kârpaylarının dikkate alınmaması,
- Pay senetlerinin alım satımında ikincil pazarın varlığının ihmal edilerek pay senedi satış kazançlarının yok varsayılması,
- Gelecekteki kâr paylarını tahmin etmenin çok zor olması,
- Yöntemde kullanılan formülün subjektiflik içermesi,
- Kârpayı ödeme oranının bazı işletmeler için düzenli olmaması,
- Kârpayı büyüme oranı ( $g$ ), kârpayı veriminden ( $T_v$ ) büyük olduğunda işletmenin değerinin sonsuz çıkması. Yüksek büyüme potansiyeli olan işletmeler için bu yöntemin uygulanamaması,
- İşletme değeri için önemli olanın kârpayı ödemesi değil, kâr payı ödeyebilme kapasitesinin olmasıdır.

<sup>129</sup>Karan, a.g.e., s.342.

<sup>130</sup>Seyidoğlu, a.g.e., s.365.

<sup>131</sup>Akgüç, a.g.e., s:850-851.

## 2.4.5. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi

Fiyat/Kazanç (F/K) oranı (Price/Earnings Ratio), işletmenin her 1 YTL'lik pay senedi başına düşen net kârına karşılık, yatırımcıların kaç YTL ödemeye razı olduklarını gösteren bir orandır.

Malkiel tarafından önerilen bu yöntemde, pay başına net kâr piyasada gerçekleşmiş olan F/K oranıyla çarpılarak, pay senedinin olması gereken fiyatı/değeri bulunur. F/K oranının işletme paylarının nominal değeri ile çarpılması değil, "F/K oranının işletme payları başına düşen net kâr ile" çarpılması gerekir<sup>132</sup>.

F/K oranı kullanılırken aşağıdaki seçeneklere göre tercih yapılabilir;

- Aynı sektörde faaliyet gösteren ve birbirine benzeyen işletmelerin F/K oranları ortalaması seçilebilir,
- Genel piyasa (IMKB) F/K oranı ortalaması alınabilir,
- Yurtdışındaki benzer işletmelerin F/K oranı ortalaması alınabilir.

F/K yönteminde işletme değeri şöyle hesaplanmaktadır:

$$F/K = \text{Pay Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Pay Başına Net Kâr}$$

$$\text{İşletme Değeri} = \text{Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalama F/K Oranı} * \text{İşletme Net Kârı}$$

F/K oranı aşağıdaki formül yardımıyla da hesaplanabilir:

$$F/K = \frac{1 - g/r}{i - g}$$

g: Kazanç ve nakit akımının uzun dönemde büyüme oranı,

r: Yeni yatırımların getiri oranı,

i: İskonto oranı.

Bir işletmenin kârı tespit edilemese de, kârpayı dağıtım oranı, kârın büyüme oranı ve piyasa iskonto faiz oranı bilindiğinde F/K oranı şu şekilde hesaplanacaktır:

---

<sup>132</sup> Mehmet Bolak, **İşletme Finansı**, Birsen Yayınevi, 1998, s.185.

$$F/K = \frac{d(1+b)}{i - y(1-d)}$$

d: Kârpayı dağıtma oranı,

b: İşletme net kârındaki büyüme oranı,

y: İşletme kârının büyüme oranındaki artış oranı,

i: İskonto oranı.

F/K oranını etkileyen unsurlar<sup>133</sup> ;

- Kârlardaki tarihsel büyüme oranı,
- Tahmini kârlar,
- Ortalama kârpayı ödeme oranı,
- İşletmenin sistematik riskini ölçen beta katsayısı,
- Kârların istikrarsızlığı,
- Finansal kaldıraç,
- İşletmenin rekabet gücü, yöneticilerin yetenekleri, ekonomik koşullar.

F/K oranı yöntemi aşağıdaki nedenlerden dolayı tercih edilmektedir:

- Etkin sermaye piyasası varsayımı nedeniyle, piyasa değerinin işletmenin gerçek değerini yansıttığını ve olaya subjektiflik girmediği için, piyasadaki değerlerin değerlendirme yapan kişilere göre daha etkin tespit edildiği savunulmaktadır,
- F/K oranı halka açık olmayan işletmelere de işletmenin pay senetlerinin fiyatı belli değilse, işletmenin faaliyette bulunduğu sektördeki F/K oranından yararlanarak işletmenin paylarının değeri tespit edilebilmektedir.

Karan'a göre F/K oranının çok fazla kullanılmasının temel sebepleri<sup>134</sup>;

---

<sup>133</sup> Arman T.Tevfik ve T.Gürman, "Simülasyon Yaklaşımıyla Hisse Senedi Değerlemesi ve Etkin Portföylerin Oluşturulması", **SPK yayını**, Yayın no: 56, Ankara, 1996, s.93.

<sup>134</sup> Karan, a.g.e., s. 362.

- Bu yöntem kullanıldığında, geleneksel yöntemlerde varsayımı ya da hesabı yapılan risk, büyüme oranı ve kârpayı ödeme oranı gibi bir takım verileri kullanmaya gerek kalmamaktadır.
- Çok basit bir istatistikî veridir.
- Mukayese yapmak son derece basittir.
- Risk ve büyüme gibi verileri yansıtır.

Halka ilk kez sunulacak işletmeler için F/K oranı, pay senetleri piyasada işlem gören işletmelerin F/K oranından düşük alınmalıdır. Benzer işletmeler olsalar da, pay senetleri piyasada işlem gören işletmelerin pay senedi değeri, pay senedi piyasada işlem görmeyen işletmelere kıyasla daha yüksek olacaktır.

F/K oranı yönteminin en önemli eksikliği, net kârın gösterge olarak alınmasıdır. Dolayısıyla, değişik muhasebe uygulamalarından fazla etkilenmekte olan net kâr rakamına dayanan tahminler ve faaliyet dışı gelirleri ve/veya giderleri fazla olan işletmelerin F/K oranlarının kullanılması yanıltıcı sonuçlar verebilecektir. Bu yöntemde dikkat edilmesi gereken bir nokta da durağan karşılaştırmaların yapılmasıdır; yani işletmenin beklenen kârlılığı üzerine herhangi bir şey söylenmemektedir<sup>135</sup>.

F/K oranı yönteminin bir diğer sakıncası ise, F/K oranının zaman içerisinde değişebileceğinin gözardı edilip, bu oranın sabit olarak dikkate alınmasıdır. F/K oranı ve ortalama kazanç miktarı da sabit kabul edildiğinden riski ödüllendirmek ve risk ile vade arasındaki ilişkiyi değerlemeye yansıtmak mümkün olamamaktadır.

Diğer eksiklikler; paranın zaman değerinin dikkate alınmaması, iki işletmenin hiç bir zaman aynı olmayacağı, seçilen yıllarda F/K oranının sapma gösterme olasılığı yani spekülasyona açık borsalarda oluşan F/K oranlarının kullanılması, işletmenin gelecekte vergi ödeme durumunun dikkate alınmıyor olması ve yatırım gereksinimi gibi konuları yansıtmaması sayılabilir.

F/K oranı zarar eden işletmelerde çalışmadığı gibi, kârı sifıra yakın işletmelerde de işletme değeri çok yüksek çıkacaktır. F/K oranındaki bu eksiklerin, dönem kârı yerine faaliyet kârının kullanılması, belli bir dönemin F/K oranı

---

<sup>135</sup> Lawrence C. Sifton, "Taking Cash Out Of The Closely-Held Corporation: Tax Opportunities, Strategies and Techniques", **IBP Plaza, Englewood Cliffs**, New Jersey, s.296.

ortalamasının alınması, dünyadaki benzer sektör örneklerinden yararlanılması, bölgesel farklılıkları dikkate alıp, bölge riskinin hesaplamalara katılmasıyla kısmen aşılabileceği düşünülmektedir<sup>136</sup>.

#### 2.4.5. Piyasa Değeri /Defter Değeri Oranı Yöntemi

PD/DD oranı, pay senedinin piyasa değerinin pay başına özvarlıklara bölünmesi ile bulunmaktadır. Bu yöntemde, işletmelerin PD/DD oranının, aynı sektörde bulunan işletmeler için aynı olduğu varsayımından hareket edilerek işletme değeri tespit edilmektedir<sup>137</sup>. 4046 sayılı Kanun gerekçesinde PD/DD şöyle tanımlanmıştır: “Piyasa değeri/defter değeri oranı, bir işletmenin paylarının piyasa değerinin işletme pay başına düşen defter değerine oranıdır. Değerleme yapılacak işletme için, işletmenin kendi oranı ve/veya benzer işletme oranlarının ortalaması ile *işletme paylarının nominal değeri* çarpılarak işletme değerine ulaşılır.” Ancak, İşletme değerine ulaşılması için, PD/DD oranının, işletme paylarının nominal değeri ile değil, işletme payları başına düşen defter değeri (özsermaye) ile çarpılması gerekir<sup>138</sup>. Özellikle pay senedinin piyasanın fazla derin ve likit olmadığı durumlarda değer, piyasada gerçekleşen birkaç işlemle belirlenmekte olup bu da işletme değeri açısından büyük risk doğurmaktadır.

$$\text{PD/DD} = \text{Pay Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Pay Başına Düşen Defter Değeri (Öz Sermaye)}$$

$$\text{İşletme Değeri} = \text{Seçilen Sektörün veya Piyasanın Ortalama PD/DD Oranı}^*$$

$$\text{İşletmenin Defter Değeri (Öz Sermaye)}$$

İşletmelerin defter değeri, gerçek değeri yansıtmayacaktır. Bu nedenle bir işletmenin pay senedinin belirlenmesi sırasında yalnızca defter değerine başvurmak yanlış sonuçlara neden olabilir. Ancak parasal kalemlerin veya güncel değerlendirme yapılan menkul kıymetlerin çoğunlukta olduğu bankalar veya yatırım ortaklıkları gibi finansal kurumların defter değeri, piyasa değerine çok yakın olacaktır.

<sup>136</sup> Karan, a.g.e., s:365.

<sup>137</sup> Karan, a.g.e. s:365.

<sup>138</sup> Metin K.Ercan, Ünsan Baran, **Değere Dayalı Finansı Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi, 2005, s.125.



Bu yöntem kullanılırken, işletmelerin varlıklarını en iyi şekilde kullanacakları varsayımı yapılmaktadır. Bu yöntemin zayıf noktası; her işletmenin kendine özgü özelliklerinin olması ve her işletmenin varlıklarını aynı verimlilikte kullanamamasıdır. Ayrıca, PD/DD oranının o sektörde faaliyette bulunan diğer işletmelere kıyasla yüksek olması, fiyat şişkinliğinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Yatırımcılar yatırım analizinde bu yöntemi defter değerinin piyasa değerinden farklı olarak durağan bir durumu yansıtmaması, uygulamasının kolay olması, bu oranın muhasebe standartları birbirine benzer işletmeler arasında düşük değerlendirme ya da aşırı değerlendirme olgusunun karşılaştırılabilmesine imkan vermesi ve faaliyeti zararlı sonuçlanan işletmeler için uygulanamayan fiyat/kazanç oranı gibi yöntemlerin yerine kullanılabilmesi sebebiyle tercih etmektedirler.

#### **2.4.6. Fiyat/Nakit Akım Oranı Yöntemi**

İşletmelerin uyguladıkları amortisman oranlarının farklı olması nedeniyle, işletme gelirleri yerine nakit akımları yönteminin kullanılmasının daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir. Fiyat/Nakit Akımı (F/NA) yönteminde, piyasa değeri ile nakit akımları arasında ilişki kurularak, bu ilişki yardımıyla benzer işletmelerin değeri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde, benzer işletmelerin fiyatı ile nakit akımları oranı tespit edilerek, değer tespiti yapılacak işletmenin nakit akımı ile bu oranın çarpımı sonucu işletme değeri bulunacaktır. Uygulamada basit bir hesaplama, nakit akımı olarak; net kâr ile amortisman toplamı alınmaktadır.

$$F/NA = \text{Pay Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Pay Başına Düşen Nakit Akımı}$$

Diğer bir ifadeyle F/NA oranı;

$$F/NA = \text{Pay Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Pay Senedi Başına Nakit Akımı (Net Kâr + Amortisman)}$$

$$\text{İşletme Değeri} = \text{Seçilen Sektörün veya Pazarın Ortalama F/NA Oranı} *$$

$$\text{İşletme Nakit Akımı}$$

4046 sayılı Kanunu gerekçesinde ise F/NA oranı şöyle tanımlanmıştır: “Bir işletmenin değerini belirlerken başka işletmelerin verilerinden yararlanabilen bir metottur. Fiyat/nakit akımı oranı, bir işletmenin piyasada oluşan pay fiyatının işletmenin pay başına düşen nakit akımına oranıdır. Karşılaştırma yapılacak olan işletmenin verileri ile bir veya birkaç oran belirlenir ve değerlendirme yapılacak işletmenin nakit akımıyla çarpılarak bir değere veya değer aralığına ulaşılır.”<sup>139</sup>.

#### 2.4.7. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA)

Ekonomik katma değer yöntemi, tüm sermaye maliyetini kâr hesaplamasında sisteme dahil eden bir performans ölçüsüdür. EVA, ekonomik kâr ile yatırımcıların benzer risk düzeyindeki yatırımların alternatif maliyeti olarak da tanımlanmaktadır.

EVA'nın temel amacı, indirgenmiş nakit akımları değerlendirilmesiyle uyumlu ve cari piyasa değeriyle yüksek korelasyona sahip olan dönemsel performansın ölçüm yönteminin yaratılmasıdır. Muhasebe kazancı, özsermayenin maliyetini hesaba katmadığından indirgenmiş nakit akımlarının değerinin hesaplanmasında kullanılmamaktadır. EVA hem özsermayenin maliyetini hem de borcun maliyetini hesaba kattığından muhasebe kazancından farklılık göstermektedir. Dolayısıyla indirgenmiş nakit akımlarının hesaplanmasında kullanılabilir<sup>140</sup>.

İşletme faaliyetleri sonucunda işletmeye yatırım yapanların servetlerindeki artışın belirlenmesinde iki temel yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemler şunlardır<sup>141</sup>:

- Yatırım Net Getiri Oranı [Net Return on Investment, Net ROI]
- Artık Kâr [Residual Income]

Bu yöntemler farklı açılardan işletme faaliyetleri sonucunda bir dönem içinde yaratılan ek değeri (katma değeri) hesaplamaya yönelik olarak geliştirilmiştir. Bu yöntemlerde, işletmenin bir faaliyet döneminde kullandığı kaynaklarının

<sup>139</sup> www.baskent.edu.tr/gurayk/finpazsirketdegerleme.ppt , erişim tarihi; 01.12.2006.

<sup>140</sup> Hatice Kara, “Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü olarak EVA(Economic Value Added), İMKB Şirketleri Üzerine bir Uygulama”, SPK, 2005.

<sup>141</sup> Orhan Çelik, “İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer ve Türk Telekom A.Ş.de Uygulaması” Ankara Üniv. SBF, Gelişme ve Toplum Ara. Merkezi, No:45, Nisan 2002, s:7.( [http://www.politics.ankara.edu.tr/tartisma\\_metinleri.php](http://www.politics.ankara.edu.tr/tartisma_metinleri.php)) Erişim Tarihi: 07/04/2007.

maliyetlerinin değerlendirmede kapsamında yer alması, bu yöntemin en önemli üstünlüğü olarak ifade edilmektedir.

### **1. Yatırım Net Getiri Oranı [Net ROI]**

Yatırım net getiri oranı, işletmenin yatırımlarından elde ettiği getirilerin sermaye maliyetini aşan kısmı olarak ifade edilebilir. İşletmenin yatırımlarından elde ettiği getiri, yatırım getiri oranı [Return on Investment, ROI] kullanılarak hesaplanmaktadır. Yatırım net getiri oranı; işletmenin yatırımlarından elde ettiği getiri, bu getiriyi elde etmek için kullanılan sermayenin maliyetini aşmadığı sürece bu faaliyetler sonucunda ortakların özsermaye paylarının artması olanaklı değildir mantığına dayalı olarak geliştirilmiştir.

### **2. Artık Kâr**

Artık kâr yöntemi esas olarak işletme faaliyetleri sonucunda elde edilen “net” kârın hesaplanmasına yönelik olarak geliştirilmiştir. Artık kâr yöntemi ile işletmenin sermaye maliyeti çıkartıldıktan sonra dönem içinde elde edilen net kârlardan ne kadarın işletmede kaldığı hesaplanmaktadır. Buna göre işletmenin bir dönem sonunda elde ettiği kârdan işletmeye yatırım yapanların bu yatırımlarının karşılığında beklemedikleri getirileri çıkardıktan sonra kalan net kâr, artık kâr olarak ifade edilmektedir. Artık kâr eşitlik yardımı ile şu şekilde de ifade edilebilir:

$$\text{Artık Kâr} = \text{Elde Edilen Kâr} - \text{Beklenen Kâr}$$

Eşitlikte istenen kârın belirleyici unsuru, işletmenin katlandığı sermaye maliyetidir. İşletme yatırdığı sermaye karşılığında en az katlandığı maliyet kadar getiri elde etmelidir. Bu açıdan bakıldığında artık kâr şu şekilde ifade edilebilir:

$$\text{Artık Kâr} = \text{Elde Edilen Kâr} - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{Sermaye Maliyeti})$$

Uygulamada işletme faaliyetleri sonucunda yaratılan katma değerin hesaplanmasında en çok kullanılan araçlardan birisi artık kâr kavramıdır. Bu tutarın hesaplanmasındaki temel mantık korunarak, uygulamada bir çok performans ölçütü geliştirilmiştir. Bu performans ölçütlerinden birisi de EVA’dır. EVA, genel olarak işletme faaliyetlerinden elde edilen net faaliyet kârından işletmeye yatırılan sermayenin net tutarının çıkarılması ile elde edilir. İşletmenin faaliyetlerinin

sürdürmek için kullandığı sermayenin (yatırılan sermaye) net tutarı, beklenen olarak da ifade edilebilecektir. Bu tanıma dayalı olarak EVA eşitlik yardımı ile şu şekilde ifade edilebilir:

$$EVA = \text{Vergi Sonrası Faaliyet Kârı} - \text{Beklenen Kâr}$$

Burada beklenen kâr olarak ifade edilen kavram işletmenin faaliyet kârı elde edebilmek için kullandığı sermayenin bir diğer değişle yaptığı yatırımdan beklediği minimum getiri oranıdır. İşletmeye yatırım yapanların işletme varlıklarından olan istem hakları, yatırılan sermaye olarak ifade edilir. Beklenen kâr şu şekilde ifade edilebilir:

$$\text{Beklenen Kâr} = \text{Toplam Sermaye} \times \text{Sermaye Maliyeti}$$

$$EVA = \text{Vergi Sonrası Faaliyet Kârı} - (\text{Toplam Sermaye} \times \text{Sermaye Maliyeti})$$

eşitliği ile hesaplanır.

EVA kavram olarak basit olmasına karşın, işletmelerin yarattıkları kârın sermaye maliyeti ile ilişkilendirilmesinden dolayı bir o kadar da yararlı bir performans ölçüdüdür. EVA'nın pozitif olması işletmenin bu faaliyet döneminde katma değer yaratmış olduğunu ifade etmektedir. EVA'nın negatif olması ise, faaliyet döneminde işletmenin önceki dönemlerde yaratılmış katma değeri kullandığı anlamına gelir. Bu açıdan negatif EVA, işletme faaliyetlerinin önemli bir değişime gereksinimi olduğunu ifade eder. Bu şekilde EVA, işletmenin kârlılık ve değer yaratmak amacıyla gerçekleştirilecek faaliyetlerin neler olduğunu belirlemede de bir araç olarak kullanılabilir. EVA ile işletmenin "ekonomik" kârının doğru bir şekilde ölçülmesi mümkün olabilmektedir.

## 2.5. DÜŞÜK FİYATLAMA OLGUSU

Bir işletmenin halka açılma kararının en zor süreci, ihraç edilecek pay senedinin fiyatını belirlemektir. Fiyatın düşük belirlenmesi işletme için bir maliyet unsuru olurken, fiyatın yüksek belirlenmesi de talebi azaltarak halka sunumu başarısız kılacaktır. Uluslararası çalışmalar gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda halka ilk kez sunulan pay senetlerinin kısa vadede ikincil piyasa performanslarının,

piyasa performansının üzerinde olduğu ve yatırımcıların bu pay senetlerine yatırım yaparak piyasanın üzerinde artık getiri elde edebildiği yani düşük fiyatlama olgusunun varlığı tespit edilmiştir. Bu olgu literatürde o pay senedinin olması gerekenden daha ucuz bir fiyatla fiyatlanmasından kaynaklandığı şeklinde açıklanmaktadır<sup>142</sup>. Düşük fiyatlamamanın varlığı, ekonomik konjonktürden o ülkenin yasalarına, gerçekleştirilen halka sunum yönteminden pay senedinin sektörüne kadar birçok unsurdan etkilenmektedir<sup>143</sup>.

Düşük fiyatlama; halka ilk defa sunulan pay senetlerinin işlem görmeye başlamasından sonraki dönemde fiyatının, ihraç fiyatından daha yüksek seviyelere çıkması, başka bir deyişle pozitif bir başlangıç getirisi sağlamasıdır. Buna “düşük fiyatlama olgusu” denilmektedir<sup>144</sup>.

Kıymaz (1999), Aktaş, Karan ve Aydoğan (2003); Türkiye’de halka ilk defa sunulan pay senetlerinin kısa dönem performansını incelemiş ve düşük fiyat olgusunun olduğunu tespit etmişlerdir. Kıymaz, ucuz fiyat olgusunu etkileyen etmenleri; işletme büyüklüğü, halka sunulan günle ilk işlem günü arasındaki borsa endeksinin yükselmesi, işletmenin kurumsal sahiplik oranı ve aracı kurumun işletmenin bulunduğu gruptan olup olmaması olarak sıralamıştır<sup>145</sup>.

### **2.5.1. Düşük Fiyatlamaya Yönelik Hipotezler ve Çalışmalar**

Halka sunumlarda düşük fiyatlamaya yönelik birçok hipotez ileri sürülmüştür. Bu hipotezler düşük fiyatlamayı iki gruba ayırmaktadır. Birinci grup, düşük fiyatlamamanın piyasanın eksiklerinden kaynaklandığını kabul etmekte, ikinci grup ise, düşük fiyatlamaya piyasa dengesi olarak bakmaktadır.

---

<sup>142</sup> Karan, a.g.e., s., 297.

<sup>143</sup> Menemencioğlu, a.g.e., s. 40.

<sup>144</sup> Menemencioğlu, a.g.e., s. 40.

<sup>145</sup> Karan, a.g.e., s.,297.

### 2.5.1.1. Asimetrik Bilgi Hipotezi

D.P.Baron, düşük fiyatlama olgusunu asimetrik bilginin varlığına bağlamaktadır. Baron, yatırım bankalarının sermaye piyasası hakkında, ihraççı işletmelerden daha fazla bilgiye sahip olduğunu varsaymıştır. Piyasa fiyatının hangi seviyede olacağından emin olmayan işletme, fiyat kararını ve dağıtım görevini yatırım bankasına bırakmaktadır<sup>146</sup>.

Rock'a göre, hem ihraççı işletme hem de aracı kurum payının gerçek değerinden emin değildir. Yatırımcı ise, payının gerçek değerini belirli bir maliyet üstlenerek elde edebilir<sup>147</sup>. Temel olarak düşük fiyatlama, bu bilgiyi elde etme maliyetine katlanan yatırımcıya bir katkı olarak görülmektedir.

Muscarella ve Vetsuypens ise, düşük fiyatlamaya, bilgili ve bilgisiz yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi olarak bakmaktadır. Kendi pay senetlerini kendileri halka sunan 1970–1987 tarihleri arasındaki 38 işletmeyi incelemişler ve asimetrik bilginin olmaması dolayısıyla da düşük fiyatlamaya da olmamasını beklemişlerdir. Araştırma sonuçları bu hipotezi desteklememiş ve halka sunumların ilk gün getirisi %7,12 bulunmuştur<sup>148</sup>.

### 2.5.1.2. Örtülü Sigorta Hipotezi

Örtülü sigorta hipotezi diğer bir deyişle dava önleme hipotezi ile ilgili; Tınıç (1988), Simon (1989), Drake ve Vetsuypens (1993) ve Lowry ve Shu ((2002) birçok araştırma yapmışlardır.

ABD'de 1933 yılında Menkul Kıymet Yasası'nda, halka ilk sunumlarda aracı kurumlara yasal sorumluluklar getirmiştir. Bu Yasa ile aracı kurumlar halka sunuma aracılık edecekleri işletmenin incelemesini yaparak, kamuyu aydınlatma görevini tam olarak yerine getirmelidirler. Aracı kurumlar kamuyu aydınlatma görevini tam olarak yerine getirmezlerse, yatırımcının uğrayacağı zararın tazmini için dava

<sup>146</sup> Bkz:D.P.Baron, "A Model Of The Demand For Investment Bank Advising and Distribution Services for New Issues" **Journal of Finance**, 45. 1982, s. 1048.

<sup>147</sup> Bkz:K.Rock, "Why Issues are Underpriced", **Journal of Financial Economics**, 15, 1986, s: 187-212.

<sup>148</sup> Bkz: C.J.Muscarella ve M.R.Vetsuypens, "A Simple Test Of Baron's Model Of Underpricing" **Journal Of Financial Economics**, Vol:24, no:1, 1989

açılabilir. Tınıç bu gerçekten yola çıkarak, bu hipotezi 1933 öncesi (1923–1930) halka ilk kez sunulan 70 işletme ve 1966–1971 arasında da 134 işletme için incelemiştir. İncelemenin sonucunda 1933’den sonraki halka sunumlarda, 1933’den önceki sunumlara göre daha fazla düşük fiyatlandırma yapıldığını tespit etmiştir<sup>149</sup>. Fakat Avrupa’da, dava açılması tehlikesi, düşük fiyatlandırma için önemli bir isteklendirme kaynağı olarak görülmemektedir<sup>150</sup>.

Drake ve Vessuypens, Tınıç’ın yaptığı çalışmayı farklı dönemlerde yapıldığında farklı sonuçlar elde edilebileceği ve belirtilen dönemlerdeki düşük fiyatlandırmanın, yasal çerçevenin dışında başka etmenlerden etkilenebileceğini düşündüklerinden eleştirmişlerdir. 1960–1990 yılları arasında Menkul Kıymetler Yasası’na göre yanlış düzenleme yaptıklarından dolayı dava açılan 93 işletmeyi inceleyerek alternatif bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmanın sonucunda dava açılan işletmelerin %9,18’inin düşük fiyatlandırıldığını ve dava açmanın etkili bir yol olmadığını belirtmişlerdir<sup>151</sup>.

Lowry ve Shu ise, düşük fiyatlandırmanın bu yasanın olmadığı birçok ülkede de gerçekleştiğini belirtmişlerdir<sup>152</sup>.

### 2.5.1.3. Monopson Güç Hipotezi

Bu hipoteze göre, aracı kurumlar kasıtlı olarak ihraç edilecek pay senetlerini düşük fiyatlandırarak kendi müşterilerine satmaktadırlar.

### 2.5.1.4. Sinyal Hipotezi

Welch (1989), Allen ve Faulhaber (1989), Grinblatt ve Hwang (1989), halka ilk sunumlarda daha sonra yapılacak sermaye artırımlarında yüksek fiyattan satış

---

<sup>149</sup> H. Kıymaz, “Halka İlk Arzedilen Hisse senetlerinin Performansları; İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:3, s: 123.

<sup>150</sup> Bkz: F Gajewski and C.Gresse, “A Survey Of the European IPO Market” **ECMI Paper**, no: 2, Ağustos 2006, s.44.

<sup>151</sup> Bkz: Philip D.Drake and M.R. Vetsuyoens, “IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability”, **Financial Management**, Spring, 1993, s.71.

<sup>152</sup> Bkz: M.Lowry, L.Field and S.Shu “Does Disclosure Deter or Trigger Litigation?” **Journal of Accounting and Economics**, s:39, September 2005, s:487-507.

yapabilmek amacıyla düşük fiyatlamının yapıldığını ileri süren bir model kurmuştur. Buna göre, ihraççı işletme değerini yüksek veya düşük olduğu konusunda ayrıcalıklı bilgiye sahiptir. Dolayısıyla işletmeler bir strateji izleyerek, ilerideki halka sunumlarda fiyatı daha yüksek belirleyerek toplamda daha yüksek bir gelir elde etmektedirler. Halka ilk sunumlarda düşük fiyatlama, bu anlamda ilerisi için bir “sinyal” olmaktadır ki işletmeler ilk sunumları izleyen birkaç yıl içinde yeniden halka sunum yapmaktadırlar<sup>153</sup>. Sinyal hipotezi diğer piyasalara nazaran Fransız piyasalarında çok daha kuvvetli bir şekilde geçerlidir<sup>154</sup>.

#### **2.5.1.5. Spekülatif Balon Hipotezi**

Bu hipotez Ritter tarafından 1991 yılında ileri sürülmüştür. Ritter, halka ilk sunulan pay senetlerinin gerçek değerine uygun olarak sunulduğunu fakat spekülasyonun pay senetlerinin fiyatlarını değerlerinin üzerine çıkarttığını ileri sürmüştür. Bu hipotezi için 1975–1984 arasında ilk kez halka sunulan 1526 işletmeyi izlemiş fakat sonuçlar hipotezini desteklememiştir<sup>155</sup>.

#### **2.5.1.6. Riske Karşı Olan Aracı Kurum Hipotezi**

Bir yüklenici olarak halka sunuma aracılık eden yatırım bankaları ya da aracı kurumlar para kaybetmemek için, halka sunulan pay senetlerinin satışıyla ilgilenirler. Aracı kurumlar riski düşük tutmak için, halka sunum fiyatının düşük olmasını tercih edeceklerdir. Bu hipotez ilk kez Ritter 1984, Chalk ve Peavy 1987 yıllarında yaptıkları çalışmalarda denenmiş ve sonuçlar bu hipotezi desteklemiştir<sup>156</sup>. Bununla bağlantılı olarak ileri sürülen bir başka teori ise, yatırım bankalarının tekel gücü teorisidir. Bu teoriye göre, yatırım bankalarının arasında rekabet eksikliğinin olduğunu varsayılmaktadır ki, bu yatırım bankalarına ihraççı işletmelerle anlaşma aşamasında güçlü bir pozisyon vermektedir. Özellikle bu durum kötü, küçük ve az

---

<sup>153</sup> Jay R.Ritter and Ivo Welch, “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, **The Journal of Finance**, No:4 , Ağustos 2002, s: 1803-1804.

<sup>154</sup> Gajewski and C.Gresse,a.g.e., s.41.

<sup>155</sup> Ritter J.R., 1991, “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings”, **Journal of Finance**, 46, 3-27.

<sup>156</sup> J.R.Ritter, “The Hot Issue’Market of 1980” **Journal of Business**, 57, 1984, s:215-240.



bilinen işletmelerin halka sunumunda daha fazla ortaya çıkabilmektedir. Türkiye'deki sermaye piyasalarında eksik rekabetin olmadığı söylenebilir<sup>157</sup>.

#### **2.5.1.7. Likidite Pirimi Hipotezi**

Shah'ın (1995) ileri sürdüğü bu teoriye göre, işletmenin halka sunum tarihiyle, piyasada işlem gördüğü gün arasındaki zamanda yatırımcılar likiditelerini kaybetmekte ve bu sürede elde edecekleri gelirden mahrum kalmaktadırlar. Yatırımcıların gelir kaybına karşılık bir getiri elde etmesi düşüncesiyle düşük fiyatlamaya yapılmaktadır<sup>158</sup>.

#### **2.5.1.8. Kurumsal Zaman Kaybı Hipotezi**

Kurumsal zaman kaybı teorisi düşük fiyatın, halka sunum fiyatının belirlenmesi ile işletmenin borsada işlem görmesi arasında geçen zaman içerisinde borsa endeksinde yükselişin olmasından kaynaklandığını ileri sürmektedir<sup>159</sup>. Kıymaz, 1990–1995 yılları arasında İMKB'de halka sunulan pay senetleri üzerinde düşük fiyatlamaya için öne sürülen bu teoriyi incelemiş ve Türkiye'de bu teorisin anlamlı olduğunu tespit etmiştir<sup>160</sup>.

#### **2.5.1.9. Seçilen Halka Sunum Yöntemi ile İlgili Hipotezi**

Bower 1989 yılında yaptığı çalışmasında; bir işletmenin pay senetlerini halka sunarken kullandıkları sunum yöntemlerini test etmiştir. Elde ettiği sonuçlara göre; en iyi gayret aracılığı, aracılık yüklenimine göre işletmenin değerini daha doğru değerlendirmektedir. İşletme aracı kurumla, aracılık yüklenimi sözleşmesi imzaladığında, yatırımcılar açısından en iyi gayret aracılığına göre işletmenin değeri

---

<sup>157</sup> İvgen, a.g.e., s. 18.

<sup>158</sup> Ajay Shah, "The Indian IPO Market: Empirical Facts", **Finance**, 1995.

<sup>159</sup> Menemencioğlu, a.g.e., s. 47.

<sup>160</sup> Kıymaz, a.g.e., s:83.

daha cazip ve de güvenli olarak belirlenir. Fakat aracılık yüklenimi işletmeler açısından işletme getirilerinde önemli bir düşüklüğe neden olmaktadır<sup>161</sup>.

### **2.5.2. Düşük Fiyatlandırmayı Etkileyen Etmenler**

Halka sunuma karar veren işletmeler, halka sunum satış yöntemini tercih ederken; halka sunulan fiyat karakteristikleri, piyasa karakteristikleri gibi etmenlerden etkilenmektedirler.

Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 1993–2005 yılları arasında gerçekleşen 178 halka sunum üzerine yaptıkları araştırmaya göre; sabit fiyatla istem toplama yöntemini, toplam varlıkları, toplam öz sermayeleri, toplam borçları büyük ve net satışları yüksek olanlar sabit fiyatla istem toplarken, aktif büyüklüğü küçük işletmeler ise fiyat aralığı ile istem toplamayı tercih ettiklerini ileri sürmüşlerdir. Bunun nedenini de, halka sunum karakteristiklerine ve piyasa karakteristiklerine bağlamışlardır. Halka sunum karakteristikleri içinde; halka sunulan öz sermayenin kaynağı, halka sunum fiyat tespiti ve ilk işlem günü arasındaki süreyi ele alırken, halka sunulan işletme karakteristiklerinde; işletmenin yaşı, piyasa karakteristiklerinde ise; standart sapma ve düzeltilmiş aylık getiri değişkenlerinin sabit fiyatla istem toplama ve fiyat aralığı ile istem toplama yöntemleri arasında seçim yapma kararında güçlü etkileri olduğunu savunmuşlardır. Bunun yanında piyasa getirisi ve piyasa volatilitésinin Türkiye’de halka sunum yönteminin seçiminde etkili olmadığını ileri sürmüşlerdir<sup>162</sup>.

#### **2.5.2.1. Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemler**

İşletmelerin pay senetlerinin halka sunumunda fiyat tespiti, halka açılan işletmeleri, portföylerinden pay satan işletme ortaklarını, aracı kurumları ve yatırımcıları etkilemektedir. İşletme açısından tespit edilen fiyat, halka sunumdan temin edilecek kaynağın miktarını belirlemektedir. Aracı kurum açısından da,

---

<sup>161</sup> N.L. Bower, “Firm Value and the Choice of Offering Method in Initial Public Offerings”, **The Journal Of Finance**, 44(3), pp. 647-662.

<sup>162</sup> Küçükkocaoğlu ve Alagöz, “Halka Arzlarında Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme”, s: 11.

pazarlama kabiliyetlerini, üstlenecekleri risklerin tutarını, prestijlerini, ileride üstlenecekleri potansiyel halka sunumları etkilemektedir. Yatırımcılar ise alternatif yatırım araçları ile halka sunulan işletme kararını halka sunum fiyatına göre belirlemektedirler. Tüm bunlar halka sunulan pay senetlerinin düşük fiyatlandırılmasına yol açmaktadır. Düşük fiyatlamada işletmelerin halka sunumdan elde etmeyi planladıkları kaynak miktarının azalmasına neden olmaktadır<sup>163</sup>. Çeşitli ülkelerde sermaye piyasalarını düzenleyiciler, düşük fiyatlamayı engelleme amacıyla fiyat istikrarını sağlayıcı alımlara izin veren yasal düzenlemeler yapmışlardır<sup>164</sup>.

Bu kapsamda ilk düzenleme ABD’nde 1934 yılında yayınlanan Sermaye Piyasası Kanunu’nda yer almaktadır. Bu kanunda, aracı kurumun halka sunum sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı işlemleri ancak borsa fiyatı halka sunum fiyatının altına düştüğü zaman yapabileceği, bu işlemlerin ancak fiyat düşüşünü engelleme amacıyla yapılabileceği, piyasa fiyatı yüksekse bu işlemlerin yapılamayacağını ve bu işlemlerin halka sunuma müteakip kısıtlı bir sürede gerçekleştirilebileceği yönünde hükümler bulunmaktadır<sup>165</sup>. SEC, 18.03.1940 tarih 2446 sayılı açıklama ile fiyat istikrarı sağlamaya yönelik işlemleri manipülasyona yönelik işlemler olarak kabul etmiş fakat bu işlemleri tamamen yasaklamak yerine düzenleme yoluna gitmiştir. 1987 yılında SEC yaptığı açıklamayla fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin uygun düzenlemesi şartıyla piyasaya olumlu katkılar sağladığını belirtmiştir<sup>166</sup>.

Avrupa Birliği Mevzuatı, 22.12.2003 tarihli Öngörölmüş Olan Sermaye Piyasası Araçlarının Geri Satın Alınması Ve Fiyat İstikrarı İşlemlerinin Gerçekleştirilmesi İçin Belirtilen İstisnaların Uygulama Yöntemlerine İlişkin Yönetmeliği’nde; işletmelerin kendi ülkelerinin mevzuatları izin verdiği ölçüde sermaye piyasalarından kendi pay senetlerini toplamaları, uyması gereken kurallar ve halka sunum sonrası fiyat istikrarı uygulanması sırasında uyulması gereken kuralları düzenlemiştir. Bu işlemler sırasında kamunun ve yetkili mercilerin ilgili işlemler için sürekli ve doğru bir şekilde bilgilendirilmesini zorunlu kılmıştır<sup>167</sup>.

---

<sup>163</sup> Özlem Arıkan ve Mustafa Ünal, “Halka Açılmalarda Yeni Bir Yaklaşım; Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler ve Greenshoe Opion” **Active Dergisi**, 2004, Sayı: 35, s:1.

<sup>164</sup> Küçükkocaoğlu ve Alagöz, “Halka Arzlarda Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme”s: 2.

<sup>165</sup> Küçükkocaoğlu ve Alagöz,a.g.m., s: 3.

<sup>166</sup> [www.sec.gov](http://www.sec.gov) (SEC Release 38067) Erişim Tarihi: 15.10.2006.

<sup>167</sup> [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int) ( 22 Aralık 2003 tarih, 2273/2003 Sayılı Komisyon Yönetmeliği) Erişim Tarihi: 25.11.2006.

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu 17.12.2003 tarihinde, Avrupa Birliği Standartları’na uyum sağlanması amacıyla dikkate alarak İngiltere’nin düzenlemelerini esas alarak fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerle ilgili tebliği yayınlamıştır.

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler, halka sunum sonrası fiyat düşmelerini engellemek amacıyla borsada yapılan destek alımlarıdır. Avrupa Birliği Mevzuatı fiyat istikrarını sağlayıcı işlemleri<sup>168</sup>; üzerinde satış yönünde baskı bulunan menkul kıymetler ve bunlara bağlı olabilecek diğer sermaye piyasası araçları üzerinde bu araçları dikkati çeker bir şekilde piyasaya dağıtılması esnasında daha evvel belirlenmiş bir süre boyunca yatırım veya kredi kuruluşları tarafından yalnızca söz konusu sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını belirli bir seviyede tutmak amacıyla gerçekleştirilen her türlü alım-satım işlemi olarak tanımlamıştır.

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin iki amacı bulunmaktadır: Birincisi, destekleme alımlarına belli kurallar altında izin vererek, halkın pay senetlerine ilgisini artırmak ve işletmelerin halka açılmasını kolaylaştırmak. İkincisi ise, söz konusu işlemlerin yasaklanmış olan yapay fiyat oluşturma (manipülasyon) tanımına girmesi nedeniyle; bu kurallara uyulması halinde manipülasyon suçu kapsamı dışında tutarak, işlemi gerçekleştiren aracı kurumlara hukuken güvenli bir alan yaratmaktır<sup>169</sup>.

### 2.5.2.2. Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Yöntemler

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik yöntemleri; doğrudan alım, ek alım hakkı (green shoe option) ve ceza olarak üç kısımda inceleyebiliriz.

***Doğrudan Alım:*** Lider aracı kurumun, halka sunumunu gerçekleştirdiği pay senetlerinin fiyatının düşmesini engellemek için alıcı olarak piyasa fiyatının üzerinde fiyat teklifi ile pay senedine istemi artırarak ihraç fiyatı seviyesine yükseltmek için yaptığı alımlardır. Doğrudan alım yöntemine ilişkin hazırlanan uygulamalar çoğu

<sup>168</sup> [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int) ( 22 Aralık 2003 tarih, 2273/2003 Sayılı Komisyon Yönetmeliği, Madde:2/7)

<sup>169</sup> Arıkan ve Ünal, a.g.e., s: 2.

sermaye piyasasında benzerdir. Bu yöntem halka sunum sonrasında sadece lider aracı kurum tarafından ve pay senedi ihraç fiyatının altına düştüğü takdirde belli süre<sup>170</sup> zamanında gerçekleştirilmektedir.

***Ek Alım Hakkı (Green Shoe Option):*** Fiyat istikrarı işlemlerinin sağlanmasında en çok kullanılan yöntem ek alım hakkıdır. Lider aracı kurumla ihraççı işletme arasında yapılan anlaşmaya göre, halka sunum sırasında paylara olan istemin yüksek olması halinde lider aracı kurumun, toplam halka sunum miktarının belli bir yüzdesini ( uygulamada %15) otuz (30) gün içinde ihraççı işletmeden alarak ihraç fiyatından piyasada satmasıdır. Halka sunulan pay senetleri, ikincil piyasada işlem görmeye başladıktan sonra fiyatında bir düşüş görülebilir veya piyasada pay senedine ait satış emirleri, alış emirlerinin üzerinde olabilir. Bu durumda lider aracı kurum pay senedinin fiyatını destekleyip desteklememe konusunda karar vermek zorundadır. Destekleme kararı alınır, pay senedinin fiyatı ihraç fiyatının üzerine çıkmamak kaydıyla “Green Shoe Option” yani ek alım hakkı çerçevesinde halka sunumu aşan kısım üzerinden alım-satım işlemleriyle fiyat istikrarı uygular.

***Ceza:*** Bu yöntemde pay senetleri üzerindeki satış baskısı kontrol altına alınarak fiyat istikrarı sağlanmaya çalışılır.

### **2.5.2.3. Türkiye’de Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Mevzuat ve Uygulamalar**

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu 17.12.2003 tarihinde, Avrupa Birliği Standartları’na uyum sağlanması amacıyla dikkate alarak İngiltere’nin düzenlemelerini esas alarak fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerle ilgili tebliği yayınlamıştır. Ek satış hakkı, istem toplama sırasında toplanan kesin talebin halka sunulan pay senedi miktarından fazla olması halinde, bir miktar pay senedinin (pay senedinin %15’ini aşamaz) daha halka sunulan pay senedi miktarına ilave edilme hakkıdır. Seri: I, No:32 sayılı Tebliğ ile getirilen yenilikle, aracı kurumların, ellerinde bulunmayan pay senetlerini ortaklardan ödünç almak yoluyla ek satışta bulunmaları mümkün kılınmıştır. Söz konusu Tebliğ uyarınca, aracı kurum, pay

---

<sup>170</sup> Avrupa Birliği ve Türkiye’de Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemler, halka sunum tarihinden itibaren otuz (30) gündür.

senetlerinin borsada işlem görmeye başlamasını takip eden 30 gün içerisinde ödünç işleminden doğan yükümlülüğünü ortaklara pay senetlerini mislen iade ederek veya halka sunum fiyatı üzerinden bedelini ödeyerek kapatmak zorundadır. Aracı kurumun; ortaklardan ödünç aldığı pay senetlerinin bedelini, ödünç süresinin sonuna kadar ilk halka sunum fiyatı üzerinden ödemek yoluyla ödünç işlemlerinden doğan yükümlülüğünü kapatma hakkı, yurt dışı uygulamalarda “Green Shoe Option” olarak adlandırılmaktadır. Bu hak, ilgili pay senedinin fiyatlarının yükselmesi halinde, aracı kurumun ödünç yükümlülüğünü risk altına girmeden kapatması için bir güvence niteliğindedir.

Ödünç alımlı satış niteliği taşıyan ek satışların, ek istikrar önlemi olarak tanımlanması mümkündür çünkü halka sunulan pay senedi fiyatının halka sunum fiyatının altına düşmesi durumunda aracı kurum, ödünç yükümlülüğünü piyasadan gerçekleştireceği alımlar vasıtasıyla kapatacak, bu alımlar da pay senedi fiyatının düşmesini engelleyecektir. Nitekim İlgili Tebliğde, aracı kurumun ödünç sözleşmesinden kaynaklanan yükümlülüğünü kapatmak için borsada gerçekleştirebileceği alımlarda, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanılan emir ve fiyat kurallarına uyulmasının zorunlu olduğu hükme bağlanmıştır ve bu işlemlerin tamamlanması için getirilen süre sınırı da fiyat istikrarı işlemlerine paralel olarak düzenlenmiştir. Ödünç alımlı ek satış işlemleri, fiyat istikrarına doğrudan bir katkı da sağlayabilecektir: Aracı kurum, ek satış işleminde elde ettiği geliri doğrudan fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanabilecektir<sup>171</sup>.

Bu tebliğin değerlendirilmesinden çıkarılan sonuçlar<sup>172</sup>;

- Fiyat istikrarı işlemlerinin yerine getirilmesine ilişkin herhangi bir garanti yoktur. Fiyat istikrarını yerine getirmeyi planlayan aracı kurum, bu işlemleri yerine getirip getirmemekte veya işlemlere başlasa bile her an sona erdirmekte serbesttir.
- Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde bulunmayı planladığını belirten aracı kurum, bu işlemlerden sorumludur. Aracı kurum, söz konusu işlemler için tümüyle kendi kaynaklarını, tümüyle yabancı bir kaynağı veya kısmen

<sup>171</sup> [www.spk.gov.tr/haberduyuru/basınaciklamaları/basınaciklaması\\_17122003.html](http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/basınaciklamaları/basınaciklaması_17122003.html).

<sup>172</sup> Küçükkocaoğlu ve Alagöz“Halka Arzlarda Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme”, a.g.e., s:10.

öz kaynak kısmen de yabancı kaynakları kullanmakta serbesttir. Aracı kurum seçtiği kaynağı izahname ve sirküler aracılığıyla kamuya duyurur.

- Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler bir fiyat taahhüdü niteliğinde değildir. Aracı kurum, fiyat istikrarını öngörülen sürede gerçekleştirse bile pay senedi fiyatını yükseltmeyebilir. Ayrıca aracı kurum bu işlemle fiyat yükseltmeyi başarsa bile fiyat istikrarı uygulama süresi sona erdiğinde fiyatlar tekrar düşebilir.

Türkiye’de yasal olarak 17.12.2003 tarihinde uygulanmaya başlayan, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler 31.12.2005 tarihine kadar toplam yedi işletme halka sunum sürecinde fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde bulunacağını açıklamış ve uygulamıştır. Üç işletme ise uygulayacağını açıklamasına rağmen çeşitli nedenlerle uygulamaya gerek görmemiştir<sup>173</sup>.

Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 17.12.2003 ile 31.12.2005 tarihleri arasında fiyat istikrarı uygulanan halka sunumlarla uygulanmayan halka sunumlar üzerine bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmadan elde edilen sonuçlar; fiyat istikrarı uygulanan halka sunumların düşük fiyatlamadan kaynaklanan getirisi 0.0256 olarak gerçekleşirken fiyat istikrarı uygulanmayan halka sunumlarda bu getiri 0.0676 olarak gerçekleşmiştir. Bu getiriler iki sonuç ortaya çıkarmaktadır. Birincisi, fiyat istikrarının düşük fiyatlamayı engelleyici bir etkisi olduğu veya fiyat istikrarı uygulayan işletmelerin düşük fiyatlama yerine yüksek fiyat belirlemesidir. Fiyat istikrarı uygulamasının yasal süresi olan otuz günü bitiminde, bu uygulamayı yapan işletmelerin getirileri incelendiğinde -0.1683’lük yüksek fiyatlama olgusu desteklenmektedir<sup>174</sup>.

---

<sup>173</sup> Küçükkocaoğlu ve Alagöz, “Halka Arzlarında Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme”, s:3.

<sup>174</sup> Küçükkocaoğlu ve Alagöz., a.g.m., s:12.

## 2.6. HALKA SUNUMDA SATIŞ YÖNTEMLERİ

Halka sunumda bulunacak işletmeler, halka sunum satış yöntemlerinden birini tercih etmek zorundadırlar. Satış yöntemleri<sup>175</sup>;

**Sabit Fiyatla İstem Toplama:** Bu yöntemde öncelikle halka sunum fiyatı belirlenir ve daha sonra bu fiyattan yatırımcı teklifleri toplanır, yatırımcılar istem ettikleri pay senetlerinin tamamı veya bir kısmı için ön ödeme yaparlar.

**Fiyat Aralığı (Book Building) ile İstem Toplama:** Aracı kurum öncelikle potansiyel yatırımcılarla görüşür ve bağlayıcı olmayan fiyat teklifleri alır. Bu teklifleri belirli bir fiyat aralığından toplayacağı gibi, bir fiyat aralığı belirlenmeyebilir, sonuçta alınan teklifleri değerlendirip halka sunum fiyatı belirler ve bu fiyattan istem toplar.

**Müzayede:** Halka sunuma aracılık eden aracı kurum yatırımcılardan aldığı belli miktar ve buna bağlı fiyatı içeren teklifleri sunum ve istem şeması oluşturacak şekilde yerleştirir. Müzayede esasına göre gerçekleştirilen bazen açık bazen de kapalı usulde yapılan teklif alma işlemleri sonucunda arz ve talebi eşitleyen fiyat halka sunum fiyatı olarak belirlenir. Müzayede üç şekilde yapılabilir<sup>176</sup>;

1. **Doğrudan Kabul:** Halka sunulacak pay oranı, satıcılardan istem edilen asgari fiyat, asgari fiyattan kabul edilen azami sapma (genellikle %10) ve sipariş azalmasının azami seviyesi önceden belirlenmekte olup kabul ilamında belirtilmektedir. Yatırımcılar hem Pazar hem de sınırlı siparişler sunabilirler. Sunum ve istem önceden tanımlanmış fiyat aralığı dâhilindeki fiyat ayarlaması vasıtasıyla eşleştirilmektedir. Denge fiyatı bu aralığın dışında kalıyorsa, eşleştirme ya azami fiyattan siparişleri geriye doğru ölçeklendirerek veya dolum oranı %4'den daha az iken fiyat aralığı değiştirilerek elde edilmektedir.
2. **Asgari Fiyat Siparişi:** Bu yöntem, satıcılar tarafından şart koşulan asgari fiyatı ve halka sunulacak payların sayısını tanımlamaktadır. Sadece sınırlı siparişler kabul edilmektedir.

<sup>175</sup> Küçükkoçaoğlu ve Alagöz, "İMKB'de Uygulanılan Halka Sunum Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi" 10. Ulusal Finans Sempozyumu, Dokuz Eylül Üniv.İzmir, Kasım 2006., s:3.

<sup>176</sup> Gajeeski and Gresse, a.g.e., s.21.



3. **Açık Fiyat Sunumu:** Başlangıç ilanı bir fiyat aralığından bahsetmektedir. Yatırımcılar bu aralığa dâhil bir sınırdaki, alt ve üst sınırlar dâhil olarak siparişlerini sunmaktadırlar. Fiyat sınırlaması olmayan veya aralığın dışındaki bir fiyat sınırlamasına sahip olan siparişler reddedilmektedir. Sunum ve istem önceden tanımlanmış aralık dâhilinde fiyat ayarlamaları yoluyla eşleştirilmektedir. Halka sunum fiyatı, payların sayısını dolduran aralık dâhilindeki en düşük fiyata göre ayarlanmaktadır.

**Borsada Satış:** Bu yöntem, belli bir aracı kurum tarafından birincil pazarda halka sunulan pay senetlerinin satışı ile gerçekleştirilir. Halka sunumun ilk günündeki açılış fiyatı, işletmenin bu tür bir halka sunumu için borsaya kayıt yaptırdığı zaman açıkladığı pay senedi fiyatıdır.

**Karma Yöntemler:** Burada aracı kurum diğer yöntemlerden birkaçını birleştirerek yeni bir yöntem oluşturur. En yaygın olarak uygulanan yöntem de sabit fiyatla istem toplama ve fiyat aralığı ile istem toplama yöntemlerinin birleştirildiği karma yöntemdir. Burada aracı kurum fiyat belirlemesi ve pay dağıtımını için yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılara karşı fiyat aralığı ile istem toplama yöntemini uygularken, küçük yatırımcılara karşı sabit fiyatla istem toplama yöntemini uygular.

### 2.6.1. Türkiye’de Kullanılan Halka Sunum Satış Yöntemleri

Türkiye’de halka sunum yapacak işletmeler ve aracı kurumlar; istem toplama, istem toplamaksızın satış ve borsada satış yöntemlerinden birini seçebilirler. Türkiye’de 1993 – 2006 yılları arasında yapılan 217 halka sunumun satış yöntemini incelendiğimizde; 1993–2006 yılları arasında en çok kullanılan satış yönteminin %71 oranında sabit fiyatla istem toplama olduğu, bu yöntemi %17 ile fiyat teklifi alma yoluyla istem toplama, %12 ile borsada satış yönteminin izlediği görülmektedir. Dünya genelinde ve gelişmiş borsalarda itibarını kaybeden sabit fiyatla istem toplama yönteminin Türkiye’de en çok kullanılan yöntem olduğunu görmekteyiz.

**Tablo 7: Türkiye’de 1993-2006 Yılları Arasında Kullanılan Halka Sunum Satış Yöntemleri**

Satış Yöntemleri	1993-1995	1996-2000	2001-2005	2006	Toplam	%
Sabit Fiyatla İstem Toplama	22	112	15	4	153	71
Fiyat Teklifi Alma Yolu İle İstem Toplama	25	4	4	4	37	17
Borsa’da Satış	8	4	9	6	27	12
Direkt Satış Yöntemi	-	-	-	-	-	-
Toplam	55	120	28	14	217	100

**Kaynak:** İMKB verilerinden derlenmiştir.

**1. İstem Toplama:** İstem toplama; sabit fiyatla istem toplama ve fiyat aralığı ile istem toplama olmak üzere iki şekilde gerçekleşmektedir.

**Sabit Fiyatla İstem Toplama:** Bu yöntemde, halka sunulacak pay senetlerinin satış fiyatı yatırımcılar tarafından önceden bilinmektedir. Yatırımcılar izahnamede belirtilen satış süresi içinde istem formlarını ve almak istedikleri payın tutarını yatırdıkları banka dekontunu aracı kuruma sunarlar. Satış süresinin sonunda aracı kurum, istemde bulunan yatırımcılara payların tamamını dağıtır. İki gün içinde pay senedi tahsisatını bir liste halinde ihraççı işletmeye sunar. İhraççı işletme bu listeyi onaylayarak iki iş günü içinde aracı kuruma verir. Aracı kurum kabul edilmeyen teklifleri ilan eder ve bu yatırımcıların paralarını iade eder. İstemleri kabul edilen yatırımcıların pay senetleri yatırımcılara dağıtılır.

**Fiyat Aralığı İle İstem Toplama Yöntemi:** Bu yöntemde halka sunum fiyatı önceden bilinmemektedir. Yalnızca bir alt limit (fiyat aralığı) bilinir ve bu alt limitin üstünde gelen istemler kabul edilir. İstemde bulunan yatırımcılar istem formlarında pay senedini almak istedikleri fiyatı belirterek bu fiyattan hesapladıkları tutarı depozito olarak yatırır. İstem toplama süresinin sonunda, en yüksek teklif fiyatından başlamak üzere alınan teklifler her fiyat seviyesinde kümülatif teklif rakamını gösterecek şekilde tabloya yerleştirilir. Verilen teklifler halka sunulan pay miktarına ulaştığında ortaya çıkan fiyat, halka sunum fiyatı olarak belirlenir ve bu

fiyatın üzerindeki teklifler halka iştirak ettirilir. Teklif alma süresinin bitiminden sonraki iki iş günü içinde aracı kurum pay senedi dağıtım listesini ihraççı işletmeye sunar. İşletme bu listeyi onaylayarak iki iş günü içinde aracı kuruma iade eder. Aracı kurum kabul edilmeyen teklifleri ve depozitoları iade eder. Kabul edilen tekliflere ise dağıtım yapılır.

**2. İstem Toplamaksızın Satış:** Sermaye piyasası araçlarının bizzat ihraççı tarafından ya da aracı kuruluş vasıtasıyla belirli bir fiyat tespit edilerek, yatırımcılardan istem toplanmaksızın halka sunum yoluyla satışdır. Bu yöntemi, diğer yöntemleri kullanma zorunluluğu olmayan ihraççılar kullanabilir. Bu yöntemin uygulanması halinde tasarruf sahipleri, sirkülerde belirtilen süre içinde pay bedellerini bir bankada açılan özel hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar<sup>177</sup>.

**3. Borsada Satış:** Borsada satış yöntemi, SPK' nın uygun görüşü üzerine İMKB'nin mevzuatı doğrultusunda belirlenen bir aracı kurum tarafından birincil piyasada gerçekleştirilir. Halka sunum fiyatı, SPK' ya kayıt esnasında seçilen fiyat olarak belirlenir. Birincil piyasada halka sunulan pay senetlerini alan yatırımcılar, pay senetlerinin ikincil piyasada işlem görmesini beklemek zorundadırlar. Pay senetlerinin ikincil piyasada işlem görebilmesi için satıştan en az 20 gün önce tüm dökümanların sağlanması gerekmektedir.

### **2.6.2. Halka Sunum Satış Yöntemlerinde Düşük Fiyatlama Karşılaştırılması**

Halka sunumda kullanılan satış yöntemlerinden sabit fiyatla istem toplama ve fiyat teklifi ile istem toplama yöntemlerinin hangisinde daha fazla düşük fiyatlama yapıldığı konusunda dünyada ve Türkiye'de çeşitli teorik ve deneye dayalı çalışmalar yapılmıştır.

---

<sup>177</sup> [www.imkb.gov.tr/halkaarz/](http://www.imkb.gov.tr/halkaarz/) erişim tarihi: 12.11.2006.

Loughran, Ritter ve Rydqvist'in 1994 yılında dünya genelinde halka sunumları incelemişler ve sabit fiyatla istem toplama yönteminde düşük fiyatlamamanın daha yüksek boyutta olduğunu iddia etmişlerdir<sup>178</sup>.

Chowdhry ve Sherman 1996 yılında yaptıkları çalışmada sabit fiyatla istem toplamanın fiyat teklifi yöntemine göre daha fazla düşük fiyatlamaya neden olduğunu ileri sürmüşler ve bunu iki nedene bağlamışlardır. Bu nedenler; teklif alma günü ile sunumun ilk günü arasındaki zamandan kaynaklanan fiyat bilgisi sızıntısı ve istemde bulunulan pay senetlerinin tamamı için önceden ödeme yapılmasıdır<sup>179</sup>.

Ritter 1998 yaptığı çalışmada sabit fiyatla istem toplamanın daha fazla düşük fiyatlamaya yol açtığını bunun nedenin ise, sabit fiyatla istem toplama yönteminde bilgi taşması ile ilişkilendirmiştir<sup>180</sup>.

Ljungqvist, Jerkinson ve Wilhelm 2000 yılında dünya genelinde 61 borsada gerçekleşen 2.051 halka sunumda yapılan çalışmada, sabit fiyatla istem toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla istem toplama yöntemlerinin maliyetleri ve hangi yöntemde daha fazla düşük fiyatlamamanın olduğu araştırılmıştır. Maliyetler incelendiğinde fiyat teklifi alma yoluyla istem toplama yönteminin maliyeti, sabit fiyatla istem toplama yönteminin iki katı yüksek olmasına rağmen, sabit fiyatla istem toplama yönteminde daha az düşük fiyatlama olmakta olduğunu tespit etmişlerdir<sup>181</sup>.

Gajewski ve Gresse'nin 2006 yılında, Avrupa ülkelerinin 1995–2004 yılları arasında gerçekleştirmiş olduğu 2.104 halka sunum üzerine yaptıkları çalışmanın sonucunda, sabit fiyatla istem toplama yönteminde diğer yöntemlere göre daha az düşük fiyatlama yapıldığını ileri sürmüşlerdir<sup>182</sup>.

---

<sup>178</sup> Loughran, T., Ritter, J.R., and K. Rydqvist, 1994, "Initial Public Offerings: International Insights", **Pacific-Basin Journal**, Vol. 2, pp. 165-200.

<sup>179</sup> B.Chowdhry and A. Sherman, "International Differences in Oversubscription and Underpricing of IPOs", **Journal of Corporate Finance**, Vol:2, Iss:4, s: 359-381.

<sup>180</sup> J.R. Ritter, "Initial Public Offerings", **Contemporary Finance Digest** 2, 5-30.

<sup>181</sup> Ljungqvist, A.P., Jenkinson, T., Wilhelm, W.J., 2000, "Has the Introduction of Bookbuilding Increased the Efficiency of International IPOs?" **Working Paper**, Stern School of Business, New York University.

<sup>182</sup> Gajewski and Gresse, a.g.e., s:26- 39.

**Tablo 8: 1995–2004 Yılları Avrupa Halka Sunu Satış Yöntemleri**

ÜLKE	Sabit Fiyat		Müzayede		Fiyat Aralığı		Sınıflandırılmamış		TOPLAM
	Rakamla	%	Rakamla	%	Rakaml	%	Rakamla	%	
Avusturya	0	0.0%	0	0.0%	23	100%	0	0.0%	24
Belçika	4	6.9%	11	19.0%	23	39.7%	20	34.5%	58
Finlandiya	6	13.6%	0	0.0%	6	13.6%	32	72.7%	44
Fransa	32	8.8%	71	0.2%	260	71.6%	0	0.0%	363
Almanya	12	2.9%	1	0.0%	402	96.9%	0	0.0%	415
Yunanistan	0	0.0%	0	0.0%	183	100%	0	0.0%	184
İtalya	1	0.7%	0	0.0%	134	99.3%	0	0.0%	135
Hollanda	3	6.4%	0	0.0%	0	0.0%	44	93.6%	47
Polonya	0	0.0%	0	0.0%	7	7.4%	88	92.6%	95
Portekiz	4	25.0%	0	0.0%	12	75.0%	0	0.0%	16
İspanya	0	0.0%	0	0.0%	36	100%	0	0.0%	37
İsveç	9	9.5%	0	0.0%	9	9.5%	77	81.1%	95
İsviçre	6	9.8%	0	0.0%	19	31.1%	36	59.0%	61
Türkiye	66	83.5%	9	11.4%	4	5.1%	0	0.0%	79
İngiltere	3	0.7%	0	0.0%	451	99.3%	0	0.0%	454
<b>Toplam</b>	<b>146</b>	<b>6.9%</b>	<b>92</b>	<b>4.4%</b>	<b>1569</b>	<b>74.6%</b>	<b>297</b>	<b>14.1%</b>	<b>2104</b>

**Kaynak:** Gajewski and Gresse, A Survey Of The European IPO Market, s: 26

Tablo 8 incelediğinde; 1995–2004 yılları arasında Avrupa ülkelerinde toplam 2.104 halka sunum gerçekleşmiştir. Bunların; %74,6’sı fiyat aralığı ile istem toplama (book building), % 14,1’nin sınıflandırılmamış, % 6,9’nun sabit fiyatla istem toplama ve %4,4’nün de müzayede yöntemiyle yapılmıştır. Sabit fiyatla istem toplama yöntemini en fazla kullanan ülke %45,2 ile Türkiye ve onu %21,9 ile Fransa takip etmektedir.

**Tablo 9: 1995–2004 Avrupa Halka Sunumlarının Satış Yöntemlerine Göre Getirileri**

Yöntem		Fiyat Aralığı			Sabit Fiyat			Müzayede		
		Ortalama	Medyan	Std. Sapma	Ortalama	Medyan	Std. Sapma	Ortalama	Medyan	Std. Sapma
Ham İadeler	<u>1. gün</u>	24.53	6..67	48.48	5..53	0.00	24.56	13.39	8..38	17..31
Düzeltilmiş İadeler	<u>1. gün</u>	24.44	6..96	48.52	5..98	1..15	24.37	13..07	8..47	16.80

**Kaynak:** Gajewski and Gresse, A Survey Of The European IPO Market, s: 39.

Avrupa ülkelerindeki 1995–2004 yılları arasında yapılan halka sunumların tercih ettikleri satış yöntemlerine göre ilk gün getirilerini incelediğimizde; fiyat aralığı yöntemi ile ihraç edilen pay senetlerinin ham getirileri 24.53, düzeltilmiş getirileri ise 24.44, sabit fiyatla istem toplama yöntemiyle ihraç edilenlerin ham getirileri 5.53, düzeltilmiş getirileri 5.98, müzayede yöntemiyle ihraç edilen pay senetlerinde ham getiriler 13.39 ve düzeltilmiş getiriler ise 13.07 olarak gerçekleşmiştir. Bu araştırma sonuçları Avrupa ülkelerinde düşük fiyatlamanın daha fazla fiyat aralığı yönteminde olduğunu, sabit fiyatla istem toplama yönteminde ise geçmiş araştırmaların tersine daha az düşük fiyatlama olduğu görülmektedir.

Gajewski ve Gresse, sabit fiyatla istem toplama yönteminin en fazla kullanıldığı Türkiye ve Fransa’da daha az düşük fiyatlama olmasının nedenini, bu yöntemi, yaşlı işletmelerin tercih edilmesi ve bununda temel değerleriyle ilgili bilgilerin asimetrisinin zayıf olmasından kaynaklandığını savunmuşlardır<sup>183</sup>.

Türkiye’de; Özer 1999, Kıymaz 2000, Durukan 2002, Küçükkoçaoğlu ve Alagöz 2005 yıllarında yaptıkları çalışmalarda sabit fiyatla istem toplama yönteminde fiyat teklifi ile istem toplama yöntemine göre daha az düşük fiyatlama yapıldığını ileri sürmüşlerdir<sup>184</sup>.

Kıymaz, sabit fiyatla ile istem toplama yönteminde daha az düşük fiyatlamanın nedenini; halka sunulan işletmenin büyüklüğü, fiyatın tespit günü ile ilk

<sup>183</sup> Gajewski and Gresse, a.g.e., s:39.

<sup>184</sup> Küçükkoçaoğlu ve Alagöz “İMKB’de Uygulanılan Halka Sunum Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi”, a.g.m., s: 8.

işlem günü arasındaki sürenin uzunluğu, kurumsal sahiplik ve aracı kurumun ihraççı işletme ile ortaklık ilişkisi ile bağlantılı olduğunu ileri sürmektedir.

Durukan bu getirilerin sebebini, halka sunulan işletmenin büyüklüğü, halka sunum hâsılatı, işletme yaşı, halka sunumdan önceki yılda gerçekleşen işletme yapısındaki borç oranı, kurumsal sahiplik ve aracı kurumun halka sunulan işletmeyle sahiplik ilişkisi ile bağlantılı olduğunu belirtmiştir.

### III. BÖLÜM: 1996 – 2006 DÖNEMİNDE İMKB’DE HALKA İLK KEZ SUNULAN PAY SENETLERİNİN KISA DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI

#### 3.1. YAZIN İNCELEMESİ

Halka ilk kez sunulan pay senetlerinin fiyat performansı ile ilgili olarak dünyada birçok çalışma yapılmıştır. Yapılan çalışmalar; gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalar olarak incelenebileceği gibi zaman kriteri bakımından da kısa ve uzun dönem olarak da incelenebilir.

##### 3.1.1. Gelişmiş Piyasalarda Yapılmış Çalışmalar

Gelişmiş olan piyasalarda halka ilk kez sunulan pay senetlerinin fiyat performansları ile ilgili yapılan çalışmaların tamamında, pay senetlerinin kısa dönemde düşük fiyatlandırıldığı, uzun dönem için yapılan çalışmalarda ise farklılıklar ortaya çıkmaktadır.

ABD’de birçok araştırmacı pay senetlerinin kısa ve uzun dönem performanslarını incelemiştir. Ritter (1991) 1974–1984 yılları arasında halka sunulan 1526 işletmenin pay senetlerinin kısa dönem getirisini %14,3, üç yıllık uzun dönem getirilerini de -%29,1 olarak bulmuştur. Ritter’e göre, pay senetleri uzun dönemde pozitif getirilerini koruyamamıştır<sup>185</sup>. Aggarwal ve Krigman (2000) tarafından 1993–1999 yılları arasında halka sunulan 621 işletmenin pay senetleri üzerinde yaptıkları çalışmada, kısa dönem getirisi %50,3 bulunurken, altı aylık dönem sonunda bu getirilerin %31,98’e gerilediğini saptanmıştır<sup>186</sup>.

Ljungqvist ve Wilhem (2002) ise Fransa’da 1990–2000 yılları arasında halka sunulan 516 işletmenin kısa dönem getirisini %16,5 olarak hesaplar<sup>187</sup>, Schuster (2003) 1988–1998 yıllarında halka sunulan 323 işletme için kısa dönem getirisini

<sup>185</sup> Ritter, “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings” , s: 3-27.

<sup>186</sup> Aggarwal, Krigman ve Womack, “Strategic IPO Underpricing, Momentum and Lockup Expiration Selling”, **Working Paper**, Nisan 2001.

<sup>187</sup> Alexander P. Ljungqvist William J. Wilhelm, Jr. “IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?” **Journal Financial Economics**, V:65, I:2, August 2002, Pages 167-201.



%12,37, uzun dönem getirisini ise %8,4 olarak bulmuştur<sup>188</sup>. DeGeorge ve Derrien (2001) 1991–1999 yıllarında elde ettikleri sonuçlar kısa dönemde %17,5 olurken uzun dönemde -%0,5 olarak gerçekleşmiştir<sup>189</sup>.

İngiltere’de halka sunumlarla ilgili birçok araştırma yapılmıştır. Bu araştırmalar kısa dönemde pay senedi getirilerini son yıllarda oldukça yüksek olduğunu belirlemişlerdir. Levis (1993) 1980–1988 yıllarında halka sunulan 712 işletmenin kısa dönem pay senedi getirisini %14,53 olarak bulurken, 2000 yılında diğer çalışmada halka sunulan 240 işletmenin pay senedi getirilerini kısa dönem için %60,1 olarak bulmuştur. Levis, 1992–1988 yıllarında pay senetlerinin üç yıllık uzun dönem getirilerini -%30,6; 2000 yılında yaptığı çalışmada da uzun dönem getirilerini endeksin %15,6 ile %39,4 arasında gerçekleştiğini belirlemiştir<sup>190</sup>. Ljungquist ve Wilhem (2002) 1990–2000 yılları arasında halka sunulan 876 işletmenin pay senetlerinin kısa dönem getirilerini %39,6 olarak tespit etmişlerdir<sup>191</sup>.

Ljungquist ve Wilhem (2002) 1990–2000 yılları arasında Almanya’da halka sunulan 470 işletmenin pay senetlerinin kısa dönem getirilerini %40,2 olarak tespit etmişlerdir<sup>192</sup>. Almanya’da yapılan bir diğer çalışmada Schuster (2003), 1988–1998 yıllarında halka sunulan 219 işletmenin kısa dönem pay senedi getirilerini %25,66 olarak bulmuştur<sup>193</sup>.

---

<sup>188</sup> J.A. Schuster, 2003, “IPOs: Insights from Seven European Countries”, **Working paper**, London School of Economics.

<sup>189</sup> Francois DeGeorge and Francois Derrien, “IPO Performance and Earning Expectations, Some French Evidence”, 25 Nisan 2001,

<sup>190</sup> Mario Levis, “Private Equity Backed IPOs in UK”, <http://ssrn.com/abstract=954230>, s:3-34.

<sup>191</sup> Ljungqvist and Wilhelm., a.g.m.

<sup>192</sup> Ljungqvist, . Wilhelm, a.g.m., s:1-54.

<sup>193</sup> Schuster a.g.m. s:1-39.

**Tablo 10: Gelişmiş Piyasalarda Halka İlk Kez Sunulan Pay Senetlerinin Fiyat Performansları**

ÜLKE	ÇALIŞMA	DÖNEM	ÖRNEK SAYISI	KISA DÖNEM PERFORMANSI %	UZUN DÖNEM PERFORMANSI %
Amerika	Ritter (1991)	1974–84	1526	14.3	-29.1
	Aggarwal ve Krigman (2001)	1993–99	621	50.3	31.98
Kanada	Jog ve Srivastava (1996)	1971–92	254	7.4	-17.9
	Jog ve Riding (1987)	1971–83	100	11.0	-
Fransa	Ljungquist ve Wilhem (2002)	1990–2000	516	16.5	
	Schuster (2003)	1988–98	323	12.37	*
	DeGeorge ve Derrien (2001)	1991–1999	243	17.5	-0.5
Avustralya	Lee (1994)	1976–89	266	11.8	-46.5
Belçika	Deloof ve arkadaşları (2002)	1993–2000	33	18.9	
Almanya	Schuster (2003)	1988–98	219	25.66	*
	Ljungquist ve Wilhem (2002)	1990–2000	470	40.2	
Japonya	Kutsuna ve Smith (2000)	1997–99	163	70.81	-
	Kaneko ve Pettway (1994)	1989–93	37	12.0	-
Hollanda	Doeswijk ve arkadaşları(2005)	1977–2001	154	14.9	
	Roosenboom ve Vander Geat (2005)	1984–2001	118	11.3	
Danimarka	Jakobsen, Sorensen (1999)	1984–97	83	3.9	-16.1
İsviçre	Schuster (2003)	1988–98	43	9.71	*
İngiltere	Levis (2004)	2000	240	60.1	15.6 ile 36.9
	Ljungquist ve Wilhem (2002)	1990–2000	876	39.6	
İsveç	Schuster (2003)	1988–98	1481	18.46	*
	Bondnaruk ve arkadaşları(2004)	1994–2001	124	14.2	
İspanya	Schuster (2003)	1988–98	88	14.75	*
İtalya	Cassia ve arkadaşları(2004)	1985–2001	182	21.87	*

\* Schuster (2003); Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İspanya, İsveç, İsviçre'de 1988–98 yıllarında 972 halka sunumun üç yıllık uzun dönem performansını %8,44 olarak hesaplamıştır.

### 3.1.2. Gelişmekte olan Piyasalarda Yapılmış Çalışmalar

Aggarwal, Leal ve Hernandez (1993) gelişmekte olan piyasalarda halka sunumların kısa ve uzun dönem getirilerini incelemişlerdir. Brezilya'da 1980–90 yılları arasında 62 işletmenin pay senedi getirileri, kısa dönemde %78,5 olurken uzun dönemde bu getiriler negatif değerlere -%47,0'a gerilemiştir. Şili'de 1982–90 yılları arasında halka sunulan 36 işletmenin kısa dönem getirisi %16,3 olurken uzun dönemde bu getiriler -%23,7; Meksika'da 1987–90 yıllarında halka sunulan 37

işletmede kısa dönemde %2,8 getiri sağlarken uzun dönemde bu getiri -%19,6 olarak gerçekleşmiştir<sup>194</sup>.

Kim, Krinsky ve Lee tarafından (1995) 1985–1989 yılları arasında Kore’de halka sunulan 42 işletmenin kısa ve uzun dönem getirileri için yapılan çalışmada; kısa dönemde %57,5 olan getirilerin uzun dönemde %91,6 olarak gerçekleştiği saptanmıştır. Bu bulgular, Kore borsasında düşük fiyatlamının kısa ve uzun dönemde var olduğunu ortaya koymuştur<sup>195</sup>.

Dawson (1987) gelişmekte olan piyasalardan; Hong-Kong 1978–84 yılları arasında halka sunulan 21 işletmenin kısa dönem pay senedi getirisini, %13,8, uzun dönem getirisini -%9,3; Singapur’da 1978–84 yılları arasında 39 işletme için yaptığı çalışmada, kısa dönemde getiri %39,4 iken uzun dönemde %8; Malezya’da yine aynı tarihlerde 21 işletme için yapılan çalışmada da kısa dönemde getiri %166,6 olurken, uzun dönemde bu getirinin %18,2’ye gerilediği görülmüştür<sup>196</sup>.

---

<sup>194</sup> R.Aggarwal, R.Leal ve L.Hernandez, “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America” **Financial Manangement**, Spring 1993, s: 42-53.

<sup>195</sup> B.J. Kim,I. Krinsky ve J.Lee, “ The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings”, **Pacific-Basin Journal**, 3 1993, s: 429-448.

<sup>196</sup> Kıymaz, İMKB’de Halka Sunulan Mali Sektör Paylarının Uzun Dönem Performansları: 1990–1995 Uygulaması, **Hazine Dergisi**, Temmuz 1997, Sayı:7 , a.g.e., s: 3.

**Tablo 11: Gelişmekte Olan Piyasalarda Halka İlk Kez Sunulan Pay Senetlerinin Fiyat Performansları**

ÜLKE	ÇALIŞMA	DÖNEM	ÖRNEK SAYISI	KISA DÖNEM PERFORMANSI %	UZUN DÖNEM PERFORMANSI %
Hong Kong	Dawson (1987)	1978-83	21	13.8	-9.3
	Mc Guinness (1992)	1980-90	80	17.6	-
Malezya	Dawson (1987)	1978-83	21	166.6	18.2
Brezilya	Aggarwal (1993)	1980-90	62	78.5	-47.0
	Barondes, Butler (1999)	1985-98	3779	15.84	-
Şili	Aggarwal, Leal ve Hernandez (1993)	1982-90	36	16.3	-23.7
Meksika	Aggarwal (1993)	1982-90	44	2.8	-19.6
Portekiz	Alphao (1989)	1986-87	62	54.4	-
Kore	Kim, Krinsky ve Lee (1995)	1985-89	169	57.5	91.6
	Dhatt ve arkadaşları (1993)	1980-90	347	78.1	-
Singapur	Dawson (1987)	1978-84	39	39.4	-2.7
	Lee, Taylor ve Walter (1996)	1973-92	132	31.4	8
Taiwan	H.L.Chen Hong (1999)	1985-95	196	19.19	31.27
Tayland	Wethyavivom ve Koo-Smith	1988-89	32	58.1	-

**Kaynaklar:**Gajewski ve Gresse, a.g.e., s:30-38; Halil Kıymaz, İMKB’de Halka Sunulan Mali Sektör Paylarının Uzun Dönem Performansları: 1990-1995 Uygulaması, **Hazine Dergisi**, Temmuz 1997, Sayı:7; Halil Kıymaz, The Initial and Aftermarket Performance of IPOs In An Emerging Market: Evidence From İstanbul Stock Exchange, **Journal of Multinational Financial Management**, 2000, Sayı:10, s: 213-227.

### 3.1.3. Türkiye’de Yapılmış Çalışmalar

Güzelhan ve Ağar (1991), 1989-1991 yılları arasında Mart ayında halka sunulan 36 işletmenin kısa dönem düzeltilmiş getirisini %2,6 bulmuşlardır<sup>197</sup>.

Aydoğan ve Yıldırım, 1989-91 yılları arasında halka sunulan 33 işletmenin, 1, 20, 100 günlük getirilerini incelemiştir. Elde ettikleri sonuçlar; ilk gün 0.012, yirmi birinci gün -0.008 ve yüz gün için -0.183 olarak bulmuşlar ve pay senetlerinin ilk gün getirisini istatistiksel olarak anlamlı bir prim yapmadığı sonucuna ulaşmışlardır<sup>198</sup>.

<sup>197</sup> Hayal Güzelhan ve Mediha Ağar, “İlk Halka Arzlarda Hisse senetlerinin Fiyat Performansı”, **İşletme ve Finans**, Kasım-Aralık, 68-69, 1991, s:51-59.

<sup>198</sup> K. AYDOYAN ve K. YILDIRIM, “İlk defa Halka Arz Edilen Hisselerin Fiyat Performans\_” **DPT 3. İzmir İktisat Kongresi Tebliğler**, s.9-17

Canbaş ve Düzakın, 1994–97 yıllarında halka sunulan 92 işletmenin kısa dönem getirisini %6,0, uzun dönem getirisini ise -%37,2 olarak bulmuşlardır.

Kıymaz (1996), 1990–95 yılları arasında halka sunulan pay senetlerinin kısa dönem getirilerini incelediğinde; finansal kurumların %15,3, banka grubu %20,9, sigorta grubunu %10, leasing/factoring grubunu %5,5, yatırım/holding grubunu da %18,5 olarak bulmuştur. Kıymaz, pay senetlerinin oniki aylık uzun dönem getirilerinde ise; mali kuruluşlarda -%0,13, bankalar -%1,7, sigorta -%3,25 ve leasing/factoring grubu %1,41 olarak bulmuştur. Bu araştırma otuz aylık dönem için yapıldığında; mali kuruluşlarda %11, sigorta %29,7, leasing/factoring %59 ve yatırım/holding grubu %16,9’lik getiri elde ederken bankalarda -%20,2 olarak gerçekleşmiştir. Kıymaz, Türk mali sektör pay senetleri için yaptığı bu çalışmasında, uzun dönemde piyasa getirisi üzerinde bir getirinin sağlandığını ve başlangıçta düşük fiyatlamamanın uzun dönemde de devam ettiği sonucuna varmıştır<sup>199</sup>.

Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2006), 1993–2005 yılında halka sunulan 178 işletmenin halka sunulurken seçtiği halka sunuş yöntemlerinin etkinliği üzerine bir araştırma yapmıştır. Elde ettiği sonuçlar; en çok kullanılan sabit fiyatla istem toplama yönteminde pay senetlerinin ilk gün getirisini % 7,13 bulurken, fiyat aralığı ile istem toplama yönteminin kullanıldığı halka sunumlarda bu oranın %10,61 olduğunu bulmuştur. Bir yıllık süre sonunda getirilere bakıldığında; sabit fiyatla istem toplama yönteminde getiri -%24,04, fiyat aralığı ile istem toplamada -%50,63 olarak bulmuştur. Bu sonuçlara göre Türkiye’de gerçekleşen halka sunumların kısa dönemde yüksek getiri getirirken uzun dönemde getirisinin azalığını tespit etmiştir<sup>200</sup>.

---

<sup>199</sup> Kıymaz, a.g.e., s:16-17.

<sup>200</sup> Küçükkocaoğlu ve Alagöz, “İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırılmalı Analizi, s: 19.

**Tablo 12: Türkiye’de Halka İlk Kez Sunulan Pay Senetlerinin Fiyat Performansları**

ÜLKE	ÇALIŞMA	DÖNEM	ÖRNEK SAYISI	KISA DÖNEM PERFORMANSI %	UZUN DÖNEM PERFORMANSI %
Türkiye	Güzelhan ve Açar	1989–91	36	2.6	-
	Aydoğan ve Yıldırım	1989–91	33	0.02	-0.18
	Özer	1989–94	89	12.18	-27.5
	Canbaş ve Düzakın	1994–97	92	6.0	-37.2
	Kıymaz (2000)	1990–96	163	13.1	-
	Kıymaz (1997)	1990–95	88	12.3	-2.5
	Küçükkocaoğlu (2006)	1993–2005	217	Sabit fiyatla istem toplama, 7.13; Fiyat aralığı ile istem toplama 10.61	Sabit fiyatla istem toplama, -24.04; Fiyat aralığı ile istem toplama - 50.63

### **3.2. İMKB’DE HALKA İLK KEZ SUNULAN PAY SENETLERİNİN KISA DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARININ ARAŞTIRILMASI**

Bu araştırmada İMKB’de 1996–2006 yılları arasında halka ilk kez sunulan 127 işletmenin pay senetlerinin, kısa dönem fiyat performansları incelenmektedir. Yatırım ortaklıkları çalışmaya dâhil edilmemiştir.

#### **3.2.1. Araştırmanın Amacı**

Bu çalışmada 1996-2006 tarihleri arasında İMKB’de halka ilk kez sunulan pay senetlerinin de düşük fiyatlama olgusunun olup olmadığının ve kısa dönem fiyat performansı belirlenmeye çalışılmıştır.

#### **3.2.2. Araştırmanın Varsayımları**

İlk halka sunumda pay senetlerinin performansı ile ilgili varsayımlar;

1. İMKB’de ilk kez halka sunulan pay senetlerinde düşük fiyatlama olgusu vardır.
2. Türkiye’de sermaye piyasalarında ilk halka sunumlarda sabit fiyatla istem toplama yöntemi, en çok tercih edilen satış yöntemidir.

3. Sabit fiyatla halka sunulan pay senetlerinde düşük fiyatlama olgusu diğer satış yöntemlerine göre daha düşük oranda görülmektedir.
  4. İMKB’de ilk halka sunumlarda, düşük fiyatlama yapılan pay senetlerinin kısa dönem getirisi ilk gün getirisine oranla düşük olmaktadır.
  5. Türkiye’de düşük fiyatlama olgusu gelişmiş ülkelerdeki sermaye piyasalarına oranla daha az gerçekleşmektedir.
  6. İlk halka sunumlarda düşük fiyatlamamanın tercih edilmesinde sektörlere göre farklılık vardır.
  7. İlk halka sunumlarda düşük fiyatlamamanın tercih edilmesinde yıllara göre farklılık vardır.
- İlk halka sunumda düşük fiyatlamayı etkileyen etmenlerle ilgili sunumlar;

H<sub>1</sub> : İşletmenin halka sunum öncesi aktif büyüklüğüyle, anormal getiri arasında bir ilişki vardır.

H<sub>2</sub> : İşletmenin yaşı ile anormal getiri arasında bir ilişki vardır.

H<sub>3</sub> : İşletmenin halka sunumdan elde ettiği hasılat ile anormal getiri arasında bir ilişki vardır.

H<sub>4</sub> : Piyasa getirisi ile anormal getiri arasında bir ilişki vardır.

H<sub>5</sub> : İşletmenin halka sunum oranı ile anormal getiri arasında bir ilişki vardır.

H<sub>6</sub> : İMKB’de pay senedinin ilk işlem gününü izleyen 21 günlük getirilerinin standart sapması ile anormal getiri arasında bir ilişki vardır.

H<sub>7</sub> : Halka sunumun gerçekleştiği dönemdeki döviz kuru ile anormal getiri arasında bir ilişki vardır.

### 3.2.3. Araştırmanın Sınırları

Bu çalışmada; 1 Ocak 1996 ile 31 Aralık 2006 tarihleri arasında halka ilk kez sunulan ve İMKB’de işlem görmeye başlayan 127 işletmenin pay senedi ele alınmıştır. Bu işletmelerden, Egesser Giyim Sanayi işletmesi veri eksikliğinden dolayı çalışma kapsamından çıkarılmıştır.

Pay senetlerinin kısa dönem performansları, borsada işlem görmeye başladıkları günü izleyen yirmibir (21) işlem günü döneminde incelenmiştir. Getiriler, ilk gün ham getiriler, piyasa getirisi ve piyasa getirisine göre anormal (düzeltilmiş) getiriler olarak incelenmiştir.

### 3.2.4. Araştırmanın Yöntemi

1996 – 2006 yılları arasında gerçekleştirilen halka sunumların sayısı, halka sunum oranı, halka sunumun şekli ve elde edilen hâsılat Tablo 13’de sunulmuştur. Çalışmaya yatırım ortaklıkları dâhil edilmemiştir. Çalışmada kullanılan veriler İMKB’nin CD veri seti ve internet sitesinden (www.imkb.gov.tr) elde edilmiştir.

**Tablo 13: Halka Sunum Sayısı, Halka Sunum Oranı, Şekli ve Hasılatı**

Yıllar	Halka Sunum Sayısı	Halka Sunum Oranı	Halka Sunum Şekli			Hasılat (USD)
			Sabit Fiyatla İstem Top.	Fiyat Aralığı İle İstem Top.	Borsada Satış	
1996	18	19,1	17	-	1	1.503.522
1997	27	21,3	27	-	-	418.485.060
1998	16	19,6	15	-	1	266.475.347
1999	2	6,4	2	-	-	7.710.454
2000	35	19,5	33	1	1	2.808.683.369
2001	-	-	-	-	-	-
2002	3	17,0	2	-	1	37.684.025
2003	2	35,1	-	-	2	11.252.272
2004	10	26,2	8	1	1	458.311.857
2005	5	31,8	2	2	1	1.535.715.269
2006	9	12,9	4	4	1	919.421.806
<b>TOPLAM</b>	<b>127</b>	<b>20,9</b>	<b>110</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>6.465.242.981</b>

#### 3.2.4.1. Verilerin Hazırlanması

##### a. Performans Verilerinin Hazırlanması

Çalışmada ilk olarak, pay senetlerinin ilk günkü ham getirileri hesaplanmıştır. Ham getirilerden elde edilen sonuç, o günün piyasa psikolojisini tam olarak yansıtmamaktadır. Çünkü bu hesaplamalarda İMKB endeksinin performansı hiçbir şekilde dikkate alınmamıştır. Bu da, ele alınan pay senedi getirilerinin tam anlamıyla kendi dinamiklerinden kaynaklanmayabileceğini, halka ilk sunumu gerçekleştiren pay senedinin ilk işlem göreceği gün piyasada yaşanan dalgalanmanın pay senedinin



performansını etkileyebileceğini göstermektedir. Böyle bir etkiden pay senedinin performansını arındırmak için İMKB Ulusal 100 Endeksinin getirisi hesaplanmış ve pay senedinin ham getirisinden, piyasa getirisini çıkararak, pay senedinin anormal (düzeltilmiş) getirisine bakılmıştır.

### **Ham Getirinin Hesaplanması**

Ham getiri (Initial Raw Return), halka sunulan pay senetlerinin, halka sunum fiyatı ile ikincil piyasada işlem gördüğü ilk günün kapanış fiyatı arasındaki farktır. İkincil piyasada, gün içinde iki seans yapıldığından pay senetlerinin kapanış değeri olarak ikinci seanstaki kapanış değeri dikkate alınmıştır. Buna göre pay senetlerinin “t” dönemindeki ham getirileri ( $R_{i,t}$ ) aşağıdaki denklemle hesaplanmıştır:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

$R_{i,t}$  : Pay senedinin, “t” zamanındaki getirisini,

$P_{i,t}$  : Pay senedinin, “t” zamanındaki borsa kapanış değerini,

$P_{i,t-1}$  : Pay senedinin, “t-1” zamanındaki borsa kapanış değeridir.

### **Piyasa Getirisinin Hesaplanması**

Pay senetlerinin gerçek getirilerini hesaplamak için piyasa getirisinden arındırılması gerekmektedir. Bunun için de endeks getirilerinin hesaplanması gerekmektedir. Formülde İMKB ULUSAL 100 endeksinin ikinci seans kapanış değeri dikkate alınmıştır. Piyasanın “t” günündeki getirisi ( $R_{m,t}$ ) ise aşağıdaki denklemle hesaplanmıştır:

$$R_{m,t} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$$

$P_{m,t}$  : “t” günündeki İMKB Ulusal 100 endeksinin kapanış değeri,

$P_{m,t-1}$  : İMKB Ulusal 100 endeksinin bir gün önceki kapanış değeridir.

### **Anormal Getirinin Hesaplanması**

Anormal getiri (Abnormal Return - düzeltilmiş getiri), halka ilk sunumu gerçekleştiren pay senedinin ham getirisinden, o dönem için elde edilen piyasa getirisinin çıkartılmasıyla hesaplanmaktadır. Piyasa getirisine göre düzeltilmiş anormal getiriler ( $AR_{i,t}$ ) ise aşağıdaki denklem ile hesaplanmıştır:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

$R_{i,t}$  : Pay senedinin “t” günündeki getirisini

$R_{m,t}$  : Endeksin aynı gündeki getirisini ifade etmektedir.

### **b. Regresyon ve Korelasyon Analizine İlişkin Verilerin Hazırlanması**

Çalışmanın bu bölümünde, 1996-2006 yılları arasında halka ilk kez sunulan pay senetleri incelenmiştir. Bu analizde pay senetlerinin ilk günlük fiyat performanslarını etkileyen etmenler ayrı ayrı test edilmiştir. Bu amaçla korelasyon analizi yapılmış olup, ilişkinin fonksiyonel çözümlemesi için ise basit doğrusal regresyon analizi kullanılmıştır.

Bu çalışmada bağımlı ve bağımsız değişkenler şu şekilde kodlanmıştır:

İlkgün Getirisi	DÜŞFİY
Aktif Büyüklüğü	AKTİF
İşletmenin Yaşı	YAŞ
Toplam Hâsılat	HASILAT
Piyasa Getirisi	PIYGET
Halka Açılma Oranı	ORAN
Standart Sapma	STNDRT
Döviz Kuru	DOVKUR

### 3.2.4.2. Verilerin Analizi

#### a. Performans Verilerinin Analizi

Bu çalışmayı gerçekleştirmek için İMKB’de halka ilk kez sunumu gerçekleştirilen pay senetlerinde düşük fiyatlamaların söz konusu olup olmadığının yanıtı aranmıştır. Bunun için, pay senetlerinin ilk günkü ham getirileri hesaplanmış, bu getiriler piyasa etkisinden arındırılarak anormal (düzeltilmiş) getiri hesaplanmıştır<sup>201</sup>.

#### b. Regresyon Verilerinin Analizi

İlgili yazımda halka ilk kez sunulan pay senetlerindeki düşük fiyatlamayı açıklamaya yönelik birçok kuram söz konudur. Araştırmacılar, düşük fiyatlandırmayı pay senedinin gelecekteki fiyat performansının belirsizliğiyle açıklamaktadırlar. Pay senedinin fiyat performansının belirsizliğini doğrudan ölçmek mümkün değilse de, belirsizlik bazı değişkenler yardımıyla ölçülebilir.

Uygulamanın bu bölümünde çoklu regresyon için seçilen değişkenler sırasıyla şunlardır:

**Aktif Büyüklüğü (AKTİF);** İşletmenin sahip olduğu varlıklar, işletmenin gelecekteki fiyat performansı hakkındaki belirsizliği azaltabilir. Bu çalışmada, değişken olarak işletmenin halka sunum yılından önceki yılsonu aktiflerinin toplam değerinin logaritması değişken olarak alınmıştır. İşletmenin toplam aktifleri ile anormal getiri arasında doğru orantı beklenmektedir.

**İşletmenin Yaşı (YAŞ);** İşletmenin halka sunumdan önce faaliyette bulunduğu süre, o işletmenin pay senedinin fiyat performansı üzerindeki belirsizliği hakkında bilgi verebilmektedir. Buna göre uzun süredir faaliyette bulunan işletmelerin fiyat belirsizliği, yeni kurulmuş işletmelere göre daha azdır. İşletmenin yaşı ile düşük fiyatlandırma arasında doğru orantı beklenmektedir.

**Toplam Hâsılat (HÂSILAT);** Halka sunum yoluyla elde edilen fonların büyüklüğü, pay senedinin performansı hakkında bilgi verebilmektedir. Buna göre küçük boyutlu halka sunumlar, büyük boyutlulara oranla daha spekülâtif olabilmektedir. Çalışmada, toplam hâsılat, halka sunumda elde edilen fonların dolar

---

<sup>201</sup> Bkz: Ek 1.

cinsinden değerinin logaritması alınarak kullanılmıştır. Toplam hâsılat ile düşük fiyatlandırma arasında doğru orantı beklenmektedir.

**Piyasa Getirisi (PIYGET);** Halka sunumların fiyat performanslarına etki edebilecek diğer bir değişken ise, halka sunumun geręekleřtięi dönemde piyasanın getirisidir. Bu etkiyi ölçmek için, piyasa getirisi değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmada IMKB Ulusal Endeksinin, halka sunumunun yapıldığı ilk işlem günündeki getirisi kullanılmıştır. Piyasa getirisi ile düşük fiyatlandırma arasında ters orantı beklenmektedir.

**Halka Açılma Oranı (ORAN);** İşletmelerin halka açılma oranları, halka açılan pay senedinin fiyat performansının belirsizliği hakkında iki türlü bilgi verebilmektedir. Birincisi, işletme sahiplerinin işletmelerine olan güvenini ifade eder ve az oranda açılma piyasa tarafından olumlu algılanır. Bu da daha az düşük fiyatlama beklentisi getirir. İkinci olarak, işletmelerin halka sundukları pay senetlerini satamama korkusundan dolayı halka açılma oranını düşük tuttuğudur. Bu durumda yatırımcılar halka açılma oranının az olmasını olumsuz karşılayabilmektedirler böylece düşük fiyatlama daha fazla olacaktır. Halka açılma oranı ile düşük fiyatlandırma arasında ters orantı beklenmektedir.

**Standart Sapma (STDRT);** Pay senedinin fiyat performansının değişkenliğinin fazla olması, belirsizliğin fazla olacağı ve dolayısıyla düşük fiyatlamanın daha fazla olacağını gösterir. Bu çalışmada, pay senedinin performansının belirsizliğini ölçmek için pay senedinin ilk işlem gününü takip eden 21 günlük anormal getirilerinin standart sapması kullanılmıştır. Standart sapma ile düşük fiyatlandırma arasında doğru orantı beklenmektedir.

**Döviz Kuru (DOVKUR);** Pay senetlerinin fiyat performanslarına etki edebilecek diğer bir değişken ise alternatif piyasalardır. Halka sunumun geręekleřtięi dönemde döviz kurunun değerlenmesi, pay senedinin fiyat performansını ters yönde etkileyecektir. Döviz kuru ile düşük fiyatlandırma arasında ters orantı beklenmektedir.

### c. Regresyon Modelinin Analizi

Pay senetlerindeki düşük fiyatlamayı bulmaya yönelik olarak belirlenen değişkenler, çoklu regresyon analizi yöntemi kullanılarak uygulanmıştır. Modelde bir bağımlı (düşük fiyatlama) ve birden fazla bağımsız değişken yer almaktadır. Bu bağlamda, regresyon analizi modeli şu şekilde oluşturulmuştur:

$$\text{DÜŞFİY} = \beta_0 + \beta_1 \text{AKTİF} + \beta_2 \text{YAŞ} + \beta_3 \text{HÂSILAT} + \beta_4 \text{PIYGET} + \beta_5 \text{ORAN} + \beta_6 \text{STDRT} + \beta_7 \text{DOVKUR} + \varepsilon$$

Yukarıda belirtilen regresyon denkleminde yer alan bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni ne ölçüde tanımladığını ortaya koymak amacıyla SPSS.11 yazılımı kullanılmıştır.

Yapılan regresyon analizinin sonucuna göre, kurulan modelin anlamlılığı, modelin açıklanabilme gücü ve iki değişken arasındaki ilişkiler hakkında bilgi verebilecek üç değer bulunmaktadır. Bunlar modelin t (t-statistic) ve f (f-statistic) değerleri ile düzeltilmiş R<sup>2</sup> (adjusted R-squared) değerleridir. Her bir bağımsız değişkenin bağımlı değişkenle arasındaki ilişkiyi test etmek için t testi; tüm bağımsız değişken parametrelerinin bağımlı değişkenle aralarındaki ilişkiyi ifade etmek için de F değeri kullanılmıştır. R<sup>2</sup> ifadesi de, modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama seviyesini göstermektedir. Çalışmada hesaplanan t değeri t<sub>hes</sub>, f değeri ise f<sub>hes</sub> şeklinde gösterilmiştir.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında, aşağıda belirtilen varsayımların test edilmesi sonuçların ilgili testlerin tablo değerleri ile karşılaştırılması gerekir.

- T değeri hipotezi:

$$\text{DÜŞFİY} = \beta_0 + \beta_1 \text{AKTİF} + \beta_2 \text{YAŞ} + \beta_3 \text{HÂSILAT} + \beta_4 \text{PIYGET} + \beta_5 \text{ORAN} + \beta_6 \text{STDRT} + \beta_7 \text{DOVKUR} + \varepsilon$$

H<sub>0</sub>:  $\beta_i = 0$  ise; i<sub>0</sub> bağımsız değişken ile DÜŞFİY bağımlı değişkeni arasında herhangi bir ilişki yoktur. Dolayısıyla öngörülen modelde i<sub>0</sub> bağımsız değişkeni yer almayacaktır.

H1:  $\beta_i \neq 0$  ise; i parametresine bağılı bağımsız değişken ile DÜŞFİY bağımlı değişkeni arasında bir ilişki vardır. Dolayısıyla öngörülen modelde  $i_0$  bağımsız değişkeni yer almalıdır.

Kurulan hipoteze göre;  $t_{hes} > t_{tablo}$  olursa  $H_1$ ,  $t_{hes} < t_{tablo}$  olursa  $H_0$  hipotezi reddedilmeyecektir.

- F değeri hipotezi:

$$DÜŞFİY = \beta_0 + \beta_1 AKTİF + \beta_2 YAŞ + \beta_3 HÂSILAT + \beta_4 PIYGET + \beta_5 ORAN + \beta_6 STDRT + \beta_7 DOVKUR + \varepsilon$$

$H_0$  :  $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = 0$  ise; tüm bağımsız değişkenlerin parametreleriyle DÜŞFİY bağımlı değişkeni arasında herhangi bir ilişki yoktur. Dolayısıyla böyle bir model kurulamaz.

$H_1$  : en az bir  $\beta_i \neq 0$  ise; model geçerlidir.

Kurulan hipoteze göre;  $F_{hes} > F_{tablo}$  olursa  $H_1$ ,  $F_{hes} < F_{tablo}$  olursa  $H_0$  reddedilmeyecektir.

### 3.2.5. Araştırmanın Bulguları

#### a. Performans Analizi Bulguları

Tablo 13 incelendiğinde, 1996 ile 2006 yılları arasında %20,9'luk ortalama halka açılma oranına sahip 127 işletmenin halka sunumu gerçekleştiği ve 6.465.242.981 USD hâsılat elde edildiği görülmektedir. Halka sunum sayısının ve hâsılatının en yüksek olduğu yıl 2000 yılı olurken 2001 yılında halka sunum gerçekleşmemiştir. Halka sunumlarda; %86 oranında sabit fiyatla istem toplama, %0,6 oranında fiyat aralığı ile istem toplama ve %0,7 oranında ise, borsada satış yöntemi kullanılmıştır.

1996–2006 döneminde halka sunulan 126 işletmeden; 79 pay senedinin (%62,69) düşük fiyatlandığı, 36 pay senedinin (%28,57) yüksek fiyatlandığı, 9 pay senedinin (%7,14) ise ilk gün getiri getirmediği görülmektedir. Halka sunumu

gerçekleşen tüm pay senetlerinin ortalama ilk gün ham getirisi, %6,6 olurken, ortalama anormal getiri ise %6,7 olarak gerçekleşmiştir.

Söz konusu dönemde gerçekleşen sunumların; %86,5'inde (109 tanesi) sabit fiyatla istem toplama yöntemi, %7,1'in de borsada satış yöntemi ve %6,3'ünde de fiyat aralığı ile istem toplama yönteminin kullanıldığı görülmektedir. Yine bu dönemde, gerçekleşen halka sunumlarda en çok kullanılan satış yöntemi, sabit fiyatla istem toplama olurken, 2000 yılından itibaren gerçekleşen sunumlarda, fiyat aralığı ile istem toplama borsada satış yöntemlerinin de kullanılmaya başlandığı görülmektedir.

Halka sunumlarda kullanılan satış yöntemlerinin ilk gün ortalama getirileri incelediğinde, fiyat aralığı ile istem toplama yönteminde düşük fiyatlandırmanın daha fazla olduğu bunu sabit fiyatla istem toplama ve borsada satış yönteminin izlediği görülmektedir. Sabit fiyatla istem toplama yönteminin kullanıldığı halka sunumların ortalama ilk gün getirisi %6,5 iken, fiyat aralığı ile istem toplama yönteminde %10,16 ve borsada satış yönteminde ise bu oran %6 olarak gerçekleşmiştir. Piyasa getirilerine göre düzeltilmiş getiriler ise, sabit fiyatla istem toplama yönteminde %6,5, fiyat aralığı ile istem toplama yönteminde % 10,65 ve borsada satış yönteminde de %7,3'tür. Halka sunum satış yöntemlerinde düşük fiyatlandırmanın en fazla fiyat aralığı ile istem toplama yönteminde uygulandığı, bunu borsada satış yönteminin izlediği görülmektedir. Sabit fiyatla istem toplama yönteminde ise düşük fiyatlandırmanın daha az olduğu saptanmıştır<sup>202</sup>.

Pay senetleri buldukları sektörlere göre gruplanarak da halka sunumlarda düşük fiyatlandırmanın en fazla hangi sektörlerde olduğu incelenebilir. İMKB'de dört ana sektör ve bu sektörlerin alt sektörleri bulunmaktadır. Tablo 14'deki tabloda 1996–2006 yılları arasında halka ilk kez sunulan pay senetlerinin buldukları sektörlere göre ilk gün anormal getirileri gösterilmiştir.

---

<sup>202</sup> Bkz: EK 1.

**Tablo 14: Sektörlere Göre İlk gün Anormal Getirileri**

SINAI							
İŞLETME KODU	GIDA, İÇKİ, TÜTÜN	1.GÜN HAM GETİRİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	İŞLETME KODU	TEKSTİL	1.GÜN HAM GETİRİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ
MDRNU	13.05.1996	0,227	0,220	UKIM	29.01.1996	0,013	0,031
KNFRT	10.06.1996	0,226	0,213	ATEKS	02.05.1996	0,122	0,088
AGIDA	28.10.1996	0,236	0,221	BRMEN	22.07.1996	-0,050	-0,067
KRSTL	19.08.1997	-0,140	-0,134	YATAS	19.08.1996	-0,058	-0,059
UNTAR	29.08.1997	0,083	0,080	BISAS	28.10.1996	0,115	0,100
EFES	19.02.1998	0,081	0,145	GUMUS	04.02.1997	0,234	0,247
VANET	12.03.1998	0,122	0,130	CYTAS	03.03.1997	0,227	0,283
PENGD	22.04.1998	0	-0,023	BERDN	27.03.1997	0,060	0,105
PASTA	14.05.1998	-0,022	-0,015	APEKS	03.07.1997	0,068	0,048
SELGD	02.07.1998	0,217	0,176	CEYLN	24.07.1997	-0,177	-0,181
SKPLC	24.02.2000	0	-0,090	PRKTE	24.10.1997	0,016	0,025
LIOYS	02.03.2000	0	0,015	MEMSA	30.10.1997	-0,157	-0,119
ERSU	30.03.2000	-0,042	0,033	ARAT	06.11.1997	0,103	0,104
SEZGD	11.05.2000	0,214	0,208	VAKKO	03.04.1998	0,127	0,098
ALYAG	25.05.2000	0,012	-0,020	IDAS	25.06.1998	0,231	0,212
CCOLA	12.05.2006	0,110	0,150	ARSAN	02.07.1998	-0,033	-0,073
MRTGG	16.12.2005	0,187	0,184	MTEKS	13.08.1998	-0,094	-0,026
				MNDRS	27.07.2000	-0,067	-0,068
				DESA	06.05.2004	0,116	0,152
İŞLETME KODU	TAŞ TOPRAK	1.GÜN HAM GETİRİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	İŞLETME KODU	METAL	1.GÜN HAM GETİRİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ
CMBTN	18.12.1997	0,071	0,055	DMSAS	24.07.1997	-0,033	-0,037
NUHCM	24.02.2000	0,017	-0,073	KRDMD	08.06.1998	-0,017	-0,044
BSOKE	03.05.2000	0,211	0,227	BURVA	17.05.2004	-0,092	-0,055
İŞLETME KODU	METAL EŞYA	1.GÜN HAM GETİRİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	İŞLETME KODU	KAĞIT ORMAN BASIN	1.GÜN HAM GETİRİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ
IHEVA	07.10.1996	0	-0,023	INMDY	23.09.1996	0,037	0,041
ASUZU	10.04.1997	0,228	0,239	BAKAB	18.06.1998	0,214	0,234
UZEL	05.08.1997	0,026	0,042	DOBUR	28.03.2000	0,050	0,066
KLMSN	21.08.1997	0,139	0,116	DENTA	08.06.2000	-0,043	-0,072
EMKEL	14.05.1998	0,224	0,231	ALKIM	02.03.2000	0,222	0,237
KARSN	21.02.2000	0,120	0,171	KOZAD	20.02.2003	0,151	0,145
GEREL	14.05.2003	0,081	0,099	IPMAT	30.06.2000	0,076	0,080
TTRAK	11.06.2004	-0,044	-0,037	ALKA	02.11.2000	0,045	0,014
VESBE	21.04.2006	0	-0,027				
İŞLETME KODU	XS DİĞER	1.GÜN HAM GETİRİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	İŞLETME KODU	DİĞER İMALAT SANAYİ	1.GÜN HAM GETİRİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ
ADEL	17.06.1996	0,224	0,220	GOLDS	28.12.1999	0,227	0,262
SERVE	20.08.1998	0,100	0,048	SILVR	23.06.2006	-0,077	-0,045



<b>Tablo:14 Devam</b>							
<b>İŞLETME KODU</b>	<b>KİMYA</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>				
PRTAS	15.04.1996	-0,026	0,002				
SASA	01.11.1996	0,028	0,021				
MEGES	09.05.1997	-0,016	-0,006				
BYSAN	29.05.1997	-0,136	-0,113				
BYRBY	06.06.1997	0,067	0,070				
SODA	20.04.2000	0,222	0,215				
MRBYO	08.12.2006	-0,010	0,003				
<b>HİZMETLER</b>							
<b>İŞLETME KODU</b>	<b>TİCARET</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>	<b>İŞLETME KODU</b>	<b>SPOR</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>
CARSI	17.06.1996	0	-0,004	GSRAY	20.02.2002	-0,080	-0,044
TNSAS	16.09.1996	0,237	0,221	BJKAS	20.02.2002	-0,183	-0,146
KIPA	20.11.1997	-0,048	-0,067	FENER	20.02.2004	0,219	0,219
SANKO	05.10.2000	0,016	0,011	TSPOR	15.04.2005	-0,019	0,009
DOAS	17.06.2004	-0,044	-0,033				
SELEC	26.04.2006	0,215	0,228				
BIMAS	15.07.2005	0,062	0,070				
<b>İŞLETME KODU</b>	<b>ELEKTRİK</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>	<b>İŞLETME KODU</b>	<b>ULAŞTIRMA</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>
AKSUE	04.01.2000	0,216	0,064	CELEBI	18.11.1996	0,226	0,219
ZOREN	25.05.2000	0,221	0,188	REYSAS	10.02.2006	0,21	0,195
AKENR	07.07.2000	-0,062	-0,075				
AYEN	05.07.2000	0,083	0,053				
<b>İŞLETME KODU</b>	<b>XH DİĞER</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>	<b>İŞLETME KODU</b>	<b>TURİZM</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>
SEVGS	17.04.1997	0,106	0,149	TEKTU	10.08.2000	0,018	0,015
ACIBD	15.06.2000	-0,15	-0,136	FVORI	31.08.2000	0,073	0,086
AFMAS	19.10.2004	-0,180	-0,189	METUR	23.07.2002	0,130	0,128
<b>İŞLETME KODU</b>	<b>İLETİŞİM</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>				
TCELL	11.07.2000	0,057	0,111				
<b>MALİ</b>							
<b>İŞLETME KODU</b>	<b>HOLDING YATIRIM</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>	<b>İŞLETME KODU</b>	<b>BANKA</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>
BRYAT	11.11.1996	-0,018	-0,028	SKBNK	10.04.1997	0,106	0,117
SAHOL	08.07.1997	0,148	0,169	TPBNK	25.06.1998	0,224	0,205
MZHLD	23.09.1997	0,088	0,084	TEBNK	28.02.2000	0,095	0,115
DYHOL	06.08.1998	0	0,022	SYBNK	01.06.2000	0,065	0,030
GSDHO	11.11.1999	0,1	0,082	DENİZ	01.10.2004	0,071	0,082
YAZIC	17.02.2000	0,057	0,088	VAKBN	18.11.2005	0,222	0,217
EGHOL	30.03.2000	0,185	0,259	IHFİN	05.07.1996	0,133	0,132
ISGEN	28.03.2000	0,214	0,231	ALFA	01.10.1998	-0,053	-0,050

<b>Tablo: 14 Devamı</b>							
<b>İŞLETME KODU</b>	<b>FİNANSAL KİRALAMA FAC.</b>	<b>1. GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>	<b>İŞLETME KODU</b>	<b>SİGORTA</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>
TPFAC	18.12.1997	-0,082	-0,099	ANHYT	24.02.2000	0,192	0,103
TOPFN	30.10.1997	0,038	0,075	RAYSG	24.07.1997	0	-0,003
EGFIN	26.10.2000	0	0,001				
SEKFK	23.07.2004	-0,036	-0,051				
<b>TEKNOLOJİ</b>							
<b>İŞLETME KODU</b>	<b>TEKNOLOJİ</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>	<b>İŞLETME KODU</b>	<b>BİLİŞİM</b>	<b>1.GÜN HAM GETİRİ</b>	<b>1. GÜN ANORMAL GETİRİ</b>
PKART	19.08.2004	-0,039	-0,035	LOGO	08.05.2000	0,224	0,265
				ESCOM	20.07.2000	0,010	0,034
				LINK	26.10.2000	0,235	0,236
				ARENA	02.11.2000	0,081	0,050
				INDES	24.06.2004	-0,006	-0,010
				ANELT	13.09.2005	0,016	0,021
				KAREL	20.10.2006	-0,018	-0,014
				ARMDA	15.06.2006	-0,067	-0,089
				DGATE	10.02.2006	0,217	0,202

**Tablo 15 : Düşük/Yüksek Fiyatlama ve Kısa Dönem Performans Tablosu**

	Düşük Fiyat	Yüksek Fiyat	Nötr	Ortalama İlk Gün Ham Getiri	Ortalama İlk gün Anormal Getiri
<b>İMKB ULUSAL – SINAI</b>					
Gıda-İçecek-Tütün	11	3	3	0,089	0,087
Tekstil-Deri	12	7		0,041	0,047
Kimya-Petrol-Plastik	3	4		0,018	0,032
Orman-Kâğıt-Basım	7	1		0,094	0,106
Taş-Toprak	2	1		0,01	0,070
Metal-Ana		3		-0,047	-0,045
Metal Eşya-Makine	6	1	2	0,086	0,090
XSDiğer	2			0,162	0,134
Xdiğerimalat	1	1		0,075	0,108
<b>Toplam</b>	<b>44</b>	<b>21</b>	<b>5</b>	<b>0,528</b>	<b>0,629</b>
<b>Oran</b>	<b>0,63</b>	<b>0,30</b>	<b>0,07</b>	<b>0,059</b>	<b>0,070</b>
<b>İMKB ULUSAL – MALİ</b>					
Banka	7	1		0,107	0,106
Sigorta	1		1	0,096	0,050
Finansal Kir. Factoring	1	2	1	-0,02	-0,018
Holdıng- Yatırım	6	1	1	0,097	0,113
<b>Toplam</b>	<b>15</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>0,28</b>	<b>0,251</b>
<b>Oran</b>	<b>0,68</b>	<b>0,18</b>	<b>0,14</b>	<b>0,07</b>	<b>0,062</b>
<b>İMKB ULUSAL- HİZMETLER</b>					
Elektrik	3	1		0,115	0,057
Ulaştırma	2			0,218	0,207
Turizm	3			0,074	0,076
Ticaret	4	2	1	0,063	0,060
İletişim	1			0,057	0,111
Spor	1	3		-0,016	0,019
XHDiğer	1	2		-0,075	-0,059
<b>Toplam</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>0,436</b>	<b>0,471</b>
<b>Oran</b>	<b>0,63</b>	<b>0,33</b>	<b>0,04</b>	<b>0,062</b>	<b>0,067</b>
<b>İMKB ULUSAL- TEKNOLOJİ</b>					
Bilişim	6	3		0,077	0,077
Teknoloji		1		-0,039	-0,035
<b>Toplam</b>	<b>6</b>	<b>4</b>		<b>0,038</b>	<b>0,042</b>
<b>Oran</b>	<b>0,60</b>	<b>0,40</b>		<b>0,019</b>	<b>0,021</b>
<b>Genel Toplam</b>					
<b>Genel Toplam</b>	<b>80</b>	<b>37</b>	<b>9</b>	<b>1,282</b>	<b>1,393</b>
<b>Genel Oran</b>	<b>0,64</b>	<b>0,29</b>	<b>0,07</b>	<b>0,32</b>	<b>0,35</b>

Sektörlere göre halka ilk kez sunulan pay senetlerinin verileri karşılaştırıldığında en yüksek ilk gün anormal getirinin %7 ile sanayi sektöründe

olduğu görülmektedir. Sanayi sektörünün ilk gün ham getirisi ise %5,9'dur. Sanayi sektöründe pay senetlerinin %63'ü düşük fiyatlandırılırken, %30'u yüksek, %07'sinde aynı kalmıştır. En yüksek ortalama anormal getiri, %13,4 ile XSDiğer alt sektöründedir. Gıda, Tekstil, Kimya, Orman, Taş-Toprak, Metal Eşya, XSDiğer İmalat alt sektörlerindeki ortalama anormal getiriler sırasıyla; %8,7; %4,7; %3,2; %10,6; %7; %9; %10,8 olarak gerçekleşmiştir. En düşük anormal getiri ise Metal Ana (-%4,5) alt sektöründe gerçekleşmiştir.

Mali sektörde halka ilk kez sunulan pay senetlerinin, %68 düşük fiyatlandırılırken, %18'i yüksek, %14'ünde fiyat aynı çıkmaktadır. Mali sektörün ilk gün ham getirisi %7 olurken, ilk gün anormal getiride %6,2 olmaktadır. Bankacılık, Sigortacılık, Finansal Kiralama, Factoring, Holding-Yatırım alt sektörlerinin ortalama anormal getirileri sırasıyla, %10,6; %5; -%1,8; %11,3 şeklinde gerçekleşmiştir.

Hizmet sektöründe halka sunum fiyatlandırmasının %63'ü düşük, %33'ü yüksek ve %04'ü de fiyatı aynı kalmıştır. Bu sektörde ilk gün ham getiri %6,2, anormal getiride %6,7'dir. Hizmet sektörünün alt sektörlerinde en yüksek ortalama anormal getiri, %20,7 ile ulaştırma alt sektöründe gerçekleşirken, bunu %11,1 ile iletişim, %7,6 turizm, %6 ticaret, %5,7 elektrik ve %1,9'la spor alt sektörleri izlemektedir. Alt sektörler içinde en düşük ortalama anormal getiri XHDiğer (-%5,9) alt sektöründedir.

Ele alınan sektörler içerisinde en düşük ortalama anormal getiri %2,1 ile Teknoloji Sektöründe gerçekleşmiştir. Sektörün ilk gün ham getirisi %1,9'dur. Teknoloji sektöründe halka sunum fiyatı, %60 düşük, %40 oranında yüksek olmaktadır. Sektörün alt sektörleri incelendiğinde ise en yüksek ortalama anormal getiri %7,7 ile Bilişim alt sektöründe gerçekleşirken, en düşük ortalama anormal getiri de -%3,5 ile Teknoloji alt sektöründe olmuştur.

Yıllara göre ilk gün ham getirileri Ek 1'de verilmiştir. Veriler incelendiğinde ; en yüksek getiri, %16,4 ile sadece iki halka sunumun olduğu 1999 yılında gerçekleşirken, bunu %11,6 ile 2003 yılı, %9,4'le 2005 ve %9,3 ile 1996 yılı takip etmektedir. Ekonomik krizin olduğu 2001 yılında hiç halka sunum olmazken, en

düşük ilk gün ham getiri ise  $-\%0,4$  ile krizi takip eden 2002 yılında olduğunu görülmektedir.

İlk gün anormal getirilere bakıldığında ise, en fazla düşük fiyatlandırmanın  $\%13,8$  ile 1999 yılında gerçekleşmiştir. Bunu sırasıyla;  $\%10,4$  ile 2003;  $\%9,5$  ile 2005 yılı;  $\%7,9$  ile 1998 yılı;  $\%6,4$  ile 2006 yılını,  $\%5,6$  ile halka sunumun en fazla olduğu yıl olan 2000 yılı izlemiştir. En az düşük fiyatlama ekonomik krizin ertesi yıl olan 2002 yılında  $-\%0,2$  oranında gerçekleşmiştir.

Halka ilk kez sunulan pay senetlerinin yirmibir (21) günlük kısa dönem ortalama anormal getirilerine bakıldığında ilk günkü seviyeleri koruyamadığı ve giderek azaldığı gözlenmiştir. İlk gün en fazla düşük fiyatlandırmanın ( $\%13,8$ ) olduğu 1999 yılında, yirmi bir günün sonunda ortalama anormal getiri  $\%01,7$  gerilemiştir. İlk gün en az anormal getiriye sahip ( $-\%04,4$ ) 2002 yılı incelenen diğer yılların aksine 21 günlük kısa dönem anormal getiri artarak  $-\%01,2$  olmuştur.

#### **b. Regresyon Analizinden Elde Edilen Bulgular**

Aşağıda bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken olan düşük fiyatlandırma ile korelasyon sonuçları tablo halinde gösterilmiştir.

**Tablo 16: Korelasyon Sonuçları**

	İLK GÜN	HÂSILAT	YAŞ	ORAN	PIYGET	DOVKUR	STDRT	AKTİF
İLK GÜN	1,000	0,005	0,061	-0,027	-0,135	-0,095	0,384	0,024
HÂSILAT	0,005	1,000	0,073	0,107	-0,112	0,459	-0,154	0,600
YAŞ	0,061	0,073	1,000	-0,139	-0,031	-0,099	-0,026	0,048
ORAN	-0,027	0,107	-0,139	1,000	-0,160	0,370	-0,107	0,078
PIYGET	-0,135	-0,112	-0,031	-0,160	1,000	-0,085	-0,020	0,008
DOVKUR	-0,095	0,459	-0,099	0,370	-0,085	1,000	-0,148	0,612
STDRT	0,384	-0,154	-0,026	-0,107	-0,020	-0,148	1,000	-0,064
AKTİF	0,024	0,600	0,048	0,078	0,008	0,612	-0,064	1,000

Tablo 16’de de görülebileceği gibi bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenle olan ilişkileri yer almaktadır. Buna göre ORAN, PİYGET ve DOVKUR değişkenlerinin ilk gün anormal getiri (düşük fiyatlandırma) ile ters orantılı, buna karşın HÂSILAT, YAŞ, STDRT ve AKTİF değişkenlerinin ise doğru orantılı olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar, belirtilen beklentiler doğrultusunda gerçekleşmiştir.

**Tablo 17: 1996 -2006 Yılları Arasındaki Düşük Fiyatlamayı İnceleyen Regresyon Sonuçları**

MODEL		
DEĞİŞKENLER	DEĞER	T hes- DEĞERİ
REG.SABİTİ	1,741	4,637
HASILAT	0,066	0,786
YAŞ	0,071	0,857
ORAN	0,014	0,170
PIYGET	-0,128	-1,548
DOVKUR	-0,039	-0,463
AKBÜY	0,049	0,588
T <sub>126,05(tablo)</sub>		1,96
R		0,384
R <sup>2</sup>		0,148
DÜZELT. R <sup>2</sup>		0,141
F <sub>hes</sub> DEĞERİ		21,501
F <sub>1.124,(tablo)</sub>		3,84

Araştırmanın sonucuna ilişkin istatistiki sonuçlar Tablo 17’da sunulmuştur. İstatistiki sonuçlara baktığımızda, değişkenlerin hepsinin regresyon analizine dahil

edildiği modelde ulaşılan çoklu regresyon katsayısı %95 güven seviyesinde test edilmiştir. Bu testin sonucu olarak,  $H_0$  hipotezi reddedilip  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir. Dolayısıyla değişkenlerin hepsinin beraber düşük fiyatlamayı açıklamada anlamlı olduğu ortaya çıkmıştır. Çoklu regresyon katsayısı %38,4 olarak gerçekleşmiştir. Bu, serbest değişkenlerin düşük fiyatlamayı %38,4 oranında etkilediğini göstermektedir. Bu çoklu regresyon modeli, düşük fiyatlamanın %14,8'ini açıklamaktadır.

Regresyon sonuçları; oran, yaş, hasılat, döviz kuru, standart sapma, piyasa getirisi ve aktif büyüklük değişkenleri, tek başına, düşük fiyatlamadaki değişmeyi açıklamada anlamsız bulunmuştur<sup>203</sup>.

### 3.2.6. Değerlendirme

Ulaşılan bulgular varsayımları doğrular niteliktedir. Birinci varsayım; Türkiye'de halka sunulan işletmelerde düşük fiyatlama olgusunun olduğuna ilişkindir. 1996-2006 yılları arasında halka ilk kez sunulan pay senetlerinin %62,69'unun düşük fiyatlandığı, %28,57'sinin yüksek fiyatlandığı ve %7,14'nün ise ilk gün getirisinin olmadığı görülmektedir.

İkinci varsayım; Türk sermaye piyasalarında, en çok tercih edilen satış yönteminin sabit fiyatla istem toplama olduğudur. 2002 yılına kadar yapılan halka sunumlarda çoğunlukla sabit fiyatla istem toplama satış yöntemi tercih edilmiş, sadece bir tane fiyat aralığı ve iki tane borsada satış yöntemi uygulanmıştır. Bu tarihten itibaren, işletmeler tarafından diğer satış yöntemleri de tercih edilmeye başlanmıştır. 1996-2006 yılları arasında halka sunulan işletmelerin; %86,5'şi sabit fiyatla istem toplama satış yöntemini tercih ederken, % 6,3'ü fiyat aralığı ve %7,1'i borsada satış yöntemini tercih etmiştir.

Üçüncü varsayım; sabit fiyatla istem toplama yönteminde diğer satış yöntemlerine oranla daha az düşük fiyatlama olduğudur. Sabit fiyatla istem toplama yönteminin kullanıldığı halka sunumlarda düşük fiyatlama %6,5 olarak gerçekleşirken, bu oran fiyat aralığı ile istem toplama yönteminde %%10,16 ve

---

<sup>203</sup> Bkz: Ek 2.

borsada satış yönteminde %7,3'tür. Bu durum en fazla düşük fiyatlamanın, fiyat aralığı ile istem toplama satış yönteminde olduğunu göstermektedir.

Dördüncü varsayım; düşük fiyatlamanın olduğu halka sunumların, kısa dönem getirisi, ilk getirisine oranla daha düşüktür. Söz konusu dönemde ortalama ilk gün düşük fiyatlama %6,7 olarak gerçekleşirken, yirmibir günün sonunda %0,4'e gerilemektedir.

Beşinci varsayım; Türkiye'deki halka sunumlarda düşük fiyatlama, gelişmiş piyasalara oranla daha az olmaktadır. Araştırmanın bulguları varsayımı doğrulamaktadır. Türkiye'de 1996-2006 yılları arasında 126 işletmenin ilk halka sunumdaki kısa dönem fiyat performansı %0,4 olarak belirlenmiş, gelişmiş piyasalarda ise en fazla düşük fiyatlama, Japonya'da 70,81 oranında, en az düşük fiyatlama %3,9 ile Danimarka'da olmuştur. Bu oran Amerika'da %50,13; İngiltere'de %60,1'dir .

Altıncı varsayım; halka sunulan pay senetlerindeki düşük fiyatlamada sektörler göre farklılık olduğu şeklindedir. En yüksek düşük fiyatlama, %7 ile sanayi sektöründe, en az düşük fiyatlama %2,1 ile teknoloji sektöründe gerçekleşmiştir. Mali sektörde düşük fiyatlama %6,2 olurken, hizmet sektöründe %6,7 olarak gerçekleşmiştir.

Yedinci varsayım; halka sunulan pay senetlerinde düşük fiyatlama yıllara göre farklılık göstermektedir. 1996-2006 yılları arasında en fazla düşük fiyatlamanın olduğu yıl %13,8 ile 1999 yılı olurken, en az düşük fiyatlama 2002 yılında -%0,2 olarak gerçekleşmiştir. En fazla halka sunumun gerçekleştiği 2000 yılında bu oran %5,6 olmuştur. Düşük fiyatlamının yıllara göre farklılık göstermesini; ekonomik kriz, ülkedeki istikrar ortamı, komşu ülkelerdeki istikrar ortamı, dünyadaki ekonomik krizlere bağlanabilir.

Sekizinci varsayım; İMKB'de ilk kez halka sunulan işletmelerin pay senedi fiyatlarının performansında etkili olan başlıca unsurlar; işletmenin aktif büyüklüğü, yaşı, halka sunum oranı, halka sunum hasılatı, piyasa getirisi, döviz kuru, standart sapma olarak sıralanabilir. Regresyon analizi sonuçlara baktığımızda, değişkenlerin hepsinin regresyon analizine dahil edildiği modelde ulaşılan çoklu regresyon katsayısı %95 güven seviyesinde test edilmiştir. Bu testin sonucu olarak,  $H_0$  hipotezi reddedilip  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir. Dolayısıyla değişkenlerin



hepsinin beraber düşük fiyatlamayı açıklamada anlamlı olduğu ortaya çıkmıştır. Çoklu regresyon katsayısı %38,4 olarak gerçekleşmiştir. Bu, serbest değişkenlerin düşük fiyatlamayı %38,4 oranında etkilediğini göstermektedir. Bu çoklu regresyon modeli, düşük fiyatlamamın %14,8'ini açıklamaktadır.

Regresyon sonuçları incelendiğinde; oran, yaş, hasılat, döviz kuru, standart sapma, piyasa getirisi ve aktif büyüklük değişkenleri, tek başına, düşük fiyatlamadaki değişmeyi açıklamada anlamsız bulunmuştur.

## SONUÇ

İlk kez halka sunulan pay senetlerinde işletmeler, halka sunumdan bekledikleri fonu elde edebilmek için çoğu kez yatırımcının kısa sürede yüksek getiri beklentisini karşılayacak bir ihraç fiyatı belirlemektedirler. Bu da ilk kez halka sunulan pay senetlerini yatırımcılar için çekici kılmaktadır. Bu çerçevede ortaya çıkan düşük fiyatlama olgusu pek çok araştırmaya konu olmuş, bu olguyu açıklamaya yönelik bir çok hipotez ortaya atılmıştır. Uluslararası alanda yapılan çalışmalarda farklı piyasalarda farklı sonuçlar elde edilse de genel sonuç; pay senetlerinin ikincil piyasada işlem görmeye başladığı ilk gün piyasa getirisinin üzerinde anormal bir getiri elde ettiği yönündedir.

Çalışmada öncelikle düşük fiyatlama olgusunun 1996 – 2006 döneminde İMKB’de geçerli olup olmadığı araştırılmıştır. Bu dönemde 126 işletme halka sunulmuş, bunların 79’unda(%62,69) düşük fiyatlama olgusu geçerli iken 36 pay senedinde(%28,57) yüksek fiyat ve 9’unda(%7,14) da getiri aynı çıkmıştır. Bu sonuçlar, İMKB’de ilk kez halka sunumlarda düşük fiyatlama olgusunun geçerli olduğunu göstermektedir.

Çalışmada, 1996 – 2006 tarihleri arasında İMKB’de halka ilk kez sunulan 126 pay senedinin ikincil piyasada işlem gördüğü ilk günde, piyasa getirisine oranla %6,7 daha fazla getiri elde edildiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç pay senetlerinin bahsedilen dönem içinde ortalama %6,7’lik bir düşük fiyatlama ile halka sunulduğunu göstermektedir. Yatırımcılar, halka sunulan pay senetlerine yatırım yaparak, İMKB getirisi üzerinde anormal bir getiri elde etmişlerdir. Bu, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yapılmış olan çalışmalarda ulaşılmış sonuçlarla aynı doğrultudadır.

İncelenen yıllar itibariyle düşük fiyatlamaya bakıldığında farklı sonuçlara ulaşılmaktadır. En fazla düşük fiyatlamamanın olduğu yıl %13,8 oranı ile 1999 olurken, en az düşük fiyatlama 2001 krizinin de etkisiyle 2002 yılında (-%0,2) olmuştur. En fazla (35) halka sunumun yapıldığı 2000 yılında ise düşük fiyatlama, %5,6 olarak gerçekleşmiştir.

Halka sunumda kullanılan satış yöntemlerine göre düşük fiyatlama olgusu incelendiğinde, en fazla düşük fiyatlamanın %10,16 ile fiyat aralığı ile istem toplamada en az düşük fiyatlamanın da %6 ile borsada satış yönteminde uygulandığı görülmektedir. Türkiye’de en fazla tercih edilen satış yöntemi (%86) olan sabit fiyatla istem toplama yönteminde ise düşük fiyatlama %6,5’tir.

Sektör bazında ilk günde oluşan düşük fiyatlama değerlendirildiğinde ise, en fazla düşük fiyatlamanın %7 ile sanayi sektörüne ait olduğu görülmektedir. Bu sektörü, %6,6 ile hizmet, %6,2 ile mali sektör izlerken en az düşük fiyatlama %2,1 ile teknoloji sektöründe gerçekleşmiştir.

Halka ilk kez sunulan pay senetlerinin 21 günlük kısa dönem performanslarına bakıldığında, ilk gün elde edilen anormal getirileri koruyamadıkları görülmektedir. Buna göre; 1996 – 2006 yılları arasında halka ilk kez sunulan pay senetlerinde en yüksek anormal getiri seviyesinin (piyasanın etkisinden arındırıldığında) ortalama %6,7 ile ilk gün elde edildiği, 21 günün sonunda %0,4 gerilediği gözlenmiştir.

İlk kez halka sunulan işletmelerin pay senedi fiyatlarının performansında etkili olan başlıca etmenler; işletmenin aktif büyüklüğü, yaşı, halka sunum oranı, halka sunum hasılatı, piyasa getirisi, döviz kuru, standart sapma olarak sıralanabilir. Regresyon analizi sonuçlarına baktığımızda, Bu değişkenlerin hepsi model kapsamına alınarak elde edilen çoklu regresyon katsayısı, %95 güven düzeyinde test edilmiştir. Bu testin sonucuna göre,  $H_0$  hipotezi reddedilip  $H_1$  hipotezinin reddedilemeyeceği kararı verilecektir. Bu bağlamda, regresyon analizinden elde edilen sonuçlar, tümü modele dahil edildiğinde değişkenlerin hepsinin, düşük fiyatlamayı açıklamada anlamlı olduğunu ortaya koymuştur. Buna göre, çoklu regresyon katsayısı %38,4 olarak bulunmuştur. Bu sonuç, serbest değişkenlerin düşük fiyatlamayı %38,4 oranında etkilediğini göstermektedir. Ayrıca model, düşük fiyatlamanın ancak %14,8’ini açıklamaktadır. Bunun yanında; oran, yaş, hasılat, döviz kuru, standart sapma, piyasa getirisi ve aktif büyüklük değişkenleri, modele ayrı ayrı sokularak %95 güven düzeyinde tekrar test edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, tek başına dikkate alındığında, değişkenlerin düşük fiyatlamadaki değişmeyi açıklamada anlamsız olduğunu göstermiştir.

Sermaye piyasasının temel girdisi olan orta ve uzun vadeli fonların ana kaynağı, yurt içindeki kişi ve kurumlardır. Bununla beraber, istikrarlı bir sermaye piyasasına yabancı ülke fonları da gelebilir. Yabancı fonların gelebilmesi, sermaye piyasalarının diğer sermaye piyasaları ile bütünleşmesinden geçmektedir. Bütünleşme, sermaye piyasalarının karşılıklı uyum içinde çalışmaları, aralarındaki farkların giderilmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi temeline dayanmaktadır. Avrupa birliğindeki ülkelerinin sermaye piyasalarını tek çatı altında toplamaları, bütünleşmenin ne kadar önemli olduğunu göstermektedir.

Türk sermaye piyasası henüz çok yeni olmasına rağmen, gerek yasal gerekse teknik altyapı açısından gelişmiş sermaye piyasaları düzeyindedir. Sermaye piyasalarının gelişmişliği, o piyasaya kote olan işletme sayısına ve piyasanın derinliğine bağlıdır. Türkiye’de borsaya kote olan işletme sayısı gelişmiş piyasaların oldukça altındadır.

Anonim ortaklıkların menkul değer ihracıyla sermaye sağlamalarının en önemli aracı, halka açılmadır. Türkiye’de işletmelerin bir çoğunun sıkı kurallara hazır olmaması ve kurumsallaşmamış olmaları nedeniyle halka açılma oranı gelişmiş piyasaların oldukça altındadır. Halka açılma sürecinde esnek düzenlemeler, vergi avantajları, tahsisli satış piyasaları, özel piyasalar, sermaye piyasası mevzuatında kayıt ve rapor istisnaları gibi esnek kurallar getirilerek, işletmelerin halka açılmaları özendirilebilir.

Gelişmiş piyasalarda, sosyal güvenlik kuruluşları, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları sermaye piyasalarında önemli bir yer tutarken, Türkiye’de bu katılım oldukça yetersiz kalmaktadır. Sermaye piyasalarına derinlik kazandıracak bu kuruluşların fonlarını, sermaye piyasalarında değerlendirmeleri için özendirici uygulamalar yapılmalıdır.

Sonsöz olarak, Türkiye’de yabancı sermaye yatırımları daha çok kısa süreli-sıcak para ve piyasa koşullarından doğabilecek fırsatları değerlendirme amacıyla yapılmış görüntüsü vermektedir. Sıcak paranın ekonomiye olumsuz etkileri göz önüne alınarak yabancı portföy yatırımlarını çekebilmek ve uzun süre kalmasını sağlamak için çeşitli önlemlerin alınması gerekir.

## KAYNAKÇA

### MAKALE VE KİTAPLAR

- AGGARWAL, KRIGMAN ve WOMACK, “Strategic IPO Underpricing, Momentum and Lockup Expiration Selling” Working Paper, Nisan 2001, pp. 1-39.
- AGGARWAL, R., LEAL, R. Ve HERNANDEZ L., “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America” **Financial Management**, Spring 1993, pp. 42-53.
- AKGÜÇ, Öztin. **Finansal Yönetim**, Avcıol Basım-Yayın, 7.b.,1998.
- ARIKAN, Özlem. ve ÜNAL, Mustafa. “Halka Açılmalarda Yeni Bir Yaklaşım; Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler ve Greenshoe Opion”, **Active Dergisi**, Sayı: 35, 2004, ss.1-6.
- ARMAN, Tevfik. ve GÜRMAN, Simülasyon Yaklaşımıyla Hisse Senedi Değerlemesi ve Etkin Portföylerin Oluşturulması, **SPK Yayını**, Yayın no: 56, Ankara, 1996.
- AYDOYAN K. ve YILDIRIM,K. “İlk defa Halka Arz Edilen Hisselerin Fiyat Performansı”, **DPT 3. İzmir İktisat Kongresi Tebliğler**, ss. 9-17.
- BARBERIS, Nicholas, Andrei SHLEIFER, Robert VISHNY “A Model of Investor Sentiment”, **Journal of Financial Economics**, 1998,pp.307-343.
- BARON, D.P. “A Model Of The Demand For Investment Bank Advising and Distribution Services for New Issues”, **Journal of Finance**, 45. 1982,pp. 955-976.
- BAŞOĞLU, Ufuk Ve diğerleri, **Finans Teori Kurum Uygulama**, Ekin Kitabevi, Bursa, 2001.
- BERK, Niyazi **Finansal Yönetim**, b.5, Türkmen Kitapevi, İstanbul, 2000.
- BERKSOY, T. ve SALTOĞLU,B. “Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri”, **İstanbul Ticaret Odası**, İstanbul 1998,ss.63.

- BOLAK, Mehmet. **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 2. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul, 1994.
- BOWER, N.L. “Firm Value and the Choice of Offering Method in Initial Public Offerings”, **The Journal Of Finance**, 44(3), pp.647-662.
- BREALEY. Richard A., ve MYERS. Stewart C. , **Principles of Corporate Finance**, Fifth Edition McGraw-Hill Companies Inc., USA., 1996, pp.386.
- CANBAŞ, Serpil ve KANDIR, Y. Serkan “Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi” 10.Ulusal Finans Sempozyumu, İzmir, Kasım 2006,ss.23-24.
- CEYLAN, Ali **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi, Bursa,2001.
- CHOWDHRY, B. and . SHERMAN, A. “International Differences in Oversubscription Underpricing of IPOs”, **Journal of Corporate Finance**, Vol:2, Iss:4,pp.359-381.
- COHEN, David, “Valuation In The Context Of Share Appraisal”, **Emory Law Journal**, Vol.34, 1985,pp.127.
- COPELAND, Tom and KOLLER, Tim, MURRIN, Jack, “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”, **McKinsey & Company, Inc.**, New York, 1994,pp.139-267.
- ÇELİK, Orhan “İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer ve Türk Telekom A.Ş.de Uygulaması” **Ankara Üniv. SBF**, Gelişme ve Toplum Ara. Merkezi, No:45, Nisan 2002,ss.1-38, ([http://www.politics.ankara.edu.tr/tartisma\\_meti\\_nleri.php](http://www.politics.ankara.edu.tr/tartisma_meti_nleri.php)) Erişim Tarihi: 07/04/2007.
- DAĞLI, Hüseyin. Türk Hisse Senedi Piyasasının Takvim Etkileri: Haftanın Günleri, **Prof. İsmail Türk’e Armağan**, SPK Yayın No: 54, İstanbul 1996.
- BONDT, De, WERNER F. M. ve THALER, Richard “Does The Stock Market Overreact?”, **Journal of Finance**, 1985,pp.793-805.

- DECAMPS, J.P. and LOVO, Stefano, “Risk Aversion And Herd Behavior In Financial Markets”,2002,pp.1-37, <http://ssrn.com/abstract=301962>, **2002**.
- DEGEORGE, Francois and DERRIEN, Francois, “IPO Performance and Earning Expectations”, **Some French Evidence**, 25 Nisan 2001, pp.1-64.
- DELOOF, Marc, “The Valuation of IPOs by Investment Banks and the StockMarket: Empirical Evidence”,pp.1-29, **SSRN: id298602**.
- DOESWIJK, R.Q., HEMMES, H.S. and VENEKAMP, R.H. “25 Years of Dutch IPOS: an Examination of Frequently Cited IPO Anomalies Within Main Sectors and During Hot- and Cold-Issue Periods”, **De Economist**, 154, 2006,pp.405-427.
- DRAKE, Philip D. and VETSUYOENS, M.R. “IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability”, **Financial Management**, Spring, 1993, pp. 64-73.
- DUMAN, K. “Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri”, **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi**, 8/2004,ss.48.
- DÜZAKIN, Hatice G. “Türkiye’ de Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Halka Arz İle İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi”, **Çukurova İ.İ.B.F. Dergisi**, s:1, 1998,ss.202-216.
- EHRHARDT, Michael, C. “The Search For Value, Measuring The Company’s Cost of Capital, Harvard Business School Press”, **Financial Management Association Survey and Synthesis Series**, 1994,pp.145.
- ERCAN, Metin K. Ve BARAN, Ünsan. **Değere Dayalı Finans, Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi, 2005.
- F.FAMA, Eugene and SCHWERT, G.William “Asset and Returns Inflation”, **Journal of Financial Economics** 5, 1977,pp.115-146.
- FETTAHOĞLU, Abdurahman. **Menkul Değerler Yönetimi**, Rengin Matbaası, İstanbul, 2003.

- GAJEWSKI, F. and GRESSE, C. “A Survey Of the European IPO Market” **ECMI Paper**, no: 2, Ağustos 2006, pp. 1-89.
- GORDON, Myron J. “Optimal Investment and Financing Policy”, **Journal of Finance**, Mayıs 1963,pp.264-272.
- GUATRI, Luigi. “The Valuation of Firms”, **Blackwell Publishers**,1994,pp.158-160.
- GÜZELHAN, Hayal ve AĞAR, Mediha, “İlk halka Arzlarda Hisse senetlerinin Fiyat Performansı”, **İşletme ve Finans**, Kasım-Aralık, 1991, ss.51-59.
- IBBOTSON, R.G. ve RITTER, J. B.V., “Initial Public Offerings”, **Elsevier Science** 1995,pp.993-1014.
- İŞERİ, Müge ve AKTAŞ, Zeynep. “İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)”, **Yaklaşım Dergisi**, s:151, Temmuz, 2005,ss.371-385.
- İVGEN, Hünkar. Halka İlk Kez Arz edilen Pay Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları, Kısa Dönem Performanslarını Etkileyen Etmenler ve İMKB’de 1990-1998 Dönemine İlişkin Ampirik Bir Çalışma, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, SBE, Fak., İstanbul, 2000.
- KAHNEMAN, Daniel ve Under TVERSKY, Amos “Prospect theory: An analysis of Decision Risk”, **Econometrica**,1979,pp.263-292.
- KANALICI, Hülya. “Pay Senetlerinin Fiyat Tespiti ve Tesir Eden Etmenler”, **SPK Yayınları**, No:77, Ankara, 1997,ss.54-57.
- KARA, Hatice Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak EVA(Economic Value Added), İMKB Şirketleri Üzerine bir Uygulama, **SPK**, 2005.
- KARAMUSTAFA, Osman ve KARAKAYA, Ahmet. “Enflasyonun Borsa Performansı Üzerindeki Etkisi”, **KOU Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:7, 2004/1,ss.23-35.
- KARAN, Mehmet B. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004.



- KARSLI, Muharrem. **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2004.
- KIYMAZ, Halil. “Halka İlk Arzedilen Hisse senetlerinin Performansları; İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:3,ss.121-143.
- KIYMAZ, Halil. “İMKB’de Halka Sunulan Mali Sektör Paylarının Uzun Dönem Performansları: 1990-1995 Uygulaması”, **Hazine Dergisi**, Sayı:7, Temmuz 1997,ss.47-73.
- KIYMAZ, Halil. “The Initial and Aftermarket Performance of IPOs In An Emerging Market: Evidence From İstanbul Stock Exchange”, **Journal of Multinational Financial Management**, Sayı:10, 2000,pp.213-227.
- KIM, I. KRINSKY ve LEE, J. “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings”, **Pacific-Basin Journal**, 3 1993,pp.429-448.
- KONURALP, Gürel. **Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Yayınları, İstanbul, Mart 2005.
- KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray ve ALAGÖZ, Ayşegül. “Halka Arzlarda Fiyat Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme”, **Muhasebe Bilim Dünyası (MÖDAV)**, Cilt:8, Sayı:2, Haziran 2006,ss.1-19.
- KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray. Ve ALAGÖZ, Ayşegül. “İMKB’de Uygulanılan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi”, **10. Ulusal Finans Sempozyumu**, Dokuz Eylül Üniv. İzmir, Kasım 2006,ss.1-23.
- LEVIS, Mario. “Private Equity Backed IPOs in UK”,pp.1-34, <http://ssrn.com/abstract=954230>.
- LOUGHRAN, T., RITTER, J.R., and RYDQVIST, K. “Initial Public Offerings: International Insights”, **Pacific-Basin Journal**, Vol. 2, 1994,pp165-200.
- LOWRY, M., FIELD, L. and SHU, S. “Does Disclosure Deter or Trigger Litigation?” **Journal of Accounting and Economics**, s:39, September 2005,pp.487-507.

- LJUNGQVIST, A.P. and WILHELM W. J., Jr. “IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?”, **Journal Financial Economics**, V:65, I:2, August 2002,pp.167-201.
- LJUNGQVIST, A.P., JENKINSON, T., And WILHELM, W.J., “Has the introduction of bookbuilding increased the efficiency of international IPOs?” **Working Paper, Stern School of Business, New York University**, 2000,pp.1-57.
- MENEMENCİOĞLU, Hakan ve TAŞ, Oktay. “İMKB’de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinde Düşük Fiyatlandırma”, **Marmara Üni. B. ve S. Ens. Geleneksel Finans Sempozyumu**, 2004,ss.391-403.
- MUSCARELLA, C.J. and VETSUYPENS, M.R. “A Simple Test Of Baron’s Model Of Underpricing”, **Thr Journal Of Financial Economics**, Vol:24, no:1,1989,pp.125-135.
- ÖZMEN, Tahsin. Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme, **SPK Yayınları**, Yayın No: 61, Ankara.
- ÖZMEN, Tahsin. Sermaye Artırımlarının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri, **Doç.Dr. Yaman Aşkoğluna Armağan, SPK Yayın No: 56**, 1997.
- PULAŞLI, Hasan. **İşletmeler Hukuku Temel Esaslar**, Karahan Kitabevi, Adana, 2004.
- RITTER, Jay R. “Initial Public Offerings”, **Contemporary Finance Digest** 2, pp.5-30.
- RITTER, Jay R “The Hot Issue’Market of 1980” **Journal of Business**, 57, 1984, pp:215-240.
- RITTER, Jay,R. “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings” , **Journal of Finance**, 46, 1991,pp.3-28.
- RITTER, J.R. and WELCH, I. “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, **Yale International Center For Finance, Yale ICF Working Paper**, No:02-01, February 8, 2002.

- RITTER, J.R. and WELCH, Ivo. "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations", **The Journal of Finance**, No:4 , Ağustos 2002,pp.1795-1828.
- RODOPLU, Gültekin. **Para ve Sermaye Piyasaları**, Tuğra Ofset, Isparta, 2002.
- ROCK, K. "Why Issues are Underpriced", **Journal of Financial Economics**, 15, 1986,pp.187-212.
- ROSS, Stephan A. "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", **Journal of Economic Theory**, 1976,pp.341-360.
- SABARWAL, Tarun, "Common Structures of Asset-Backed Securities and Their Risks", **Corporate Ownership and Control**, Volume 2, Issue 4, September 2006,pp.1-25.
- SAĞLAMER, Erdem. Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Dokuz Eylül Üniv. SBE, Ulus., İzmir, 2003,ss.5-77.
- SHAH, Ajay "The Indian IPO Market:Empirical Facts", **Finance**, 1995,pp.1-29.
- SANCAK, İbrahim E. "Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları", **Araştırma Raporu** (Yeterlilik Etüdü) 1999,ss.18.
- SEVİL, Güven. "Borsada Satış Yoluyla Özelleştirme ve İMKB Endeksini Etkileyen Etmenlerin Test Edilmesine Yönelik Bir Uygulama", Eskişehir, 1996,ss.79.
- SEYİDOĞLU, Halil. **Uluslararası Finans**, Güzem Can Yayınları, b.4, İstanbul, 2003.
- SHLEIFER, A. ve LAWRENCE H. "The Noise Trader Approach To Finance", **Journal of Economic Perspectives**, ,1990, c.4,pp.19-33.
- SILTON, Lawrence C. "Taking Cash Out Of The Closely-Held Corporation: Tax Opportunities, Strategies and Techniques", **IBP Plaza, Englewood Cliffs**, New Jersey,pp.296.

- SÖNMEZ, C. ve BERİK, A. Pay Senedi Getirileri ve Tahmini Enflasyon Arasındaki İlişki, **Doç.Dr. Yaman Aşıkoğluna Armağan, SPK Yayınları**, No:56, Ankara, 1997.
- SHARPE, Steven A., “Reexamining Stock Valuation and Inflation:The Implications of Analysts’ Earnings Forecasts, Forthcoming”, **The Review of Economics and Statistics**, July 2001,pp.4-5.
- SCHUSTER, J.A. “IPOs: Insights from Seven European Countries”, **Working paper, London School of Economics.**, 2003,pp.1-39.
- SULARGİL, Gönül. Halka İlk Kez Arz Edilen Pay Senetlerinin Kısa Dönemde Fiyat Performansları Üzerine Bir Çalışma, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Marmara Üniversitesi, SBE, 1998.
- SUMELİ, Sedat. Hisse Senedi Fiyatlandırma Yöntemleri ve Hisse Senedi Fiyatını etkileyen Faktörler (İMKB Üzerine Bir Uygulama), (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Marmara Üniversitesi, SBE, 1998.
- ŞENGÜL, Selami. **Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2002.
- THALER, Richard. “Mental Accounting And Consumer Choice”, **Marketing Science**, 1985,c.4,pp.183-206.
- TEKİN, Abdullah. Halka Açılma ve Türkiye’de Halka Açılmayı Etkileyen Etmenler, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 1988.
- TEZCANLI, M.V. “İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyon”, **İMKB Yayınları**, İstanbul, 1996,ss.40-124.
- TÜRÜDÜ, Engin. Ülkemizde İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2001.

TÜSİAD,

Gelişmekte Olan Ülkelerde Özelleştirme Uygulamaları Sempozyumu, Yayın No: T/93,ss.55.

YAZICI, Kuddusi

“Özelleştirmede Değerlendirme Yöntemleri ve Değerlendirme Kriterleri”, **Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı, Yıllık Programlar ve Konjktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Finansman Dairesi Başkanlığı**, Ağustos 1997,ss.25-30.

YILMAZ, C.

Sermaye Piyasalarında Vergilendirme, **SPK Yayın** No:23, b:2, Ankara 1996.

### **İNTERNET**

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

Erişim Tarihi: 22.11.2006.

[www.imkb.gov.tr/halkasunum/](http://www.imkb.gov.tr/halkasunum/)

Erişim Tarihi: 17.10.2006.

[www.sec.gov](http://www.sec.gov) (SEC Release 38067) Erişim Tarihi: 15.10.2006.

[www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int) ( 22 Aralık 2003 tarih, 2273/2003 Sayılı Komisyon Yönetmeliği) Erişim Tarihi: 25.11.2006.

[www.baskent.edu.tr/gurayk/finpazsirketdegerleme.ppt](http://www.baskent.edu.tr/gurayk/finpazsirketdegerleme.ppt) Erişim Tarihi: 01.12.2006.

[www.imkb.gov.tr/halka\\_sunum.htm](http://www.imkb.gov.tr/halka_sunum.htm)

[www.eurocapitalmarkets.org](http://www.eurocapitalmarkets.org)

Erişim Tarihi: 12.10.2006.

[www.finansbilim.com/ufs2006/makaleler/yatirimciduyarliligi](http://www.finansbilim.com/ufs2006/makaleler/yatirimciduyarliligi) Erişim Tarihi: 23.12.2006.

[www.spk.gov.tr/haberduyuru/basinaciklamaları/basinaciklaması\\_17122003.html](http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/basinaciklamaları/basinaciklaması_17122003.html). Erişim Tarihi: 23.02.2007.

### **KANUNLAR**

3794 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, b. 4., 22. madde, b. (g), (h).

Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname, R.G. Tarihi: 6 Ekim 1983, R.G. No: 18183.

İMKB Teşkilat Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği, Madde: 7, R.G. Tarihi: 19.02.1996, R.G. No: 22559.

SPK Tebliği, Seri: V, No: 46, R.G.Tarihi: 07.09.2000, R.G. N: 24163.

4046 Sayılı, Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun, R.G. No:22124,  
R.G.Tarihi: 27.11.1994.

SPK, Seri:IV, No:2, “Esas Sözleşmelerde 2499 Sayılı Kanuna Göre Yapılması  
Zorunlu Değişiklikler ve Bunlara İçin Gerekli Nisaplara İlişkin Esaslar”, tebliği, RG  
No:17750, RG Tarihi 10.07.1982, madde 1.

SPK “Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ” Seri:  
X, No:20, m.4.

15.11.1998 tarih ve 23524 sayılı Resmi Gazete’de Yayımlanan SPK Seri:I, No: 26 lu  
“Pay Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği,(Eğitim Yayınları) Sermaye  
Piyasası Mevzuatı, İlgili Mevzuat ve Etik Kurallar, Haziran, 2006, s. 14.

Seri: I, No: 31 sayılı Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliğinin 21 nci maddesi  
ile yürürlükten kaldırılmıştır.

SPK, Seri V, No:46, “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar”  
Tebliği, R.G. No: 24163, R.G. Tarihi: 07.09.2000., md.38.

2499 Sayılı SPK, Madde: 3/g, (**Ek: 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ile**)  
**Halka Açık Anonim Ortaklık:** R.G. Tarihi: 30.07.1981, R.G. No: 17416.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, madde 11/2 .  
2499 Sayılı SPK md.3/b.c, 29.04.1992 tarih 3794 Sayılı Kanun

**EK 1: Yıllara Göre Pay Senedi İlk Halka Sunulan İşletmelere İlişkin Veriler(1996-2006 Dönemi)**

1996 Yılı												
İŞLETME SAYISI	İŞLETME KODU	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ	HALKA SUNUM ORANI	HALKA SUNUM FİYATI	HALKA SUNUM SATIŞ YÖNTEMİ	1.GÜN KAPANIŞ	1.GÜN HAM GETİRİ	1.GÜN PİYASA GETİRİSİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. HAM GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. ANORMAL GETİRİ	STANDART SAPMA
1	UKIM	29.01.1996	15	7900	S.F.T.T	8000	0,013	-0,019	0,031	0,031	0,016	0,079
2	PRTAS	15.04.1996	40	5750	S.F.T.T	5600	-0,026	-0,028	0,002	0,021	0,020	0,077
3	ATEKS	02.05.1996	15	4900	S.F.T.T	5500	0,122	0,035	0,088	0,002	0,005	0,047
4	MDRNU	13.05.1996	15	7500	S.F.T.T	9200	0,227	0,007	0,220	0,012	0,013	0,079
5	KNFRT	10.06.1996	29	5300	S.F.T.T	6500	0,226	0,013	0,213	0,002	-0,003	0,057
6	CARSI	17.06.1996	15	23000	S.F.T.T	23000	0,000	0,004	-0,004	-0,001	-0,002	0,043
7	ADEL	17.06.1996	19	16750	S.F.T.T	20500	0,224	0,004	0,220	0,008	0,007	0,058
8	IHFİN	05.07.1996	15	4500	F.A.T.T.	5100	0,133	0,002	0,132	0,003	0,007	0,041
9	BRMEN	22.07.1996	5	4000	S.F.T.T	3800	-0,050	0,017	-0,067	-0,018	-0,015	0,036
10	YATAS	19.08.1996	16	26000	S.F.T.T	24500	-0,058	0,001	-0,059	-0,007	-0,011	0,044
11	TNSAS	16.09.1996	33	9500	S.F.T.T	11750	0,237	0,016	0,221	0,026	0,018	0,069
12	INMDY	23.09.1996	25	2700	S.F.T.T	2800	0,037	-0,004	0,041	0,011	0,002	0,066
13	IHEVA	07.10.1996	25	13000	S.F.T.T	13000	0,000	0,023	-0,023	0,029	0,027	0,042
14	AGIDA	28.10.1996	5	27500	S.F.T.T	34000	0,236	0,015	0,221	0,003	0,000	0,059
15	BISAS	28.10.1996	20	5200	S.F.T.T	5800	0,115	0,015	0,100	0,009	0,006	0,051
16	SASA	01.11.1996	7	7200	S.F.T.T	7400	0,028	0,007	0,021	0,002	-0,003	0,032
17	BRYAT	11.11.1996	30	5500	S.F.T.T	5400	-0,018	0,010	-0,028	0,001	-0,004	0,035
18	CELEBI	18.11.1996	15	21000	S.F.T.T	25750	0,226	0,008	0,219	0,021	0,019	0,083
						<b>ORT</b>	<b>0,093</b>	<b>0,007</b>	<b>0,087</b>	<b>0,009</b>	<b>0,006</b>	<b>0,055</b>

1997 Yılı												
İŞLETME SAYISI	İŞLETME KODU	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ	HALKA SUNUM ORANI	HALKA SUNUM FİYATI	HALKA SUNUMDA SATIŞ YÖNTEMİ	1.GÜN KAPANIŞ	1.GÜN HAM GETİRİ	1.GÜN PİYASA GETİRİSİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. HAM GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. ANORMAL GETİRİ	STAND ART SAPMA
1	GUMUS	04.02.1997	18	1600	S.F.T.T	1975	0,234	-0,013	0,247	0,005	0,073	0,005
2	CYTAS	03.03.1997	28	3300	S.F.T.T	4050	0,227	-0,056	0,283	0,028	0,110	0,028
3	BERDN	27.03.1997	19	12500	S.F.T.T	13250	0,060	-0,045	0,105	-0,012	0,043	-0,012
4	SKBNK	10.04.1997	15	3300	S.F.T.T	3650	0,106	-0,011	0,117	-0,002	0,057	-0,002
5	ASUZU	10.04.1997	15	57000	S.F.T.T	70000	0,228	-0,011	0,239	0,013	0,066	0,013
6	SEVGSH	17.04.1997	19	8950	S.F.T.T	9900	0,106	-0,043	0,149	0,014	0,069	0,014
7	MEGES	09.05.1997	20	6200	S.F.T.T	6100	-0,016	-0,011	-0,006	-0,003	0,054	-0,003
8	BYSAN	29.05.1997	35	11000	S.F.T.T	9500	-0,136	-0,023	-0,113	-0,018	0,037	-0,018
9	BYRBY	06.06.1997	35	7500	S.F.T.T	8000	0,067	-0,004	0,070	-0,008	0,045	-0,008
10	APEKS	03.07.1997	22	11000	S.F.T.T	11750	0,068	0,021	0,048	-0,001	0,065	-0,001
11	SAHOL	08.07.1997	10	5400	S.F.T.T	6200	0,148	-0,021	0,169	-0,003	0,048	-0,003
12	CEYLN	24.07.1997	20	15500	S.F.T.T	12750	-0,177	0,003	-0,181	-0,015	-0,016	0,053
13	DMSAS	24.07.1997	17	9000	S.F.T.T	8700	-0,033	0,003	-0,037	-0,006	-0,008	0,024
14	RAYSG	24.07.1997	15	5500	S.F.T.T	5500	0,000	0,003	-0,003	-0,009	-0,010	0,031
15	UZEL	05.08.1997	15	19500	S.F.T.T	20000	0,026	-0,016	0,042	0,001	0	0,023
16	KRSTL	19.08.1997	17	10000	S.F.T.T	8600	-0,140	-0,006	-0,134	-0,011	-0,021	0,043
17	KLMSN	21.08.1997	30	18000	S.F.T.T	20500	0,139	0,023	0,116	0,002	-0,007	0,040
18	UNTAR	29.08.1997	41	12000	S.F.T.T	13000	0,083	0,003	0,080	-0,006	-0,019	0,044
19	MZHLD	23.09.1997	20	1700	S.F.T.T	1850	0,088	0,005	0,084	0,037	0,020	0,077
20	PRKTE	24.10.1997	29	15500	S.F.T.T	15750	0,016	-0,009	0,025	-0,011	-0,001	0,074
21	MEMSA	30.10.1997	13	7000	S.F.T.T	5900	-0,157	-0,038	-0,119	-0,007	-0,011	0,060
22	TOPFN	30.10.1997	5	4000	S.F.T.T	4150	0,038	-0,038	0,075	0,010	0,006	0,066
23	ARAT	06.11.1997	34	19500	S.F.T.T	21500	0,103	-0,001	0,104	-0,011	-0,010	0,043
24	KIPA	20.11.1997	20	6200	S.F.T.T	5900	-0,048	0,018	-0,067	0,015	0,013	0,063
25	CMBTN	18.12.1997	25	4200	S.F.T.T	4500	0,071	0,017	0,055	-0,007	-0,014	0,047
26	TPFAC	18.12.1997	8	4250	S.F.T.T	3900	-0,082	0,017	-0,099	-0,018	-0,026	0,043
					.	<b>ORT</b>	<b>0,039</b>	<b>-0,009</b>	<b>0,029</b>	<b>-0,001</b>	<b>0,022</b>	<b>0,029</b>



1998 Yılı												
İŞLETME SAYISI	İŞLETME KODU	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ	HALKA SUNUM ORANI	HALKA SUNUM FİYATI	HALKA SUNUM SATIŞ YÖNTEMİ	1.GÜN KAPANIŞ	1.GÜN HAM GETİRİ	1.GÜN PİYASA GETİRİSİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. HAM GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. ANORMAL GETİRİ	STANDART SAPMA
1	EFES	19.02.1998	34	33750	S.F.T.T	36500	0,081	-0,063	0,145	0,011	0,005	0,045
2	VANET	12.03.1998	25	4500	S.F.T.T	5050	0,122	-0,008	0,130	0,015	0,007	0,080
3	VAKKO	03.04.1998	20	13750	S.F.T.T	15500	0,127	0,029	0,098	0,001	-0,010	0,043
4	PENGD	22.04.1998	23	14000	S.F.T.T	14000	0,000	0,023	-0,023	-0,006	-0,004	0,049
5	EMKEL	14.05.1998	18	8500	S.F.T.T	10400	0,224	-0,007	0,231	0,027	0,029	0,103
6	PASTA	14.05.1998	17	11500	S.F.T.T	11250	-0,022	-0,007	-0,015	-0,001	0	0,028
7	KRDMD	08.06.1998	5	3000	S.F.T.T	2950	-0,017	0,028	-0,044	0,025	0,021	0,104
8	BAKAB	18.06.1998	25	7000	B.S.***	8500	0,214	-0,020	0,234	0,002	-0,004	0,065
9	TPBNK	25.06.1998	5	2900	S.F.T.T	3550	0,224	0,019	0,205	0,009	0,005	0,062
10	IDAS	25.06.1998	20	13000	S.F.T.T	16000	0,231	0,019	0,212	0,019	0,015	0,062
11	SELGD	02.07.1998	30	3000	S.F.T.T	3650	0,217	0,041	0,176	0,043	0,042	0,077
12	ARSAN	02.07.1998	15	9200	S.F.T.T	8900	-0,033	0,041	-0,073	-0,008	-0,008	0,049
13	DYHOL	06.08.1998	15	3600	S.F.T.T	3600	0,000	-0,022	0,022	-0,028	-0,009	0,037
14	MTEKS	13.08.1998	20	8500	S.F.T.T	7700	-0,094	-0,068	-0,026	0,007	0,019	0,071
15	SERVE	20.08.1998	25	7000	S.F.T.T	7700	0,100	0,052	0,048	-0,012	0,015	0,041
16	ALFA	01.10.1998	16	1900	S.F.T.T	1800	-0,053	-0,003	-0,050	-0,006	-0,014	0,047
						<b>ORT</b>	<b>0,083</b>	<b>0,003</b>	<b>0,079</b>	<b>0,006</b>	<b>0,007</b>	<b>0,060</b>

1999 Yılı												
İŞLETME SAYISI	İŞLETME KODU	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ	HALKA SUNUM ORANI	HALKA SUNUM FİYATI	HALKA SUNUMDA SATIŞ YÖNTEMİ	1.GÜN KAPANIŞ	1.GÜN HAM GETİRİ	1.GÜN PİYASA GETİRİSİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. HAM GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. ANORMAL GETİRİ	STANDART SAPMA
1	GSDHO	11.11.1999	6	8000	S.F.T.T	8800	0,100	0,018	0,082	0,004	-0,008	0,035
2	GOLDS	28.12.1999	7	11000	S.F.T.T	13500	0,227	-0,034	0,262	0,045	0,041	0,113
						<b>ORT</b>	<b>0,164</b>	<b>-0,008</b>	<b>0,138</b>	<b>0,025</b>	<b>0,017</b>	<b>0,074</b>

2000 Yılı												
İŞLETME SAYISI	İŞLETME KODU	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ	HALKA SUNUM ORANI	HALKA SUNUM FİYATI	HALKA SUNUMDA SATIŞ YÖNTEMİ	1.GÜN KAPANIŞ	1.GÜN HAM GETİRİ	1.GÜN PİYASA GETİRİSİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. HAM GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. ANORMAL GETİRİ	STANDART SAPMA
1	AKSUE	04.01.2000	16	22000	S.F.T.T	26750	0,216	0,151	0,064	0,093	0,094	0,147
2	YAZIC	17.02.2000	18	53000	S.F.T.T	56000	0,057	-0,031	0,088	-0,009	-0,016	0,058
3	KARSN	21.02.2000	10	46000	S.F.T.T	51500	0,120	-0,052	0,171	0,035	0,025	0,067
4	NUHCM	24.02.2000	5	15000	S.F.T.T	15250	0,017	0,090	-0,073	0,017	0,014	0,048
5	SKPLC	24.02.2000	15	16000	S.F.T.T	16000	0,000	0,090	-0,090	-0,003	-0,007	0,040
6	ANHYT	24.02.2000	15	26000	S.F.T.T	31000	0,192	0,090	0,103	0,002	-0,002	0,032
7	TEBNK	28.02.2000	20	8400	S.F.T.T	9200	0,095	-0,019	0,115	-0,006	-0,008	0,046
8	LIOYS	02.03.2000	45	12500	S.F.T.T	12500	0,000	-0,015	0,015	-0,013	-0,014	0,034
9	ALKIM	02.03.2000	15	7200	S.F.T.T	8800	0,222	-0,015	0,237	0,013	0,012	0,069
10	ISGEN	28.03.2000	29	3500	S.F.T.T	4250	0,214	-0,016	0,231	0,033	0,031	0,081
11	DOBUR	28.03.2000	15	100000	S.F.T.T	105000	0,050	-0,016	0,066	0,015	0,012	0,048
12	EGHOL	30.03.2000	25	2300	S.F.T.T	2725	0,185	-0,075	0,259	0,012	0,004	0,079
13	ERSU	30.03.2000	17	9500	S.F.T.T	9100	-0,042	-0,075	0,033	0,057	0,049	0,064
14	SODA	20.04.2000	15	7200	S.F.T.T	8800	0,222	0,008	0,215	0,009	0,010	0,072
15	BSOKE	03.05.2000	25	4500	S.F.T.T	5450	0,211	-0,016	0,227	-0,002	0,004	0,059
16	LOGO	08.05.2000	15	29000	S.F.T.T	35500	0,224	-0,041	0,265	0,046	0,048	0,087
17	SEZGD	11.05.2000	20	17500	S.F.T.T	21250	0,214	0,007	0,208	-0,001	0,003	0,052
18	ZOREN	25.05.2000	20	17000	S.F.T.T	20750	0,221	0,032	0,188	0,017	0,021	0,081
19	ALYAG	25.05.2000	21	8500	S.F.T.T	8600	0,012	0,032	-0,020	-0,011	-0,007	0,033
20	SYBNK	01.06.2000	20	3100	S.F.T.T	3300	0,065	0,035	0,030	-0,006	0,001	0,025
21	DENTA	08.06.2000	20	3500	S.F.T.T	3350	-0,043	0,029	-0,072	-0,016	-0,009	0,029
22	ACIBD	15.06.2000	15	30000	S.F.T.T	25500	-0,150	-0,014	-0,136	0,008	0,013	0,054
23	IPMAT	30.06.2000	25	16500	B.S.	17750	0,076	-0,004	0,080	0,032	0,033	0,059
24	AKENR	07.07.2000	17	32500	S.F.T.T	30500	-0,062	0,014	-0,075	-0,00	-0,002	0,029

2000 Yılı'nın Devamı												
26	TCELL	11.07.2000	10	44000	S.F.T.T	46500	0,057	-0,054	0,111	0	0,002	0,034
27	ESCOM	20.07.2000	25	23500	S.F.T.T	23750	0,011	-0,024	0,034	0,004	0,004	0,052
28	MNDRS	27.07.2000	16	15000	S.F.T.T	14000	-0,067	0,001	-0,068	0,027	0,029	0,084
29	TEKTU	10.08.2000	25	28000	S.F.T.T	28500	0,018	0,003	0,015	0,039	0,042	0,093
30	FVORI	31.08.2000	23	2750	S.F.T.T	2950	0,073	-0,013	0,086	0,015	0,022	0,121
31	SANKO	05.10.2000	25	16000	S.F.T.T	16250	0,016	0,004	0,011	0,002	-0,009	0,024
32	LINK	26.10.2000	15	25500	S.F.T.T	31500	0,235	-0,001	0,236	-0,012	-0,004	0,083
33	EGFIN	26.10.2000	33	2600	S.F.T.T	2600	0,000	-0,001	0,001	-0,023	-0,015	0,051
34	ARENA	02.11.2000	15	31000	S.F.T.T	33500	0,081	0,031	0,050	-0,043	-0,019	0,033
35	ALKA	02.11.2000	20	3350	S.F.T.T	3500	0,045	0,031	0,014	-0,028	-0,005	0,032
						<b>ORT</b>	<b>0,082</b>	<b>0,006</b>	<b>0,056</b>	<b>0,009</b>	<b>0,010</b>	<b>0,058</b>

2002 Yılı												
İŞLETME SAYISI	İŞLETME KODU	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ	HALKA SUNUM ORANI	HALKA SUNUM FİYATI	HALKA SUNUMDA SATIŞ YÖNTEMİ	1.GÜN KAPANIŞ	1.GÜN HAM GETİRİ	1.GÜN PİYASA GETİRİSİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. HAM GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. ANORMAL GETİRİ	STANDART SAPMA
1	GSRAY	20.02.2002	16	87000	S.F.T.T	80000	-0,080	-0,037	-0,044	-0,014	-0,019	0,050
2	BJKAS	20.02.2002	15	57500	S.F.T.T	47000	-0,183	-0,037	-0,146	-0,034	-0,038	0,054
3	METUR	23.07.2002	20	10400	B.S.	11750	0,130	0,002	0,128	0,020	0,022	0,056
						<b>ORT</b>	<b>-0,044</b>	<b>-0,024</b>	<b>-0,020</b>	<b>-0,009</b>	<b>-0,012</b>	<b>0,053</b>

2003 Yılı												
İŞLETME SAYISI	İŞLETME KODU	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ	HALKA SUNUM ORANI	HALKA SUNUM FİYATI	HALKA SUNUMDA SATIŞ YÖNTEMİ	1.GÜN KAPANIŞ	1.GÜN HAM GETİRİ	1.GÜN PİYASA GETİRİSİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. HAM GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. ANORMAL GETİRİ	STANDART SAPMA
1	KOZAD	20.02.2003	45	7300	B.S.	8400	0,151	0,005	0,145	0,010	0,018	0,065
2	GEREL	14.05.2003	25	3100	B.S.	3350	0,081	-0,019	0,099	0,009	-0,006	0,049
						<b>ORT</b>	<b>0,116</b>	<b>-0,007</b>	<b>0,104</b>	<b>0,010</b>	<b>0,006</b>	<b>0,057</b>

2004 Yılı												
İŞLETME SAYISI	İŞLETME KODU	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ	HALKA SUNUM ORANI	HALKA SUNUM FİYATI	HALKA SUNUMDA SATIŞ YÖNTEMİ	1.GÜN KAPANIŞ	1.GÜN HAM GETİRİ	1.GÜN PİYASA GETİRİSİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. HAM GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. ANORMAL GETİRİ	STANDART SAPMA
1	FENER	20.02.2004	15	10500	S.F.T.T	12800	0,219	0,000	0,219	0,008	0,004	0,065
2	DESA	06.05.2004	30	2800	S.F.T.T	3125	0,116	-0,035	0,152	-0,005	-0,006	0,049
3	BURVA	17.05.2004	38	1850	S.F.T.T	1680	-0,092	-0,037	-0,055	-0,011	-0,015	0,026
4	TTRAK	11.06.2004	25	8000	S.F.T.T	7650	-0,044	-0,007	-0,037	-0,011	-0,013	0,020
5	DOAS	17.06.2004	35	6750	S.F.T.T	6450	-0,044	-0,012	-0,033	-0,007	-0,012	0,021
6	INDES	24.06.2004	15	4500	S.F.T.T	4475	-0,006	0,004	-0,010	-0,005	-0,009	0,023
7	SEKFK	23.07.2004	15	1400	S.F.T.T	1350	-0,036	0,015	-0,051	-0,011	-0,012	0,022
8	PKART	19.08.2004	29	3200	B.S.	3075	-0,039	-0,004	-0,035	0,016	0,012	0,057
9	DENİZ	01.10.2004	25	2875	F.A.T.T	3080	0,071	-0,011	0,082	0,001	-0,002	0,025
10	AFMAS	19.10.2004	35	14500	S.F.T.T	11900	-0,179	0,010	-0,189	-0,013	-0,014	0,053
						<b>ORT</b>	<b>-0,003</b>	<b>-0,008</b>	<b>0,001</b>	<b>-0,004</b>	<b>-0,007</b>	<b>0,036</b>

2005 Yılı												
İŞLETME SAYISI	İŞLETME KODU	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ	HALKA SUNUM ORANI	HALKA SUNUM FİYATI	HALKA SUNUMDA SATIŞ YÖNTEMİ	1.GÜN KAPANIŞ	1.GÜN HAM GETİRİ	1.GÜN PİYASA GETİRİSİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. HAM GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. ANORMAL GETİRİ	STANDART SAPMA
1	TSPOR	15.04.2005	25	5,25	S.F.T.T	5,15	-0,019	-0,028	0,009	-0,004	-0,006	0,034
2	BIMAS	15.07.2005	43	26,6	F.A.T.T	28,25	0,062	-0,008	0,070	0,004	0,004	0,021
3	ANELT	13.09.2005	41	3,74	B.S.	3,8	0,016	-0,005	0,021	0,005	0,003	0,028
4	VAKBN	18.11.2005	25	5,4	F.A.T.T	6,6	0,222	0,005	0,217	0,013	0,010	0,056
5	MRTGG	16.12.2005	25	3	S.F.T.T	3,56	0,187	0,002	0,184	0,026	0,018	0,068
						<b>ORT</b>	<b>0,094</b>	<b>-0,007</b>	<b>0,095</b>	<b>0,009</b>	<b>0,006</b>	0,041

2006 Yılı												
İŞLETME SAYISI	İŞLETME KODU	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ	HALKA SUNUM ORANI	HALKA SUNUM FİYATI	HALKA SUNUMDA SATIŞ YÖNTEMİ	1.GÜN KAPANIŞ	1.GÜN HAM GETİRİ	1.GÜN PİYASA GETİRİSİ	1. GÜN ANORMAL GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. HAM GETİRİ	KISA DÖNEM ORT. ANORMAL GETİRİ	STANDART SAPMA
1	REYSAS	10.02.2006	35	4	S.F.T.T	4,84	0,210	0,015	0,195	0,015	0,017	0,068
2	DGATE	10.02.2006	30	3,5	S.F.T.T	4,26	0,217	0,015	0,202	0,023	0,025	0,063
3	VESBE	21.04.2006	32	3,2	F.A.T.T	3,2	0,000	0,027	-0,027	-0,012	-0,005	0,019
4	SELEC	26.04.2006	20	5,35	F.A.T.T	6,5	0,215	-0,013	0,228	0,009	0,018	0,062
5	SILVR	23.06.2006	36.80	2,86	B.S.	2,64	-0,077	-0,032	-0,045	-0,014	-0,017	0,019
6	COLLA	12.05.2006	23.18	7,25	F.A.T.T	8,05	0,110	-0,040	0,150	0,003	0,012	0,043
7	MRBYO	08.12.2006	51	1	B.S.	0,99	-0,010	-0,013	0,003	0,005	0,009	0,031
8	KAREL	20.10.2006	30.96	4,36	S.F.T.T	4,28	-0,018	-0,005	-0,014	-0,043	-0,041	0,170
9	ARMDA	15.06.2006	30	3	S.F.T.T	2,8	-0,067	0,022	-0,089	-0,022	-0,025	0,036
						<b>ORT</b>	<b>0,065</b>	<b>-0,003</b>	<b>0,064</b>	<b>-0,004</b>	<b>-0,001</b>	<b>0,057</b>

**EK 2: İlk Kez Halka Sunulan Pay Senetlerinin Fiyat Performanslarını Etkileyen Etmenlere İlişkin Regresyon Sonuçları**

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	STANDART		Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= ,050, Probability-of-F-to-remove >= ,100).

a. Dependent Variable: ILKGÜNGE

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,379 <sup>a</sup>	,144	,137	,1056662	,144	20,796	1	124	,000

a. Predictors: (Constant), STANDART

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,232	1	,232	20,796	,000 <sup>a</sup>
	Residual	1,385	124	,011		
	Total	1,617	125			

a. Predictors: (Constant), STANDART

b. Dependent Variable: ILKGÜNGE

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2,77E-02	,023		-1,226	,222
	STANDART	1,717	,377	,379	4,560	,000

a. Dependent Variable: ILKGÜNGE



**Excluded Variables<sup>b</sup>**

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics	
					Tolerance	
1	HASILAT	,033 <sup>a</sup>	,391	,696	,035	,976
	YAŞ	,062 <sup>a</sup>	,750	,455	,067	,999
	ORAN	-,031 <sup>a</sup>	-,371	,711	-,033	,989
	PIYGET	,152 <sup>a</sup>	1,843	,068	,164	1,000
	DOVKUR	-,063 <sup>a</sup>	-,753	,453	-,068	,978
	AKBÜY	,050 <sup>a</sup>	,605	,546	,054	,996

a. Predictors in the Model: (Constant), STANDART

b. Dependent Variable: ILKGÜNGE

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
HASILAT	6,79947	,968528	126
YAŞ	17,06	14,598	126
ORAN	21,6402	9,40604	126
PIYGET	-,00074	,031816	126
DOVKUR	,583567	,5089386	126
STANDART	,054603	,0250989	126
AKBÜY	7,09857	,999111	126
ILKGÜNGE	,066032	,1137260	126

## **ÖZGEÇMİŞ**

Nimet ÇAKIR

### **EĞİTİM:**

2007 :Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim  
Dalı Muhasebe Finansman Programı

2000 : Anadolu Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü

### **MESLEKİ DENEYİM:**

2002 - : Kocaeli Üniversitesi Gebze Meslek Yüksekokulu- Borsa Finans  
Prog. Öğretim Görevlisi

2001-2002 : Yeni Çeltek Kömür İşletmeleri – Satın Alma

1996-2000 : Demirbank T:A.Ş.- Yatırım Ürünleri Müdür yardımcısı

### **BİLİMSEL ÇALIŞMALAR**

#### **Uluslararası Bilimsel Toplantılarda Sunulan ve Bildiri Kitabında Yayımlanan**

**Bildiriler:** Türk Dünyasının Ekonomik, Sosyal, Hukuksal Sorunları ve Çözüm Önerileri, Uluslararası Seminer, 2004, Kırgızistan (Yrd. Doç. Dr. Elif Yüksel Oktay ile birlikte)

**Proje:**Kocaeli Üniversitesi Öğrencilerinin Sosyo Ekonomik Profili, KOÜ Bilimsel Araştırma Projeleri Birimi, 2004, Yrd. Doç. Dr. Muharrem Es, Yrd. Doç. Dr. Elif Yüksel Oktay, Öğr. Gör. Aysen Ş. Kandemir ile birlikte

### **KİŞİSEL BİLGİLER:**

1972 Siirt Doğumlu