



**SERMAYE PİYASASI KURULU
DENETLEME DAİRESİ**

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE
KULLANILAN YÖNTEMLER, HALKA ARZ SONRASI
HİSSE SENEDİ PERFORMANSI**

YETERLİK ETÜDÜ

**Ozan SAVAŞKAN
Uzman Yardımcısı**

**Kasım-2005
İstanbul**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Halka ilk defa arz olan hisse senetlerine yatırım yapanlar, hisse senedi fiyatının ilk işlem günüyle beraber yükseleceği beklentisiyle, ihracı yapan şirketin hisselerini satın alırlar. Literatürde, konuyla ilgili yapılan çalışmalar piyasadaki oyuncuların bu beklentisinin çok da yanlış olmadığını göstermektedir. Bu çalışmalarda birincil halka arzlarda başlangıç getirilerinin büyük oranda pozitif olduğu ortaya konulmuştur. Bu çerçevede düşük fiyatlandırma olgusu ortaya çıkmış ve hisse senetlerinin yatırım bankaları tarafından düşük değerlendirilme nedenlerine dair hipotezler ortaya atılmıştır. Şirketin değerinin başlangıçta bilinçli olarak düşük belirlendiğine işaret eden bu çalışmalar da göstermektedir ki, ilk halka arzlarda yatırım yapanların başlangıçta yüksek getiri elde etmeleri beklenmektedir. Bu nedenle ilk halka arzlarda hisse senetlerine yoğun talep olmaktadır.

Birincil halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin uzun dönem performansı ile ilgili olarak tam bir uzlaşmaya varılamamış olmasına rağmen, yapılan çalışmaların büyük bir kısmı, bu dönem getirisinin pozitif olmadığını, endeks getirisi arındırıldığında negatif getiri sağladığını göstermiştir.

Bunun dışında bazı dönemlerde yapılan halka arzlarda, diğer dönemlere göre daha fazla başarı sağlandığı görülmüş ve bu dönemler literatürde “Hot Issue Markets” olarak adlandırılmıştır.

Bu noktalardan hareketle, birincil halka arz piyasasında iki değişik bakış açısı aracılığıyla, anormal getirilerin açıklanmasına çalışılmıştır. Bunlardan birincisi, uzun dönemli getirilerin incelenmesinden sonra piyasanın irrasyonel olduğu, bu nedenle düşük fiyatlandırmanın yatırımcının iyimserlik üstü yaklaşımı, sürü etkisi ve spekülasyon balonları sonucu oluştuğudur. İkinci bakış açısı ise düşük fiyatlandırmanın ilk halka arz piyasasındaki rasyonel tarafların hareketleri sonucunda oluşan dengeden meydana gelmiştir.

Ülkemize bakıldığında ise 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan finansal krizlerden sonra halka arz sayısında büyük bir düşüş yaşanmış, 2001-2003 döneminde yalnızca 7 adet birincil halka arz gerçekleşmiştir. 2004-2005 döneminde ilk ihraçlar yeniden hızlanmaya yüz tutsa da piyasalarda halka arz edilen hisse senetlerinin başarısız performans sergilediği görüşü hakim olmaya başlamıştır. Bu dönemde bir tanesi İMKB 2. Ulusal Pazar’da işlem görmek üzere toplam 20 adet birincil halka arz gerçekleşmiştir.

Hem başlangıç, hem de uzun dönem getirilerinin çıkış noktası hisse senedinin belirlenen halka arz fiyatıdır. Bu nedenle bu çalışmada öncelikle hisse senedinin değerinin belirlenmesinde kullanılacak yöntemler açıklanmıştır. Tüm bu yöntemler içerisinde en çok kullanılan yöntemler daha ayrıntılı açıklanmaya çalışılmış ve yeni bir kavram olarak karşımıza çıkan EVA yöntemi de, özellikle indirgenmiş nakit akımları yöntemine alternatif olarak anlatılmıştır.

Birincil halka arzlarda hisse senedinin değerini, özel durum dışında, şirketin varlık büyüklüğü, şirketin yaşı, toplam halka arz tutarı, piyasa getirisi, halka arz oranı, standart sapma ve halka arz yöntemi gibi değişkenlerin de etkileyebileceği belirlenmiştir.

Bu şekilde teorik kısım anlatıldıktan ve yurt dışında yapılan çalışmalarda ulaşılan sonuçlar ortaya konulduktan sonra, çalışmamızın devamında ülkemizde 2004-2005 yıllarında, İMKB Ulusal Pazar’da işlem görmek üzere, yapılan halka arzlarda

ihraç olan hisse senetlerinin performansı incelenmiştir. Bu dönemde yapılan halka arzlarda hisse senetleri ortalama olarak, ilk gün ve ilk hafta sonunda pozitif, ilk ay sonunda ise negatif getiri sağlamıştır. Bununla birlikte yapılan 19 halka arzdan 9 tanesinin ilk gün getirisini negatif olduğu görülmüştür. İlk hafta sonunda 10, ilk ay sonunda ise 12 hisse senedi yatırımcılarına kaybettirmiştir. Getiri hesabının yapıldığı gün itibariyle bir hisse senedinin halka arzı üzerinden 2 gün geçmiş olması nedeniyle ilk hafta ve ilk ay getirileri, bir diğerinin halka arzı üzerinden de 17 gün geçmiş olması nedeniyle ilk ay getirisi hesaplanamamıştır. İlk defa halka arz olan hisse senetlerinin yarısı daha ilk günden değer kaybetmiştir. Ayrıca ortalama başlangıç getirisi ülkemizde daha önce yapılan halka arzlardaki başlangıç getirileriyle kıyaslandığında daha düşük kalmaktadır. Uzun dönemde ise endekse göre düzeltilmiş getiri ortalama %-53.14(CAR %-40,83) olmuştur.

Bu sonuçlar ışığında oluşan genel kanı 2004 ve 2005 yıllarında yapılan halka arzların düşük performans gösterdiği'dir. Bu durum, akla ilk olarak fiyatın olması gerekenden daha yüksek belirlendiği şüphesini getirmektedir. Özellikle daha halka arzın ilk günlerinden itibaren sergilenen başarısız performanslar, hisse senedi bazında görülebildiği gibi, halka arzların geneline de mal edilebilmekte ve yatırımcılarda güven kaybına neden olmaktadır.

2004-2005 döneminde yapılan birincil halka arzlarda hisse değerinin belirlenmesinde en sık kullanılan yöntemin INA olduğu, hatta yatırım ortaklıkları dışarıda bırakıldığında bir tanesi hariç tümünde INA yönteminin ya tek başına ya da diğer yöntemlerle beraber kullanıldığı görülmüştür.

Dikkat çeken bir sonuç, halka açılan şirketin piyasa değeri belirlendikten ve halka arz fiyatına ulaşıldıktan sonra, fiyatın üzerinden yapılan halka arz iskontosu oranıdır. Söz konusu 20 halka arzdan 8 tanesinde hiç iskonto yapılmamıştır. Geriye kalan 12 halka arzın iskonto oranı ortalaması ise %18,2'dir. Özellikle varsayımları oldukça çok olan INA yönteminin yoğunca kullanıldığı bir durum için halka arz iskonto oranlarının oldukça düşük olduğu görülmektedir.

Yatırım ortaklıkları dışarıda bırakıldığında toplam 13 şirketin halka arz oranı ortalaması yalnızca %27,8 çıkmaktadır. Ancak şirket değerlemesi yapılırken şirketin değeri, şirketin %100'ü için yapılmakta olup, belirlenen fiyat şirketin yönetim kontrolünün küçük yatırımcıya devrini de içermektedir. Etkin piyasalar yaklaşımı altında piyasada oluşan fiyatı en doğru fiyat olarak kabul ettiğimize göre, Tüpraş ve Erdemir özelleştirmelerinde görüldüğü üzere, yönetim kontrolünün devri yapıldığı zaman, hisseler piyasa fiyatının yaklaşık iki katına satılmıştır. Halka arz oranlarının yükseltilmesi teşvik edilmeli ve bu yönde çalışmalar yapılmalıdır.

İlk halka arzlardan sonra belirli bir süre piyasa yapıcılığı sisteminin sürekli hale getirilmesi, özellikle fazla tahsis hakkı yönteminin uygulanması yerinde olacaktır.

Bazı şirketlerin değerlendirilmesinde sadece indirgenmiş nakit akımları yönteminin kullanıldığı göz önüne alınarak diğer yöntemlerden özellikle piyasa ile ilişkili, önceden önerilecek bir yöntemin hisse değerinin belirlenmesinde kullanılması uygulamada istikrar ve teklik açısından yerinde olabilir.

Bunlara ek olarak, kullanılan değerlendirme yöntemlerin izahnamelerde daha detaylı olarak yatırımcılara aktarılmasının, özellikle indirgenmiş nakit akımları kullanıldığı zaman yapılan varsayımların gerekçelerinin daha açık belirtilmesinin yatırımcılar için faydalı olacağı düşünülmektedir.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	İİ
KISALTMALAR CETVELİ:	V
TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ	VI
1. GİRİŞ	1
2. HİSSE SENEDİ DEĞERİNİ BELİRLEME YÖNTEMLERİ	2
2.1. Fiyat/Kazanç oranı	2
2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	3
2.3. Kar Payı Modeli.....	6
2.4. Çarpanlar Yöntemleri.....	7
2.4.1 <i>Gelir Çarpanları (Revenue Multiples)</i>	8
2.4.2 <i>Kara İlişkin Çarpanlar</i>	8
2.4.3 <i>Sektör Çarpanları Yöntemi (Sector-Specific Multiples)</i>	8
2.5. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı(Price/Book Value ratio).....	9
2.6. Yeniden Kurma Maliyeti(Cost of Reproduction).....	10
2.7. Yerine Koyma Maliyeti(Replacement Cost).....	11
2.8. Tasfiye Değeri(Net Realizable Value, Liquidation value, Residual Value).....	11
2.9. Ekonomik Katma Değer Yöntemi(Economic Value Added-EVA)	12
3. BİRİNCİL HALKA ARZLARDA HİSSE SENETLERİNİN FİYAT PERFORMANSI ...	14
3.1. Düşük Fiyatlandırma(Underpricing) ve Hot Issue Markets	14
3.1.1. Düşük Fiyatlandırma(Underpricing)	14
3.1.2. Hot Issue Markets	15
3.2. Yurt Dışında Halka Arzlardaki Fiyat Performansları ile ilgili yapılan Çalışmalar	16
3.3. Türkiye'deki Halka Arzlardaki Fiyat Performansları ile ilgili yapılan Çalışmalar	20
3.4. 2004 ve 2005 Yıllarında Ülkemizde Yapılan Halka Arzlar ve Hisse Senedi Performansları	22
4. DEĞERLENDİRME	30
5. SONUÇ	34
KAYNAKÇA	VII

KISALTMALAR CETVELİ:

F/K(EPS)	:	Fiyat/Kazanç Oranı(Earnings per Share)
WACC	:	Weighted Average Cost of Capital
CAPM	:	Capital Asset Pricing Model
FCFE	:	Free Cash Flow to Equity
FCFF	:	Free Cash Flow to the Firm
DPS	:	Expected Dividens per Share
AÖEFK	:	Amortisman Öncesi Esas Faaliyet Karı
FVAÖK	:	Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar
PD/DD	:	Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı
EVA	:	Economic Value Added
MVA	:	Market Value Added
NPV	:	Net Present Value
AR	:	Average Return
CAR	:	Cumulative Abnormal Return
BHAR	:	Buy and Hold Average Return
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SPKn.	:	Sermaye Piyasası Kanunu
SPKr.	:	Sermaye Piyasası Kurulu
İNA	:	İndirgenmiş Nakit Akımları
Vb.	:	Ve Benzerleri

TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ

- Tablo 1 :** Birincil Halka Arzlarda Uzun Dönem Performansa İlişkin Çalışmalar
Tablo 2 : Birincil Halka Arzlarda Başlangıç Performansa İlişkin Çalışmalar
Tablo 3 : 2004-2005 Döneminde Gerçekleşen Halka Arzlar
Tablo 4 : 2004 Yılından Bugüne (07 Ekim) Birincil Halka Arzların Performansı
Tablo 5 : 2004 Yılından Bugüne (07 Ekim) Birincil Halka Arzların Performansı(Anormal Getiri)
Tablo 6 : 2004-2005 Birincil Halka Arzların Uzun Dönem Performansı
Tablo 7 : 2004-2005 Birincil Halka Arzların Uzun Dönem Performansı(Kümülatif Getiri-Cumulative Return)
Tablo 8 : 2004-2005 Halka Arzlarda Halka Açıklık Oranları, Halka Arz Yöntemleri, Satış Yöntemleri, Aracılık Yüklenim Çeşitleri
Tablo 9: 2004-2005 Halka Arzlarda Halka Arz Yöntemleri ve Aracılık Yüklenim Çeşitlerine göre Performans

1. GİRİŞ

Halka açık şirketlerin hisse senetlerinin alınıp satıldığı piyasaların güven içinde çalışması bu piyasanın devamlılığı ve istikrarı açısından oldukça önemlidir. Tasarruflarını bu piyasada değerlendiren yatırımcıların beklentisi, şirketlerden aldıkları kar payı ve senetlerin 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 başarının ilk ayağı tahmin edilebileceği gibi, ilk halka arzlarda sağlanacak başarıya bağlıdır. Şirketlerin sermaye sağladığı yer birincil halka arzlardır. Özellikle sınırların kalktığı ve sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştiği, uluslararası yatırımların ülkeler için büyük önem arz ettiği günümüzde, ilk halka arzlarda fiyat ne kadar doğru tespit edilebilirse, hisse senedinin ikincil piyasadaki başarısı da o kadar yüksek ve istikrarlı olacaktır. Kısacası piyasalardaki güvenin ve hisse performansının ilk ayağını birincil halka arzlar, halka arzların da en önemli kısmını hisse senedinin değerlendirme aşaması oluşturmaktadır.

Uluslararası çalışmalar dünyadaki ilk halka arzlarda hisse senedinin fiyatının büyük oranda düşük belirlendiğini ortaya koymuştur. Ülkemizde yapılan sınırlı sayıdaki çalışmada da bu durum ortaya çıkmıştır. Ancak 2000 ve 2001 yılındaki finansal krizlerden sonra, ülkemizde birincil halka arz sayısında büyük bir düşüş yaşanmış, 2004 ve 2005 yıllarında tekrar bir artış olmakla birlikte, bu defa da halka arzların başarısız olduğu yönünde bir görüş piyasada hakim olmaya başlamıştır. Bu nedenle bu çalışmada son iki yıldaki birincil halka arzlarda oluşan hisse senedi performansının hisse senedi değerlendirme yöntemleri ile birlikte değerlendirilmesi amaçlanmaktadır.

Bu çerçevede birinci bölümde, ilk halka arzlarda şirketlerin ve hisse senedinin değerinin belirlenmesinde kullanılan yöntemler teorik bazda ele alınacak ve literatürde önemli yer arz eden düşük fiyatlandırma olgusuna ve düşük fiyatlandırmaya neden olan sebeplere değinilecektir.

İkinci bölümde ise yurt dışında ilk ihraçlarla ilgili yapılan çalışmalar üzerinde kısaca durulacak, ülkemizde 2004 ve 2005 yıllarında yapılan halka arzların kısa ve uzun dönem performansları belirlenecektir.

Üçüncü bölüm, ilk halka arzlarda fiyatın doğru belirlenememesine neden olabilecek etmenlerin en önemlilerini, ülkemizde 2004 ve 2005 yıllarında yapılan halka arzlarda gerçekleşen performansın üzerine, değerlendirme yöntemleri, halka arz oranları gibi değişkenlerin performans ile ilişkisi üzerine değerlendirmeleri içermektedir. Bu çalışmada detaylı bir şekilde ele alınamayacak kadar geniş bir konu olan hisse senedinin değerinin doğru belirlenememesine neden olan faktörlerden sadece en çok rastlananlarına değinilmiştir.

Her bölümde elde edilen sonuçlar ve yorumlar ayrıntılı olarak açıklanacağından, sonuç bölümü çalışmanın tümü hakkında detaylı olmayan bir özeti içermektedir.

2. Hisse Senedi Değerini Belirleme Yöntemleri

2.1. Fiyat/Kazanç oranı

Fiyat/Kazanç oranı, Damadoran tarafından, çok kullanılmakla beraber genelde kötü kullanılan değerleme yöntemi olarak tanımlanmıştır(Damadoran s468). Kullanımının basit olması özellikle ilk halka arz fiyatlamasında söz konusu yonteme olan talebi artırırken, değerlenen firmanın finansal temelleri genelde ihmal edildiği için uygulamada belirgin hatalarla karşılaşılabilmektedir.

Etkin piyasa koşullarında bir şirketin ilk defa hisse senedi ihracında sektörün fiyat/kazanç oranından faydalanılmaktadır. Fiyat/kazanç oranı işletmenin her 1 YTL vergi öncesi hisse başına karına karşılık, yatırımcıların kaç YTL ödemeye razı olduklarını göstermektedir. Genel olarak, işletmenin piyasa değeri ile toplam kazancın karşılaştırıldığı söylenebilir(KOÇ s.92).

Fiyat/Kazanç oranı hissenin piyasada oluşan fiyatının şirketin hisse başına kazancına bölünmesiyle elde edilir.

$F/K \text{ oranı}(P/E \text{ ratio}) = \text{Hisse senedi fiyatı}(P) / \text{Hisse başına kazanç}(EPS)$

F/K oranı, payın hisse başına özsermaye ve paydanın hisse başına kazanç olması nedeniyle sermaye başına kazanç ölçüsüdür (Damadoran s468).

Analistlerin söz konusu oranın kullanma nedenleri (Stowe, Robinson, Pinto, Mcleavey s183),

- Paydada yer alan hisse başına kazancın finansal marketlerde çok önemli bir kriter olması,
- F/K oranının geniş bir oranda kullanılması ve hisse senetleri arasında karşılaştırma yapmaya uygun olması,
- F/K oranları arasındaki farkların uzun dönem getiriler arasındaki farklara bağlı olması

olarak belirtilebilir.

Piyasa Değeri(Market Value)=Hisse fiyatı(P)*Mevcut hisse senedi sayısı olduğuna göre

$F/K = \text{Piyasa Kapitalizasyonu} / \text{Toplam Kazanç}$ olarak da ifade edilebilir(KOÇ s92).

Bu yöntemde, halka açılması planlanan bir şirketin değeri, aynı sektörde bulunan ve borsada işlem gören, halka açılması planlanan şirkete benzer mali yapıları, sermaye yapısı üretim kapasiteleri, üretim düzeyleri, amortisman yöntemleri vb. olan firmalar örnek alınarak bulunmalıdır. Burada önemli nokta şirketlerin “karşılaştırılabilir” olmasıdır.

F/K oranı yönteminde, öncelikle ortaklığa ilişkin hisse başına kazanç(EPS) tahmin edilir. Bulunan sonuç karşılaştırılabilir firma veya firmaların F/K oranı ile çarpılarak şirketin hisse değeri elde edilir.

Uygulamada, “karşılaştırılabilir” firmalardan bir grup oluşturularak, bu grubun ortalama F/K oranı hesaplanmakta ve değerleme yapılan firma ile karşılaştırılan firmalara arasındaki farklılıklar sübjektif olarak düzeltilmektedir. Bununla birlikte “karşılaştırılabilir” firma temelinde sübjektif bir şeydir. Karşılaştırılabilir firmalardan uygun bir grup oluşturulsa ve sübjektif düzeltmeler yapılsa dahi, değerlemesi yapılan firma ile diğerleri arasındaki farklar devam edecektir (YAŞAR 1997 SPK s6).

Regresyon modeli kullanarak F/K oranı bulmak da diğer bir uygulama olarak karşımıza çıkmıştır. Bu modelde, bağımlı değişken olarak F/K oranı, bağımsız değişken olarak denklemin sol tarafında şirketin elde ettiği kazancın temettü olarak ödenme yüzdesini gösteren ödeme oranı(payout ratio), risk ve şirketin kazancında beklenen büyüme oranı yer almaktadır. Sektördeki şirketlerden elde edilen veriler sonucu elde edilen bu model sayesinde, halka arz edilecek firmanın hisse değeri tahmin edilebilecektir.

Bu formül bütün firmalara hatta temettü dağıtmayanlara uygulanabilecek bir formüldür. Temettü oranı yerine, özsermayeye serbest nakit akımlarının kazanç oranı (FCFE to earnings) kullanılabilir (Damadoran s472).

Bu yöntemde de bağımsız değişkenlerin birbiriyle ilişkili olabilmesi(yüksek büyümeye sahip firmaların yüksek riske sahip olması) ihtimali, F/K oranları ile finansal değişkenler arasındaki ilişkinin durağan olmaması, yıldan yıla değişmesi gibi nedenlerle kurulan model güvenilir olmayabilir(YAŞAR s7).

Bazı durumlarda, özellikle kullanılan bir değerlendirme yöntemine ek olarak ve bir fikir vermesi amacıyla F/K oranı kullanıldığında, tüm sektörün ve hatta tüm piyasanın F/K oranlarının kullanıldığını görmek de mümkündür.

Ülkeler arasında F/K oranları karşılaştırılması aşırı veya az değerlendirilmiş piyasaların bulunması amacıyla yapılmaktadır. 2000 yılına göre, gelişmekte olan piyasalarda Arjantin'in 14, Brezilya'nın 21, Malezya'nın 14 ve Türkiye'nin 12'dir. Türkiye'nin F/K oranının bu kadar düşük çıkması 2000 yılında faiz oranlarının yüksek olması dolayısıyla da ülke riskinin yüksek olmasından kaynaklanmaktadır(Damadoran s479).

2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin temelinde şimdiki değer yaklaşımı yer almaktadır. Bu yaklaşıma göre herhangi bir varlığın değeri, varlığın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının riskine göre bugüne indirgenmesi sonucu elde edilir. Söz konusu yaklaşımın şirketin değerlemesinde kullanılması sırasında, şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, bugünkü değerine indirgenmesi sonucunda şirketin gerçek değerine ulaşılmaktadır.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} E(FCFF)/(1+r)^t$$

V_0 : Firmanın değeri

$E(FCFF)$: Şirkete beklenen nakit akımları(Free Cash Flow to the Firm)

r : iskonto oranı(gelecekte beklenen nakit akımlarının riski, WACC)

t : Zaman

Şirketin değerinin hisse sayısına bölünmesi sonucunda da bir hissenin fiyatına ulaşılmaktadır.

İskonto edilmiş nakit analizi 3 aşamadan oluşmaktadır(KOÇ s95):

I. İskonto oranının belirlenmesi: İndirgenmiş nakit akımları yönteminde iskonto oranının belirlenmesi oldukça önemlidir. Söz konusu oran belirlenirken ilgili sektörün özellikleri, rakip firmaların sermaye maliyeti gibi özelliklerden

yararlanılmaktadır. Bu yöntemde genelde sermaye maliyeti kullanılmakta olup en yaygın olarak da ağırlıklandırılmış sermaye maliyeti(WACC) kullanılmaktadır.

II. Gelecekteki nakit akışlarının tahmini: Bir işletmenin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarını tahmin etmek zor olup, şirketin gelecekteki nakit akımları tahmin edilirken, cari yılın nakit akışı yanında geçmiş yıllardaki nakit akımları da incelenmektedir. Nakit akışları tahmin edilirken ilgili kalemlerin gerekli düzeltmelerden sonra geleceğe projekte edilmesi gerekmektedir.

III. Nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplanması: Tahmin edilen nakit akışları, belirlenen iskonto oranına göre bugünkü değerine indirgenmektedir.

Diğer taraftan, doğrudan özsermayenin değerinin bulunması şeklinde bir hissenin değerine ulaşılabilir. Bu yöntemde özsermayeye nakit akımlarının(FCFE) kullanılması benimsenmiştir. FCFE, bütün diğer yükümlülükler karşılandıktan sonra sermaye sahiplerine kalan nakit akımlarıdır. Iskonto oranının da sadece özsermaye maliyeti olarak alınması sonucunda aşağıda yer alan formül ile özsermaye değerine, değer de hisse sayısına bölünmesiyle bir hisse fiyatına ulaşılabilir (Stowe, Robinson, Pinto, Mcleavey s117).

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} E(FCFE)/(1+r)^t$$

V_0 : Özsermaye Değeri(Equity Value)

$E(FCFE)$: Özsermayeye beklenen nakit akımları(Free Cash Flow to the Equity)

r: iskonto oranı(gelecekte beklenen nakit akımlarının riski, required rate of return)

t: Zaman

Nakit akımları;

$FCFF = \text{Net kar} + \text{Nakit dışı giderler(Amortisman vs.)} + \text{Ödenen faiz (1-vergi oranı)} - \text{Sabit kıymet yatırımı} - \text{Net işletme sermayesi yatırımı}^1$

$FCFE = FCFF - \text{Ödenen faiz (1-vergi oranı)} + \text{net borçlanma}^2$
olarak hesaplanmaktadır.

Nakit akımları belirlenirken tahminlerde ve projeksiyonlarda pazar, ürün, fiyat, rekabet, yönetim, ekonomi, faiz oranları ve benzeri birçok konu dikkatlice irdelenip, doğru varsayımlarda bulunulması gerekir.

Gelecekteki nakit akımlarının tahmini ancak belli bir dönemin sonuna kadar olabileceği için, nakit akımlarının belirli bir yıldan sonra sabit kabul edilmesi ya da şirketin son yıllarındaki ortalama büyümesi dikkate alınarak değerlendirilmesi gerekmektedir. M.J. Gordon tarafından geliştirilen büyüme modeli bu sebeple yaygınca kullanılmaktadır.

Bu modele göre:

$$V_0 = FCFE_1 / (r_e - g_n)$$

V_0 =Hissenin bugünkü değeri

¹ $FCFF = \text{Net income} + \text{Net noncash charges} + \text{Interest}(1 - \text{tax rate}) - \text{Investment in fixed capital} - \text{Investment in working capital}$

² $FCFE = FCFF - \text{Interest}(1 - \text{tax rate}) + \text{net borrowing}$

r_e = özsermayenin maliyeti

g_n = nakit akımlarının sürekli büyüme oranı

bir yıl sonraki nakit akımına göre hissenin değerine ulaşılmaktadır.

Burada kullanılan büyüme oranı şirketin içinde bulunduğu ekonomiye göre makul bir oran olmalıdır. Genel kural olarak, söz konusu büyüme oranı ekonominin büyüme hızından fazla olamaz. Ayrıca şirketin yatırımları amortismanla oranla fazla büyük olmaması ve şirketin ortalama riskli bir şirket olması model varsayımlarındandır (Damadoran s359).

Söz konusu modelin 2 veya daha fazla aşamalı olarak geliştirilerek bir şirketin büyüme, duraklama ve küçülme dönemleri veya mevsimsellik etkilerinin de modele katılması mümkündür. İki aşamalı olarak geliştirilen modelde bir dönem hızlı büyüyen firma değerinin belirli bir yıldan sonra sabit büyüyeceğinin varsayılması söz konusudur.

V_0 =Nakit akımlarının bugünkü değeri(PV of FCFE)+Bitiş Değeri(Terminal Value)

$$= \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+r_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{1+r_{e,st}}^n$$

V_0 : Firmanın değeri

FCFF: Şirkete beklenen nakit akımları(Free Cash Flow to the Firm)

P_n = Hızlı Büyüme periyodunun sonundaki fiyat

r_e = Hızlı büyüme(hg) ve sabit büyüme (st) döneminde özsermaye maliyeti

t: Zaman

İskonto oranının hesaplanmasında ise; sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli(CAPM) modeli kullanılarak özsermayeye nakit akımlarının iskonto oranı, buna da borcun maliyeti eklenerek ağırlıklandırılmış sermaye maliyeti(WACC), dolayısıyla şirkete nakit akımlarının iskonto oranı bulunmaktadır.

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

r_e = pay senedinden istenen getiri, özsermayenin maliyeti

r_f = risksiz getiri(risksiz faiz oranı, devlet tahvili faiz oranı)

β =hisse senedinin risk indeksini

r_m =hisse senedi piyasasında beklenen getiri(piyasa portföyü)

$$WACC = (MV_d / MV_d + MV_e) * r_d(1-vergi oranı) + r_e * (MV_e / MV_d + MV_e)$$

WACC= Ağırlıklandırılmış sermaye maliyeti

MV_d = Şirketin borcunun piyasa değeri

MV_e = Şirketin özsermayesinin piyasa değeri

r_d = Şirketin borcunun maliyeti

r_e = pay senedinden istenen getiri, özsermayenin maliyeti

Ancak uygulamada değerlendirme yapılan şirketin mevcut ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti iskonto oranı olarak belirlenmekle birlikte, yeni projelerin mevcut işlere göre daha yüksek bir oran gerektireceği düşünülerek, söz konusu oran artırılmaktadır.

Bunun yanında; değerlendirme yapılan şirketin, geçmiş varlıklar üzerindeki getirisinin birkaç puan artırılması, gelecekteki faiz oranları beklentisinin endüstri, şirket, finansal yapı ve benzeri konuları dikkate alan bir risk faktörüyle artırılması ve değerlendirme yapılan şirkete benzer özellikteki şirketlerin mevcut tahmini ağırlıklı

sermaye maliyetinin risk ile orantılı olarak birkaç puan artırılması yollarıyla ıskonto oranı tahmini yapılmaktadır(KOÇ s98).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi nakit esasına dayandığı için muhasebe uygulamalarındaki eğilimlere bağlı olmayıp gelecek nakit esasını değerlendirdiği için de değerlendirilen işi süregelen yapıda görmektedir(KOÇ s95).

2.3. Kar Payı Modeli

J.B Williams ve M.J. Gordon tarafından geliştirilen kar payı modeli (Dividend Discount Model), belli varsayımlar altında hisse senedinin gerçek değerinin, beklenen nakit temettülerin bugünkü değerine eşit olduğunu ileri süren bir modeldir. Gordon'un temettü modelinde yatırımcıların riskten kaçtığı ve temettü ile ilgilendikleri düşüncesi yer almaktadır(YAŞAR s13).

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} E(DPS_t) / (1+r_e)^t$$

V_0 : Hissenin değeri

$E(DPS)$: Beklenen temettü miktarı(Expected dividends per share)

r : iskonto oranı(özsermaye maliyeti, cost of equity)

t : Zaman

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde üzerinde durulan Gordon Büyüme modeli(Gordon Growth Model) aslen temettü modeli için geliştirilmiştir. İndirgenmiş nakit akımlarının anlatıldığı bölümde anlatılan Gordon büyüme modelinin aynı şekilde temettü modeline de uygulanması mümkündür.

Temettü modelinin temel varsayımları şunlardır:

1. Ek borçlanma ya da özkaynakla finansman söz konusu değildir
2. Ortaklığın sağladığı getiri oranı sabittir ve böylece sermayenin azalan marjinal etkinliği dikkate alınmamış olacaktır.
3. İndirgeme oranı (r) sabittir
4. Ortaklığın faaliyet süresi sonsuzdur
5. Vergiler ihmal edilmiştir.
6. Büyüme hızı g sabittir(2 veya 3 aşamalı model kullanılsa dahi bir yerden sonra sabit kabul edilmek zorundadır)
7. Sabit oranda artan temettü durumunda $k > g$ 'dir
8. Ortaklığın temettü politikasında bir değişiklik olmayacaktır.

Kar payı yöntemi, indirgenmiş nakit akımları yöntemine çok benzer olmakla birlikte, özellikle özsermayeye nakit akımları yöntemiyle(FCFE) farklılaştığı nokta bugünkü değere ulaşırken nakit oranları yerine kar payının dikkate alınmasıdır. Özsermayeye nakit akımlarının temettü ile karşılaştırılması açısından;

Temettü Dağıtım Oranı(Dividend Payout Ratio)=Temettü(Dividend)/Kazanç

Ortaklara dağıtılan nakdin özsermayeye nakit akımlarına oranı=
(temettü+şirketin geri aldığı hisse senetleri*) / FCFE
oranını kullanmak mümkündür.

Eğer bu oran 1 ise şirket bütün nakit akımlarını temettü olarak ödemekte, 1'den küçükse daha azını ödemekte, 1'den büyük ise karşılayabileceğinden daha fazlasını ödemektedir.

Eğer bu model kullanılıyor ve 1'den küçük olan oran ile birlikte nakit birikimini dikkate almıyorsak, şirketin değerini az belirliyor, bu oranın 1'den büyük olduğu durumda ise şirketin değeri olduğundan yüksek belirleniyor demektir. Bu nedenle özsermayeye nakit akımlarının indirgenmesi modeli sadece dağıtılan temettüleri değil potansiyel temettüleri bugüne indirgemektedir. Bununla birlikte temettü modelinden radikal bir farklılığı yoktur(Damadoran s355).

Genelde şirketlerin nakit akımlarından daha az miktarda temettü ödediği görülmektedir. Ancak bu durumda da temettülerin büyüme oranı(g) ve bitiş değeri(terminal value) daha fazla olmaktadır. Bununla birlikte normal şartlarda nakit akımları yönteminden elde edilen değer temettü modelinden yüksek çıkmaktadır. Bu durum temettü politikasını kontrol etmenin bir sonucu olarak değerlendirilmelidir. Hangi değer piyasa fiyatı için uygun olacaktır sorusunun cevabı ise şirketin kontrolü için piyasanın uygunluğunda yatmaktadır. Şirketin ele geçirilmesi veya yönetiminin değişmesi önemli bir olasılık ise nakit akımları yöntemi, ancak ele geçirme, düzenlemeler veya şirketin büyüklüğünden kaynaklanıyor ise temettü modeli daha uygun sonuç verecektir(Damadoran s375).

Damadoran, temettü ödemeyen veya çok düşük temettü ödeyen firmalara söz konusu modelin uygulanamayacağı eleştirilerini reddetmekte, temettü ödeme oranının (dividend payout ratio) büyüme oranına göre düzeltilmesi durumunda uygun bir değere ulaşılacağı söylemektedir(Damadoran s344).

2.4. Çarpanlar Yöntemleri

Çarpanlar yöntemlerinin hepsinde fiyat/kazanç oranında olduğu gibi^ψ sektör ortalamaları veya karşılaştırılabilir firmaların oranları temel alınarak değerlendirme yapılmaktadır.*

Çarpanlar yönteminin ve şirketlerin mukayese yoluyla değerlendirilmesinin (relative valuation) popüler olmasının sebebi, özellikle indirgenmiş nakit akımları vb. yöntemlerde olduğu gibi birçok varsayım yapılmasını gerektirmemesi, kullanıcılar açısından daha anlaşılır ve gerçekçi olması ve bu yöntemlerin sektörün gerçek durumunu yansıtmasıdır.

* Ülkemizde Şirketler kendi hisse senetlerini geri alamamaktadır.

^ψ fiyat/kazanç oranı bir kazanç çarpanıdır

* Bu çalışmada teoride önemli bir yer tutması nedeniyle fiyat/kazanç oranına ve kullanılma sıklığı nedeniyle gelir ve sektör çarpanları yöntemlerine yer verilmiştir.

2.4.1 Gelir Çarpanları (Revenue Multiples)

Gelir çarpanları yöntemi birçok yatırımcı için hayli ilgi çekici olmuştur. Bunun nedeni ise birçok kötü veya genç firmada bile pozitif bir gelir vardır. Hâlbuki kazanç negatif olabilir, bu da birçok değerlendirme yönteminin uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Ayrıca geliri manipüle etmek, kazancı manipüle etmeye göre daha zordur. Kazanç muhasebe uygulamaları ve kurallarından etkilenmektedir. Hâlbuki gelir muhasebe seçimlerinden tamamen uzak bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Bu yöntemin en önemli artısı, farklı piyasadaki ve farklı muhasebe sistemi kullanan firmaları karşılaştırabilme şansıdır.

Kullanılan 2 tane gelir çarpanı yöntemi bulunmaktadır:

- Fiyatın Satışlara oranı(Prices-to-sales ratio)=Özsermayenin piyasa değeri (Market value of equity)/Gelirler(Revenues)
- Şirket değerinin satışlara oranı(Entreprise value to sales ratio)= [Özsermayenin piyasa değeri+Şirket borcunun piyasa değeri(Market value of debt)-nakit]/Gelirler

Gelir çarpanının en büyük dezavantajı, büyük miktarda gelir elde eden ama giderlerinin yüksekliğinden dolayı para kaybeden bir firmanın göz ardı edilme riskidir.

2.4.2 Kara İlişkin Çarpanlar

Çalışmanın daha ilerideki bölümlerinde görüleceği üzere, ülkemizdeki hisse senetleri halka arz edilen şirketlerin değerinin belirlenmesinde, indirgenmiş nakit akımlarının yanında sektörün veya İMKB'nin kara ilişkin çarpanları kullanılarak alternatif bir değerlendirme yöntemiyle ikinci bir değere ulaşılmaktadır.

Kara ilişkin çarpanların en çok kullanılanları aşağıdadır:

- Piyasa Değeri/AÖEFK
- Piyasa Değeri/Net kar
- Firma Değeri*/FVAÖK

Söz konusu çarpanların halka arz edilecek şirketin AÖEFK, net kar veya FVAÖK tutarlarıyla çarpılması sonucu şirketin tahmini piyasa değerine ulaşılmaktadır.

2.4.3 Sektör Çarpanları Yöntemi (Sector-Specific Multiples)

Sektör çarpanları yönteminde, oranın pay kısmında genelde şirketin değeri bulunmakla birlikte, payda kısmında faaliyet sonucu üretilen mal miktarı, kapasite, müşteri sayısı vs. gibi sektöre özel, değişik birimler yer almaktadır. Örneğin internet sektöründe, paydadaki birim sayfayı ziyaret eden kişi sayısı olabilmektedir.

Mesela homojen bir mal üreten firmalar için, piyasa değeri, şirketin, üretmiş olduğu ürünün birim sayısı veya sahip olduğu kapasite ile standartlaştırılabilir:

* Piyasa Değeri, Firma Değeri veya Girişim Değeri birbirinin yerine kullanılmaktadır.

- Bir birim ürünün değeri(value per unit product)=(Özsermayenin piyasa değeri+Şirket borcunun piyasa değeri-Nakit)/Üretilmiş birim sayısı (veya kapasite)

Bu yöntemde, halka açılacak şirketin değeri, bir birim ürünün değeri şirketin üretim miktarı veya kapasitesi ile çarpılması suretiyle elde edilir. Bu yöntemde, bir birim ürünün değeri belirlendiğine göre şirketin gelecekte üretimini yapacağı miktardaki üründen sağlanacak faydanın bugünkü değerine, aynı indirgenmiş nakit akımları yönteminde olduğu gibi, getirilip hesaplanması uygun olacaktır.

Sektör çarpanları yöntemi, şirket değerini faaliyetlerin detayına ve çıktı miktarına bağlaması, muhasebe uygulamalarına bağlı olmaması, böylece dünyanın herhangi bir yerindeki petrol şirketi ile ülkemizdeki petrol şirketinin muhasebe prensiplerinin, kurallarının veya mali tabloların güvenilir olmaması gibi nedenlerden etkilenmemesi ve birçok yöntemin kullanılmadığı bazı durumlarda, örneğin yeni açılan bir sektörde ilk yıllarda negatif kazançların olması nedeniyle defter değeri ve kazanç çarpanlarının kullanılmadığı durumlarda da kullanılabilmesi nedenleriyle analistler tarafından tercih edilmektedir(Damadoran s566).

Ancak bu yöntemde de, tüm sektörün düşük ya da yüksek değerlendirilmesi mümkün olabilmekte ve tabii ki her karşılaştırma yapıldığında karşılaşılan durum olan firmalar arasındaki farklar konusunda dikkatli olunması gerekmektedir.

Yukarıda açıklanan çarpanlar dışında, hisseleri halka arz fiyatının belirlenmesinde halka arz olacak firmanın bulunduğu sektöre ve şirketin durumuna göre değişik çarpanlar kullanılabilir. Bunlar arasında Piyasa Değeri/Nakit oranı, Firma Değeri/Net Satışlar gibi çarpanlar sayılabilir. Görüldüğü üzere birçok çarpan ortaya çıkarmak mümkündür. Tekrar belirtmek gerekirse burada önemli olan karşılaştırılabilir bir şirket veya şirketler grubunu bulmaktır, bundan sonra sektörün ve şirketin durumuna göre en güvenilir sonucu vereceği tahmin edilen çarpan kullanılabilir. Halka arzlarda ayrıca 3 veya 4 tane değişik çarpan ile firma değerleri bulduktan sonra bunlara önem derecelerine göre değişik katsayılar verilerek birkaç çarpanın bir arada kullanılması sonucu bir değere ulaşmak yöntemi de kullanılmaktadır.

2.5. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı(Price/Book Value ratio)

İstekli alıcı ve satıcılar tarafından şirketin hisse senedi için belirlenen denge fiyatını yansıtan değere piyasa değeri adı verilmektedir. Piyasa değerinin tamamen normal arz ve talep koşulları altında gerçekleştiği varsayılmaktadır.

- Bir firmanın Piyasa Değeri=Mevcut hisse senedi sayısı*Firmanın hisse senedi fiyatı

Özellikle hisse senedinin piyasasının fazla derin ve likit olmadığı durumlarda değer, piyasada gerçekleşen birkaç işlemle belirlenmekte olup bu da şirket değeri açısından büyük risk doğurmaktadır.

Hisse senedinin piyasa fiyatını etkileyen faktörler aşağıda yer almaktadır(KOÇ s83).

- Temettü ödemeleri, piyasa fiyatını etkilemektedir.
- Kısa vadeli piyasa etkileri, cari piyasa fiyatını etkilemektedir. Hafta başı ve hafta sonunun hisse senedinin piyasa fiyatı üzerinde kısa vadeli belirgin bir etkisi olabilmektedir.

c. Küçük miktarlarda hisse senedini cari fiyattan almak ya da satmak mümkün olsa da, büyük işlem hacmi için güncel fiyatlar değişime uğrayabilmektedir. Eğer bir yatırımcı sahip olduğu büyük miktarda hisse senedini elinden çıkarmak isterse bu fiyatta düşmeye neden olabilir.

Hisselerini ilk defa halka arz edecek şirketler, benzer firmaların piyasa değerinden yararlanmak suretiyle halka arz fiyatını belirlemektedirler.

Şirketin defter değeri, şirketlerin bilançosundaki aktiflerinden borç ve yükümlülüklerin çıkarılmasıyla hesaplanır(YAŞAR s15).

➤ Defter Değeri=Toplam Aktifler-Toplam Borçlar

Şirketlerin defter değerleri firmaların gerçek değerini yansıtmayacaktır. Bu nedenle bir firmanın hisse senedinin değerinin belirlenmesi sırasında yalnızca defter değerine başvurmak yanlış sonuçlara götürebilecektir. 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.

Bu nedenlerle şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değeri, firma ile ilgili tahminleri içermesi ve geleceği yansıtması nedeniyle defter değerine göre farklılık göstermektedir. Defter değeri muhasebe dışı faktörleri hesaba katmaz. Bir firmanın piyasa değeri sürekli defter değerinin bir miktar altında ya da üstünde seyretmektedir. Firmanın piyasa değeri defter değerine oranlandığı zaman, piyasa değeri hemen her dönem defter değerinin belli bir miktar altında ya da üstünde olmaktadır. Ayrıca sektör için oluşmuş ortalama bir piyasa değeri/defter değeri oranından da işletmenin piyasa değerine ulaşmak mümkün olmaktadır(KOÇ s84).

Aynı sektörde faaliyet gösteren aynı risk düzeyinde olan ve hisse senetleri ikincil piyasada işlem gören ortaklıkların ortalama PD/DD oranı hesaplanır. Şirketin defter değeri ile söz konusu oran çarpılmak suretiyle şirketin değerine ulaşılır.

$$P=(PD/DD)*DD$$

P: Şirketin hisse başına fiyatı

PD/DD: Sektörün veya borsanın ortalama piyasa değeri/defter değeri

DD: Şirketin defter değeri

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

2.6. Yeniden Kurma Maliyeti(Cost of Reproduction)

Yeniden kurma maliyeti, değerlendirme tarihi itibarıyla eşdeğer malların yerine konma maliyetidir. Yeniden kurma maliyeti aşağıdaki şekilde formüle edilebilir.

➤ Yeniden Kurma Maliyeti = Gayrimenkul+Makine ve Teçhizat+ Stoklar+İşletme Sermayesi+Maaş ve Genel Giderler

Yeniden kurma maliyeti;

- Sigorta amaçları için, hasarlı malın bütünüle aynı özelliği koruyacak şekilde yenilenmesinde,
- Değerin diğer tanımlarını geliştirmede başlangıç noktası olarak kullanımda faydalıdır(KOÇ s81).

2.7. Yerine Koyma Maliyeti(Replacement Cost)

Değerleme tarihi itibariyle, firmanın sahip olduğu varlıkları bugünkü satın alma maliyetidir. Aynı değeri üretebilecek aynı yapıyı yeniden kurma maliyeti olarak da düşünülebilir.

Fakat bu yöntem yatırım fırsatlarını içermemesi ve sadece şirketin varlıklarıyla ilgilenmesi nedeniyle fazla ilgi görmemektedir.

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

Tobin’s q = Varlıkların Piyasa Değeri/Varlıkların Yerine Koyma Maliyeti

Bu oran, yeni sermaye elde etmenin, firmanın değerine, bu sermayeyi edinme maliyetinden daha fazla katkı sağlaması halinde, hisse sahiplerinin yapmış oldukları alma işleminden anında fayda sağladığını göstermektedir. Diğer taraftan yeni sermaye edinme, firmanın değerine maliyetinden daha az katkı yapıyorsa, paranın temettü şeklinde hissedarlara dağıtılması olumlu karar olacaktır. Bu nedenle piyasa değeri ile yerine koyma maliyeti arasındaki ilişki, finansal yönetimin karar verme mekanizmasında önemli bir yer işgal etmektedir.

q>1 ise firmalar yatırıma gideceklerdir.

q<1 olduğunda firmalara yatırımı durduracaklardır. Bu durumda yeni varlık almaktansa, birleşme ile varlık elde etmek daha ucuz olacaktır.

q değeri büyük olan işletmeler, güvenli marka imajı ve patent koruması olanlardır. q değeri düşük olanlar ise yüksek rekabet ortamında daralan sanayilerde faaliyet göstermektedirler(KOÇ s85).

Ancak bu değerlendirme de özellikle şirketin varlıklarının yerine koyma maliyetini tahmin etmek oldukça zor bir işlemdir. Yerine koyma maliyetinin belirlenebilmesi durumunda karşılaştırılabilir firmanın veya sektördeki firmaların ortalama “Tobin’s q” oranının bulunması sonucunda hisse senedinin değerlendirilmesi yapılabilecektir. Bu yöntem PD/DD yöntemine oldukça benzemektedir olup, uygulanması bu yöntemle göre daha önce de belirtildiği üzere yerine koyma maliyetinin belirlenmesinin zorluğu nedeniyle daha zordur.

2.8. Tasfiye Değeri(Net Realizable Value, Liquidation value, Residual Value)

Herhangi bir işletmenin alabileceği en düşük değerdir. Bu değer işletmenin elindeki tüm varlıkları paraya çevirdikten sonra elde edilen tutardan, işletmenin borçlarının ve likidasyon masraflarının düşülmesiyle elde edilir(AKBULAK s65).

- Tasfiye Değeri= Şirketlerin varlıklarına takdir edilen değer-Tüm borçlar

Tasfiye değerini, defter değerinden ayıran en önemli etken, varlıkların cari piyasa değerinin defter değerinden çok farklı olmasıdır. Diğer taraftan alacakların tahsilinde yaşanan problemler, maddi olmayan sabit değerlerin ve aktifleştirilmiş giderlerin tasfiye sırasında bir değer taşımamaları veya kayıtlı değerlerine kıyasla çok daha düşük bir paraya çevrilme değerine sahip olmaları nedeniyle firmanın tasfiye değerini azaltıcı bir etki yapmaktadır(KOÇ s82).

Tasfiye değeri bir firmanın değerlendirilmesinde en küçük değeri oluşturur. Ancak halka açılan bir şirketin genelde büyüyen gelişen bir şirket olması nedeniyle bu değer pek bir önemi yoktur.

Yerine koyma maliyeti, yeniden kurma maliyeti, tasfiye değeri ve defter değeri yöntemleri aktiflere göre değerlendirme yöntemleri olup hem pratiklik açısından hem de doğru bir sonuca gitme açısından, şirketlerin geleceği ile ilgili olarak yatırım fırsatları, beklentiler gibi birçok konuyu ihmal etmesi nedenleriyle pek fazla kullanılmamakta olup, diğer değerlendirme yöntemlerine başlangıç oluşturma açısından faydalı olmaktadır. PD/DD oranı ve “Tobin’s q” yöntemleri bu durumu örneklemekte olup değerlendirme açısından önemli bir yere sahiptirler.

2.9. Ekonomik Katma Değer Yöntemi(Economic Value Added-EVA)

En temel bakış açısı ile EVA şirket performans ölçüsüdür, bu bağlamda diğer performans ölçütlerinden farkı, tüm sermaye maliyetini kar hesaplamasında sisteme enjekte etmesidir. EVA’nın yaratıcısı olarak bilinen Stern ve Stewart Danışmanlık Şirketi EVA’yı, ekonomik kar ile yatırımcıların benzer risk düzeyindeki yatırımların alternatif maliyeti arasındaki fark olarak tanımlamaktadır.

Muhasebe bakış açısı ile Grant(1997) EVA’yı, vergi sonrası net kar ile tutar olarak ağırlıklı sermaye maliyeti arasındaki fark olarak tanımlamaktadır. EVA, faiz ve vergi öncesi kar; faiz, vergi ve amortisman öncesi kar; net kar; vergi sonrası net kar gibi şirket karlılığını ölçen geleneksel muhasebe ölçütlerinden, şirketin tüm sermaye maliyetini dikkate alması nedeniyle büyük farklılık göstermektedir.

EVA’nın temel amacı, indirgenmiş nakit akımları değerlendirilmesiyle uyumlu ve cari piyasa değeriyle yüksek korelasyona sahip olan dönemsel performansın ölçüm yönteminin yaratılmasıdır. Muhasebe kazancı, indirgenmiş nakit akımlarının değerinin hesaplanmasında kullanılmamaktadır. Çünkü muhasebe kazancı özsermayenin maliyetini hesaba katmamaktadır. EVA hem özsermayenin maliyetini hem de borcun maliyetini hesaba kattığından muhasebe kazancından farklıdır. Dolayısıyla bir şirketin indirgenmiş nakit akımlarını hesaplamada kullanılabilir(KARA s10).

EVA yatırım sonucu elde edilen bir katma değer ölçüsü olup ekstra gelirin bu yatırımda kullanılan sermaye ile çarpılması sonucu bulunur:

$$\text{EVA} = (\text{Yatırılan sermayeden sağlanan getiri} - \text{sermaye maliyeti}) * (\text{yatırılan sermaye})^*$$

$$= \text{Vergi sonrası net faaliyet geliri} - (\text{sermaye maliyeti} * \text{yatırılan sermaye})$$

* EVA=(Return on capital invested-Cost of capital)*(capital invested) veya EVA= NOPAT(Net operating profit after tax)-(Cost of capital*Capital invested)

EVA'nın hesaplanabilmesi için görüldüğü üzere 3 tane girdinin hesaplanması gerekmektedir. Bunlardan birincisi yatırılan sermayedir. Bunun için projeye yatırılan varlıkların piyasa değerlerine ulaşmak gerekmektedir. Buna ulaşmak zor olacağı için defter değeri, birkaç düzeltme yapıldıktan sonra kullanılabilir. İşletme kiralamasının (Operating Lease) borç haline dönüştürülmesi, araştırma geliştirme (Ar-Ge) harcamalarının aktifleştirilmesi ve bir seferlik harcamaların elenmesi işlemleri yapılacak olan düzeltmelerdir. Vergi sonrası faaliyet gelirinin hesaplanması için yine aynı düzeltmelerin yapılması gerekecektir. Son olarak da sermaye maliyetinin hesaplanması yapılacaktır. Bunun için daha önceki değerlendirme yöntemlerinde kullandığımız, şirketin borcunun ve özsermayesinin piyasa değeri kullanılacaktır. Eğer defter değeri kullanılırsa şirketin sermaye maliyeti az gösterilmiş olacaktır. Sermaye maliyeti olarak ağırlıklandırılmış sermaye maliyetinin (WACC) hesaplanması indirgenmiş nakit akımları bölümünde gösterilmiştir.(Bkz s5)

EVA, bir şirketin performans ölçütü olarak kullanılırken, şirketin piyasa katma değerini(Market Value Added=MVA) de kavram olarak açıklayabilmektedir. MVA, şirketin gelecekte beklenen EVA'larının bugünkü değerine eşittir. MVA, şirkette kullanılan sermayenin defter değeri ile şirketin piyasa değeri arasındaki farka eşittir(KARA s12).

$$MVA = \sum_{t=1}^{t=n} EVA_t / (1+r_c)^t$$

r_c =sermaye maliyeti(WACC)

t =zaman

➤ Firma Değeri=İşletmede kullanılan toplam sermaye+şirketin toplam piyasa katma değeri(MVA) olarak ifade edilebilir.

Net bugünkü değer hesaplamasında firma değerini,

$$\text{Firma Değeri} = \text{Yatırılan Sermaye}_{\text{eldeki varlıklar}} + NPV_{\text{eldeki varlıklar}} + \sum_{t=1}^{t=\infty} NPV_{\text{Gelecekteki Projeler}}$$

olarak belirleyebildiğimize göre, NPV yerine EVA kullanırsak

$$\text{Firma Değeri} = \text{Yatırılan Sermaye}_{\text{eldeki varlıklar}} + \sum_{t=1}^{t=\infty} EVA_{t,\text{eldeki varlıklar}} / (1+r_c)^t + \sum_{t=1}^{t=\infty} EVA_{t,\text{Gelecekteki Projeler}}$$

formülü elde edilecektir.

Böylece şirket değeri üç tane parçanın toplamı olarak yazılabilir: Eldeki varlıklara yatırılan sermaye, bu varlıklar tarafından sağlanan katma değer bugünkü değeri ve gelecekteki yatırımlarla elde edilmesi beklenen katma değer bugünkü değeri.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde olduğu gibi sonsuza kadar nakit akımlarını tahmin edilmesi mümkün olmadığı için büyüme modellerinin ve bitiş değerinin indirgenmiş nakit akımları yönteminde olduğu gibi modele katılması gerekecektir (daha detaylı bilgi için bkz. KARA 2005).

3. Birincil Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı

Literatürde halka arz konusu oldukça önemli bir yer işgal etmektedir. Bu nedenle bu alanda ülkemizde ve uluslararası alanda birçok çalışma yapılmıştır. Birincil halka arz sonrası fiyat performansı bu çalışmalar içinde en çok ilgi çekenlerin başında gelmektedir. Bu çalışmalar sonucunda, halka arz fiyatının belirlenmesinde düşük fiyatlandırma(underpricing) ve halka arzın başarısıyla ilgili “Hot Issue Markets” adlı olgular ortaya çıkmış ve birçok ülkede söz konusu olguların varlığının test edilmesi amacıyla ampirik çalışmalar yapılmıştır. Ülkemizde de düşük fiyatlandırma olgusu ile ilgili çalışmalar yapılmış fakat “Hot issue markets” olgusunun incelendiği bir çalışmaya rastlanılmamıştır.

3.1. Düşük Fiyatlandırma(Underpricing) ve Hot Issue Markets

3.1.1. Düşük Fiyatlandırma(Underpricing)

İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin fiyatlandırılması konusunda yapılan çalışmalarda, genellikle hisse senetlerinin değerinin altında satışa sunulduğu, başka bir ifadeyle, hisse senetlerinin halka arzı izleyen ilk günlerde yüksek miktarda prim yaptığı sonucuna ulaşılmıştır.

Halka arzların borsada yapıldığı durumlarda, ister sabit fiyatla talep toplama ister fiyat aralığı ile talep toplama yöntemleri ile olsun fiyat bir kere belirlendikten sonra, fiyat ayarlaması yapılamamaktadır. Uygulamada daha çok sabit fiyat ile talep toplanmakta ve talebe göre bir kişinin alabileceği azami hisse sayısı belirlenmekte, yani tayinlama yapılmaktadır.

Talebin yetersiz kalması durumlarında, bir kısım hisse senedi elde kalabilecektir. Bu da menkul kıymet ihracının başarısızlığı anlamına gelecektir. Bununla birlikte, eğer ihraç doğru piyasa fiyatının çok altında fiyatlandırılırsa, mevcut hissedarlar bir fırsat eşitsizliği ile karşılaşılır. Onlar açısından düşük fiyatlandırma, yeni ihracın dolaylı maliyetidir(AKBULAK s59).

Yatırım bankalarının risklerini ve yüklenim maliyetlerini azaltmak amacıyla yeni ihraç edilen hisse senetlerini bilinçli olarak düşük fiyatlandırdığına dayanan Riskten Kaçan Aracı Kuruluş-Yüklenici-Hipotezi(Risk-Averse Underwriter Hypothesis), küçük spekülative firmaların hisse senetlerinin yükleniminde yatırım bankalarının tek alıcı güç olmalarının bir sonucu olması nedeniyle düşük fiyatlandırma yapıldığını söyleyen Tek Alıcı Güç Hipotezi(Monopsony-Power Hypothesis), Baron tarafından geliştirilen ve ihraççı ile yatırım bankası arasında asimetric bilgi varsa, yani sermaye piyasası hakkında daha fazla bilgiye sahip olduğu varsayılan yüklenici ile ihraççı arasında ne kadar bilgi farkı varsa, düşük fiyatlandırma oranının o kadar yüksek olacağını savunan Asimetric Bilgi Hipotezi(Asymmetric-Information Hypothesis), Seha M. Tınc tarafından geliştirilen ve ilk ihraçlarda zarar gören yatırımcıların yatırım bankası aleyhine açacağı davalar karşısında sigorta görevi görmesi için hisse senedinin düşük fiyatlandırıldığını

söyleyen Gizli Sigorta Hipotezi (Implicit Insurance Hypothesis) düşük fiyatlandırmanın nedenlerini açıklamaya çalışan teorilerdir.

Bunlara ek olarak K. Rock tarafından 1986'da yapılan "Why New Issues are Underpriced?" adlı çalışmada ilk halka arzda fiyatın düşük veya yüksek belirlendiğini tayin edebilen yatırımcı ile ilk halka arzlarda her zaman pozitif getiri sağlayacağını düşünen ortalama yatırımcının bulunduğu durumlarda, halka arz fiyatının düşük belirlenmesi durumunda her iki yatırımcının talepte bulunacağı, yüksek belirlenmesi durumunda ise sadece ortalama yatırımcının talepte bulunacağı, ama düşük fiyatlı durumda ortalama yatırımcının istediği kadar hisse edinmeyeceği ve bazı halka arzların fiyatının sonradan düştüğü belirtilmekte ve bu durumun "winner's curse" durumu olduğu, bunu bilen yüklenicilerin de ortalama yatırımcıyı çekmek için düşük fiyatlandırdığını iddia etmektedir.

➤ **İlk Halka Arzlarda Fiyatı Etkileyen Faktörler**

Varlık Büyüklüğü: Varlık Miktarı daha fazla olan firmaların gelecekte var olup olmayacağına ilişkin belirsizlik daha az olacağından, daha büyük firmalar için, düşük fiyatlandırma eğilimi daha az olacaktır.

Şirketin Yaşı: Şirketin daha uzun süredir ayakta olduğunu gören yatırımcılar için daha az belirsizlik ortamında düşük fiyatlandırma için daha az gereksinim olacaktır.

Toplam Halka Arz Tutarı: Düşük miktarlı halka arzlarda belirsizlik daha fazla olduğundan düşük fiyatlandırma daha fazla olur.

Piyasa Getirisi: Piyasanın ortalama getirisi ilk halka arz fiyatının belirlenmesi ve ilk işlem günü arasında değişebilir. Bu durum halka arz fiyatını düşük belirlenmiş gibi gösterebilir.

Halka Arz Oranı: Bu oran yatırımcılara iki açıdan sinyal gönderebilir: Birinci durumda, şirket büyük ortaklarının şirketleri hakkında tam güvenli oldukları, bu nedenle daha az belirsizlik olduğu anlamına gelir. İkinci durumda ise büyük ortakların şirketi paylaşmak ve şirketin kontrolü konusunda çekincelerinin olduğu anlamına gelir. Bu durumda küçük yatırımcının sahiplik, aidiyet, yönetime katılma şansı ve kendini ortak olarak görme bakış açısı daha az olacağından daha düşük fiyatlandırma yapılması beklenir.

Standart Sapma: Kazançlarda yüksek standart sapma, daha büyük belirsizlik dolayısıyla daha yüksek risk demektir. Bu durumda düşük fiyatlandırma beklenebilir.

Halka Arz Yöntemi: İlk halka arzlar, sermaye artırımını ya da büyük ortağın hisse satışı yöntemlerinden biriyle, veya ikisinin karışımıyla gerçekleştirilir. Sermaye artırımını yönteminde halka arzdan gelen sermaye şirkete girecek iken, ortak satışında ortağa gidecektir. İkincisinde belirsizlik de daha fazla olacağından düşük fiyatlandırma olasılığı daha fazladır.

3.1.2. Hot Issue Markets

Bazı dönemlerde ilk halka arzların ortalama getirilerinin diğer dönemlerin ilk halka arzlarının ortalama getirilerine göre daha yüksek olduğu görülmüştür. İlk getirilerin bu kadar yüksek olduğu söz konusu dönemlere "Hot issue markets" adı verilmekte olup finans literatüründe görülen önemli anomalilerden biri olarak değerlendirilmektedir.

Roger J. Ibbotson ve Jeffrey F. Jaffe (1975) tarafından yapılan "Hot issue markets" isimli çalışmada, söz konusu olgunun varlığı araştırılmış ve birincil halka

arzların ilk ay düzeltilmiş getiri serileri arasında belirgin bir ilişki tespit edilmiştir. Söz konusu çalışmaya göre ortalama olarak pozitif getirilerin ardından düşük ya da negatif ortalama getirilerinin geldiği bir dönem vardır. İlk ay getirilerinde getiri serilerinin rassal yürüyüş modeline(random walk hypothesis) uygun hareket etmediği belirtilerek, tüm bu bilgiler ışığında “Hot issue markets”in tahmin edilebilir olduğu ileri sürülmüştür.

Jay R. Ritter(1984) tarafından yapılan “Hot issue market of 1980” isimli çalışmada ise, Ocak 1980-Mart 1981 arasındaki yaklaşık 15 aylık “hot issue” döneminde ilk halka arzların 1. gündeki ortalama getirisinin %48,4 olduğu, söz konusu dönemi kapsayan 1977-1982 yılları arasında gerçekleşen 1028 birincil halka arzın ilk gün ortalama getirisinin ise sadece %16,3 olduğu gösterilmiştir. Ritter burada halka açılan şirketlerin değişen risk kompozisyonlarından dolayı değişen ortalama getirilerini açıklamaya çalışmıştır.

Bu noktalardan hareketle, birincil halka arz piyasasında iki değişik bakış açısı aracılığıyla, anormal getirilerin açıklanmasına çalışılmıştır. Bunlardan birincisinde, uzun dönemli getirilerin incelenmesinden sonra piyasanın irrasyonel olduğu, bu nedenle düşük fiyatlandırmanın yatırımcının iyimserlik üstü yaklaşımından, sürü etkisinden, spekülatif balonlardan meydana geldiği, ikincisinde ise düşük fiyatlandırmanın ilk halka arz piyasasındaki rasyonel tarafların hareketleri sonucunda oluşan dengeden meydana geldiği sonucuna varılmaktadır(ÖZER s8).

3.2. Yurt Dışında Halka Arzlardaki Fiyat Performansları ile ilgili yapılan Çalışmalar

Maher Koroli ve Jean-Marc Suret(2001) tarafından yapılan çalışmada 1991-1998 yılları arasında Kanada’da yapılan ilk halka arzların performansları incelenmiş ve ilk işlem günü yatırımcıların ortalama %20,57 oranında getiri sağladıkları gözlemlenmiştir. Söz konusu çalışmada, bu kadar yüksek getirinin nedeninin yatırımcıların miyopluğu olabileceği, çünkü yatırımcıların hangi halka arzda kar yönetimi (earnings management) yapılmış olabileceğini anlayamayacak durumda oldukları belirtilmektedir. Bu çalışmada, Kanada’da yapılan halka arzlarda firmaların “hot issue” piyasası dönemlerinden faydalandığına ilişkin verilerin bulunduğu, yatırımcıların fazla reaksiyon gösterdiğine ilişkin bir bulguya rastlanmadığı belirtilmiştir.

Bununla birlikte aynı çalışmada 5 yıl sonunda ilk halka arzların negatif getiri sağladığı belirtilmektedir. Bu çalışmada mevsimsel olmayan halka arzların getirileri aynı piyasa kapitalizasyonuna sahip mevsimsel halka arzların getirileri ile karşılaştırmalı olarak verilmektedir. Diğer ülkelerdeki aynı tip çalışmalara göre birincil halka arzların uzun dönem performansının yer aldığı tablo aynı söz konusu makaleden alınmıştır.

Tablo 1: Birincil Halka Arzlarda Uzun Dönem Performansa İlişkin Çalışmalar				
Ülke	Çalışmayı yapanlar	Halka Arz Sayısı	İhraç Dönemi	Uzun Dönem Performans
Almanya	Ljunqwist	145	1970-90	-12.10%
Avustralya	Lee, Taylor ve Walter	266	1976-89	-46.50%
Avusturya	Aussenegg	57	1965-93	-27.30%
Brezilya	Aggarwal,Leal ve Hernandez	62	1980-90	-47.00%
Kanada	Jog	130	1971-92	(-35.15%)-(-43.66%)
	Kendi Analizleri	445	1991-98	-16.86%
Şili	Aggarwal,Leal ve Hernandez	28	1982-90	-23.70%
Kore	Kim, Krinsky ve Lee	99	1985-88	2.00%
ABD	Loughran ve Ritter	4753	1970-90	-20.00%
Finlandiya	Keloharju	79	1984-89	-21.10%
Japonya	Cai ve Wei	172	1971-90	-27.00%
İngiltere	Levis	712	1980-88	-8.10%
Yeni Zelanda	Michael Firth	143	1979-87	-10.00%
İsveç	Loughran,Rydgqvist ve Ritter	162	1980-90	1.20%

Wolfgang Drobetz, Matthias Kammermann ve Urs Wälchli (2003) tarafından İsveç piyasasında yapılan halka arzlarla ilişkin çalışmada, 1983-2000 döneminde başlangıç getirisinin %34,97 olduğu, literatürde görülen uzun dönem düşük performansının İsveç piyasası için biraz abartılı olduğu, bunun ancak ilk halka arzdan 4 yıl sonra gözlemlendiği, bunun da ilk halka arzla bir ilişkisinin olmadığı belirtilmektedir.

Tim Loughran Jay R. Ritter ve Kristian Rydgqvist tarafından 1994'te yayımlanan ve 2003'te güncellenen adlı "Initial Public Offerings: International Insights" çalışmadan alınan tablo aşağıda yer almaktadır. Söz konusu tabloda birçok ülkede yapılan çalışmalar sonucunda saptanan başlangıç getirileri yer almaktadır.

Tablo 2: Birincil Halka Arzlarda Başlangıç Performansa İlişkin Çalışmalar				
Ülke	Kaynak	Örnek Sayısı	Dönem	Ortalama Başlangıç Getirisi
Avustralya	Lee, Taylor ve Walter Woo	381	1976-1995	12.10%
Avusurya	Aussenegg	83	1984-2002	6.30%
Belçika	Rogiers, Manigart ve Ooghe	86	1984-1999	14.60%
Brezilya	Aggarwal, Leal ve Hernandez	62	1979-1990	78.50%
Kanada	Jog ve Riding ve başk.	500	1971-1999	6.30%
Şili	Aggarwal, Leal ve başk.	55	1982-1997	8.80%
Çin	Datar ve Mao ve başk.	432	1990-2000	256.90%
Danimarka	Jakobsen ve Sorensen	117	1984-1998	5.40%
Finlandiya	Keloharju; Westerholm	99	1984-1997	10.10%
Fransa	Huston ve başk.	571	1983-2000	11.60%
Almanya	Ljungqvist	407	1978-1999	27.70%
Yunanistan	Kazantzis ve Thomas; Nounis	338	1987-2002	49.00%
Hong Kong	McGuinness ve başk.	857	1980-2001	17.30%
Hindistan	Krishnamurti ve Kumar	98	1992-1993	35.30%
Endonezya	Hanafi, Ljungqvist ve Yu	237	1989-2001	19.70%
İsrail	Kandel ve başk.	285	1990-1994	12.10%
İtalya	Arosio, Giudici ve Palerai ve başk.	181	1985-2001	21.70%
Japonya	Fukuda; Dawson ve Hiraki ve başk.	1689	1970-2001	28.40%
Kore	Dhatt, Kim ve Lim; Ihm; Choi ve Heo	477	1980-1996	74.30%
Malezya	Isa, Isa ve Yong	401	1980-1998	104.10%
Meksika	Aggarwal, Leal ve Hernandez	37	1987-1990	33.00%
Hollanda	Wessels ve başk.	143	1982-1999	10.20%
Yeni Zelanda	Vos ve Cheung; Camp ve Munro	201	1979-1999	23.00%
Nijerya	Ikoku	63	1989-1993	19.10%
Norveç	Emilsen, Pedersen ve Saettern	68	1984-1996	12.50%
Filipinler	Sullivan ve Unite	104	1987-1997	22.70%
Polonya	Jelic ve Briston	140	1991-1998	27.40%
Portekiz	Almeida ve Duque	21	1992-1998	10.60%
Singapur	Lee, Yaylor ve Walter, Dawson	441	1973-2001	29.60%
Güney Afrika	Page ve Reyneke	118	1980-1991	32.70%
İspanya	Antosegui ve Fabregat	99	1986-1998	10.70%
İsveç	Rydqvist; Schuster	332	1980-1998	30.50%
İsviçre	Drobetz, Kammermann ve Walchli	120	1983-2000	34.90%
Tayvan	Lin ve Sheuve başk.	293	1986-1998	31.10%
Tayland	Wethyavivorn ve Koo-smith ve başk.	292	1987-1997	46.70%
Türkiye	Kıymaz	163	1990-1996	13.10%
İngiltere	Dimson; Levis; Ljungqvist	3122	1959-2001	17.40%
ABD	Ibootson, Sindelar ve Ritter	14840	1960-2001	18.40%

Eric Brown(1999) tarafından yapılan ve ilk halka arzların uzun dönemli performansının incelendiği çalışmada, 1990-1995 yılları arasında İngiltere’de yapılan

232 adet halka arzın 3 yıl sonrasında şirketlerin ortalama olarak %54 getiri sağladığı fakat alıp tutma(BHAR) stratejisine göre hesaplanan bu getirinin %-20,94 oranında anormal olduğu belirtilmektedir.

Nurwati A.Ahmad-Zaluki, Kevin Campbell ve Alan Gordache (2004) tarafından yapılan ve Malezya'daki birincil halka arzların uzun dönem performanslarının incelendiği çalışmada, 1990-2000 yıllarında yapılan 454 adet ilk halka arzdaki hisse senetlerinin performansları incelenmiştir. Bu çalışmada performans için seçilen yöntemin anormal getiri hesabında değişik sonuçlar verdiği; karşılaştırılabilir firmalara göre kümülatif anormal getiri(CAR) ve al ve tut stratejisinin(BHAR) getirisi ile eşit ağırlıklı yapıya(equal-weighting scheme) göre piyasadan daha yüksek getiri sağlandığı, ancak değer ağırlıklı yapı (value-weighting scheme) kullanıldığı zaman iki getiri ölçüsüne göre de yüksek performansın kaybolduğu belirtilmektedir. Ritter(2003) ve Welch(2002), alınan örneklemin, aldığı dönemi seçme kriterine göre de uzun dönem performans sonuçlarını çok etkilediğini söylemektedirler. Sonuç olarak olay zamanlı(event-time approach) yaklaşımda uzun dönemde, yatırımcıların, pozitif anormal getiri sağlarken, takvim zamanlı(calendar-time approach) yaklaşımda herhangi bir anormal getiri sağlamadıkları saptanmıştır.

McDonald ve Fisher(1972) 1969 ve 1970 yılı için toplam 142 hisse senedini inceleyen çalışmalarında, ilk işlem günündeki getirinin ortalama %28,5 olduğu sonucunu elde etmişlerdir. Söz konusu çalışmada kısa dönem performansı ile uzun dönem performansının ilişkili olmadığı sonucuna varılmıştır.

Stoll ve Curley'in (1970) halka ilk kez arz edilen hisse senetleri fiyatının kısa ve uzun dönemdeki performansının değerlendirdiği çalışma, 2005 küçük ölçekli firmaya ait hisse senetleri üzerinde yapılmıştır. Söz konusu çalışmada kısa dönem performansının pozitif, uzun dönem performansının ise negatif olduğu sonucuna varılmıştır.

Buser ve Chan(1987) tarafından yapılan çalışmada ise 1981-1985 yılları arasında ilk kez halka açılan şirketlere ait 1078 hisse senedinin iki yıllık performansları değerlendirilmiştir. İncelemeler sonucunda, endeks getirisine göre ilk günlük performansın, %6,2, iki yıllık performansın ise ortalama %11,2 olduğu saptanmıştır. Bu sonuçtan da görüldüğü üzere, Buser ve Chan daha önce yapılan araştırmalarda elde edilen sonuçların aksine, halka arz edilen hisse senetlerinin uzun vadede fiyat performansının pozitif olduğu tespit edilmiştir.

Finn ve Higham(1988) Sidney Borsası'nda 1966-1978 yılları arasında halka açılarak senetleri işlem görmeye başlayan 93 şirkete ait hisse senetleri için yaptıkları araştırmada, ilk gün performansını %29,2, ilk yıllık performansını ise %6,5 olarak saptamışlardır.

Uhlir(1989) Frankfurt Borsası'nda yapmış olduğu çalışmada, 1977-1987 yılları arasında halka arz olunan toplam 97 adet hisse senedinin kısa ve uzun dönemdeki fiyat performanslarını incelemiştir. Bu inceleme sonucunda, ilk gün getirisi ortalama olarak %21,5 olarak gerçekleşirken, 1 yıllık vadedeki getiri ise endeksin %7,4 altında kalmıştır.

Ritter'in(1991), 1975-1984 yılları arasında New York Borsası'nda halka arz edilmiş olan 1526 hisse senedi üzerinde yapmış olduğu kapsamlı çalışmada, ilk gün getirisinin ortalama %14,3 olarak gerçekleştiği ve fiyat performansının halka arz tarihinden itibaren ikinci aya kadar pozitif olduğu, ikinci aydan sonra düşüşe geçtiği saptanmıştır.

Levis (1993) Londra Borsası'nda hisse senetlerinin 3 yıllık fiyat performansının ise ortalama olarak %-30,6 olduğunu tespit etmiştir.

Aggarwal, Leal ve Hernandez(1993), Brezilya, Şili ve Meksika Borsası'nda hisse senetlerinin uzun dönem performansının New York Borsası'nda olduğu gibi negatif (%-47, %-23,7 ve %-19,6) olduğunu söylemektedirler.

Hong-Kong Hisse Senedi Piyasası'nda, 1993-1997 yılları arasında gerçekleşen halka arzlarla ilişkin olarak yapılan çalışmada, ilk gün getirilerinin, yüksek talepli halka arzların belirgin bir şekilde düşük fiyatlandırıldığını, düşük talepli halka arzların ise yüksek fiyatlandırıldığını gösterdiğini saptamışlardır. Buna ek olarak, düzeltilmiş uzun vadeli fazla getirilerin ilk baştaki yatırımcı talebi ile negatif ilişkisinin olduğu, böylece yüksek talep gelen halka arzların yüksek başlangıç getirisine fakat düşük uzun dönem getirisine, az talep gelen halka arzların ise düşük başlangıç getirisine, ancak yüksek uzun dönem getirisine sahip olduğu bulunmuştur.

Burada yer verilemeyen birçok çalışma ile birlikte, hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performansı üzerine oldukça fazla sayıda çalışma yapıldığı görülmektedir. Yukarıda kısaca üzerinde durulan çalışmalardan kısa dönemde düşük fiyatlandırma olgusunun var olduğu neredeyse bütün araştırmacılar tarafından ortaya konulmaktadır. Uzun dönemde ise hisse senetlerinin düşük performans gösterdiği genelde ortaya konulmakla birlikte bazı karşıt görüşler ve çalışmalar da vardır. Ölçüm performansının ve kullanılan yöntemlerin sonucu etkilediğini ortaya koyan çalışmalar da vardır. Kimi çalışmalarda uzun dönem performansının düşük fiyatlandırma olgusu ile hiçbir ilgisi olmadığı, kimi çalışmalarda ise, kısa dönemde düşük fiyatlandırma nedeniyle yüksek çıkan performansın uzun dönemde düştüğü iddia edilmektedir.

3.3. Türkiye'deki Halka Arzlardaki Fiyat Performansları ile ilgili yapılan Çalışmalar

Hayal Güzelhan ve Mediha Açar(1991) tarafından yapılmış olan Ocak 1989-Mart 1991 dönemindeki 36 ihracı kapsayan çalışmada, 36 ihracın 27'si özel sektör 5'i ise Kamu Ortaklığı İdaresi(KOİ) tarafından halka arz edilmiştir. Söz konusu çalışmaya göre, ilgili dönemde yapılan birincil halka arzlarda ilk gün %2,6, ilk hafta, %9,5; ilk ay yine %9,5 oranında ortalama getiri sağlandığından hareketle, ülkemizde düşük fiyatlandırma olgusunun var olduğu sonucuna varılmıştır.

K. Aydoğan ve J. Yıldırım(1992) tarafından hazırlanmış olan Aralık 1989-Nisan 1991 dönemini kapsayan çalışmada, halka açılan 33 adet şirket incelenmiştir. Söz konusu şirketlerin 25 tanesi özel sektörün 8 tanesi ise KOİ tarafından yapılan halka arzları içermektedir. Buna göre söz konu dönemde halka arzı yapılan hisse senedi grubunun 1. gün %1,2, 20. gün %-0,1 ve 100. gün %-18 getiri sağladığı, ancak sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olmadığı, özel sektör ve KOİ halka arzları ayrı olarak incelendiğinde, özel sektörün halka arzlarının ortalama getirisinin 1. günde %1,3, 20. günde %0,4, 100. günde %-10,7, KOİ'lerin halka arzlarının 1. günde %0,7, 20. günde %-98 ve 100. günde %30,4 olduğu bulunmuştur. KOİ'lerin halka arzında ortalama getiriler daha sonra artış göstermektedir. Bunun nedeninin KOİ'lerin halka arz sonrası piyasaya müdahale etmesinden kaynaklandığı, buradaki amacının daha sonra yapılacak halka arzlarla zemin hazırlamak olduğu belirtilmiştir(YAŞAR s15).

Halil Kıymaz(1999) İMKB’de işlem gören 163 adet şirketin 1990-1996 yılları arasında halka arz sonrası ilk ve daha sonraki performanslarını inceleyen çalışmasında, halka arz edilen şirketlerin, ilk gün itibariyle, düzeltilmiş getirilere göre, bütün şirketler için ortalama %13,6 oranında düşük fiyatlandırıldığı, bu oranın imalat sektörü için %12,2, finansal kuruluşları için %15,3 ve diğerleri için %18,5 olduğu sonucuna ulaşmıştır. İlk gün anormal getirileri, tüm hisselerde %13,1, imalat sektöründe %11,7, finansal kuruluşlarda %15 diğerlerinde %17,6 olarak gerçekleşmiştir.

Yine Halil Kıymaz(1997) tarafından yapılan İMKB’de 1990-1995 döneminde halka arz edilen mali sektör hisselerinin uzun dönem performanslarını inceleyen çalışmada, Kıymaz, hisselerin performanslarını İMKB’de işlem gördüğü ilk günü takip eden 30 aylık dönemde incelemiş ve bir bütün olarak %11 anormal getirinin sağlandığı sonucuna ulaşmıştır. Bu kuruluşların alt gruplara ayrılması sonucunda, sigorta alt grubunun %29,7, Leasing/Factoring grubunun %59 ve Holding/Yatırım grubunun %16,9’luk bir anormal getiri sağladığı bulunurken, Bankalar alt grubunun ise %-20,2’lik bir getiri sağladığı belirlenmiştir.

Suat Teker ve Ömer Ekit (2003) tarafından yapılan çalışmada ise 2000 yılında İMKB’de halka ilk arzı yapılan 34 hisse senedinin ilk 30 günlük performansı incelenmiş, ilk 3 gün için ortalama anormal getirilerin pozitif ve anlamlı olduğu, 30. günde ise getirilerin negatif fakat istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte, söz konusu çalışmada halka arz yöntemine göre yatırım stratejisinin belirlenmesi üzerinde de durulmuştur. Piyasanın yukarı eğilimli olması durumunda, halka arzdeki yöntemle bakılmadan ilk halka arzlara yatırım yapılması gerektiği, eğer halka arzın sebebi şirket tarafından ek sermaye sağlamak ise, halka arza yatırım yapıp 3 gün sonra pozisyonun kapatılması gerektiği ifade edilmiştir Diğer tüm halka arz yöntemleri için yatırımcının pozisyonunu hemen o gün likide etmesinin uygun olacağı belirtilmektedir. Eğer piyasa aşağı eğilimli ise, yatırımcının her türlü halka arza para yatırabileceğini, ancak sermaye artırımını yöntemi ile halka arzda 4 gün sonra pozisyonunu kapatmasının, diğer türlerde hemen aynı işlem gününde pozisyonunu likide etmesinin uygun olacağı belirtilmektedir.

Dr. Bengi Özer (1999) tarafından yapılan ve Kasım 1989-Aralık 1994 döneminde yapılan ilk halka arzların fiyat performanslarını inceleyen çalışmada, halka arzın ilk 3 gününde hisse senetlerinin fazla getiri sağladığı, anormal getirilerin ilk gün en yüksek oranda olduğu saptanmıştır. İlk 3 gün, ilk halka arzların fiyat hareketleri piyasa hareketlerinden bağımsız olarak gerçekleşmektedir. İlk halka arzlarla piyasa arasında bir çeşit ilişki gelişmiş piyasalarda görülürken, İMKB’de ve mevsimsel ilk halka arzlarda böyle bir ilişki görülmemiştir. 3. günden sonra ise, halka arzlarla piyasa arasında bir ilişki kurulmakta olup, bundan sonra hisse senetlerinin getirisi piyasadan çok farklı olmamaktadır. Günlük getirilerin bu günden sonra piyasa getirilerinden çok farklı olmamasına rağmen, günlük getiriler kümüle olarak artması nedeniyle, ilk günlerdeki fazla getirilerin etkisinin sürdüğü, ilk halka arzdan sonraki 2 hafta içinde getirinin artmaya devam ettiği ve maksimum noktasına bu dönemde ulaştığı, daha sonra bir düşüş eğilimine girdiği ve 250 işlem günü sonra fazla getirilerin etkisinin tamamen ortadan kaybolduğu belirtilmektedir. 250 işlem gününden sonra kümülatif getiri artmaya devam etmekte olup, bununla birlikte 500 işlem gününün sonunda ulaşılan kümülatif getiri ilk halka arzdan sonraki 2. haftanın sonunda ulaşılan kümülatif getiriden az olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu

çalışmada, ilk gün ham getirisinin %12,41 olduğu, ham getirilerin %-10,7 ile %233,3 arasında değişen bir aralıkta gerçekleştiği, ilk gün standart sapmasının % 31,17 olduğu, ancak Finansbank ve Gentaş adlı şirketlerin ilk gün getirilerinin çok yüksek olduğu, %233,3 ve %134,29 getiri sağlayan söz konusu şirketlerin dışarıda bırakılması sonucunda(outliers-aykırı değer), ilk gün ortalama getirisinin %8,47 ve standart sapmasının %15,7 olduğu bulunmuştur. Piyasaya göre düzeltilmiş getirilerin ilk işlem gününde %12,24, Finansbank ve Gentaş'ın dışarıda bırakılması sonucunda %8,35 olduğu, ikinci ve üçüncü işlem günlerinde %2,97 ve % 2,22, aykırı değerlerin dışarıda bırakılması durumunda %3,05 ve %2,31 olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tolga Ayden ve Doç. Dr. Mehmet Baha Karan (2000) tarafından yapılan çalışmada ise 1992-1995 yılları arasında yapılan ilk halka arzların uzun dönem performansları(36 ay) incelenmiş ve düşük fiyatlandırma olgusunun ilk kez halka arz olan hisse senetlerinde uzun dönemde söz konusu olmadığı sonucuna varılmıştır.

Serpil Yaşar (1997) tarafından hazırlanan ve hisse senetlerinin ilk halka arzında düşük fiyatlandırma olgusu ve halka arz sonrası performansı inceleyen çalışmada, 1995 yılında ham piyasa getirilerinin ortalamasının negatif olduğu, bu oranın 1. gün sonunda %-47,7, 1. hafta sonunda %-49,3, 1. ay sonunda %-43,5 ve 3. ay sonunda yine %-43,5 olduğu belirtilmiştir. Piyasaya göre düzeltildiğinde ise 1. gün için %-47, 1. hafta için %-47,7, 1. ay için %-50 ve 3. ay için %-51 oranlarına ulaşılmıştır. Aynı çalışmada 1996 yılı için, 1. gün ortalama ham getirilerinin ortalama olarak %3,9, 1. hafta için %7,6, 1. ay için %11,7 ve 3. ay için %39,3 olduğu bulunmuştur. Ancak bu oranlar ilk gün %226 getiri sağlayan Çelebi Hava Servisi A.Ş.'nin(outlier-aykırı değer) dışarıda bırakılmasıyla tekrar hesaplanmıştır. Bu sefer 1. gün için %2,8, 1. hafta için %4,2, 1. ay için %6,4 ve 3. ay için %34'lük oranlar bulunmuştur. Piyasaya göre düzeltilmiş getiriler hesaplandığında ise, sırasıyla "outlier" dahil ve hariç olmak üzere, ortalama getiri 1. gün için %2,3 ve %1,2, 1. hafta için %5,8 ve %2,5, 1 ay için %4,8 ve %-0,2, 3. ay için ise %1,2 ve %-0,1 olarak hesaplanmıştır.

Söz konusu çalışmada sonuç olarak, 1995 yılı için düşük fiyatlandırma olgusunun söz konusu olmadığı, 1996 yılı için ham getirilere göre halka arzların düşük fiyatlandırıldığı, düzeltilmiş getirilerin ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirtilmektedir.

Yukarıdaki çalışmalardan da anlaşılacağı üzere, genelde kısa dönemde ilk halka arzların pozitif ve bunun yanında anormal getiri sağladığı, dolayısıyla düşük fiyatlandırma olgusunun söz konusu olduğu, bunun bir istisnasının 1995 yılı olduğu, ancak uzun dönemli performanslar incelendiğinde düşük fiyatlandırma olgusundan söz etmenin mümkün olmadığı sonuçlarına varılmıştır.

3.4. 2004 ve 2005 Yıllarında Ülkemizde Yapılan Halka Arzlar ve Hisse Senedi Performansları

2000 ve 2001 yıllarında ülkemizde yaşanan likidite ve döviz krizlerinden sonra, 2001, 2002 ve 2003 yıllarında sadece 7 adet halka arz gerçekleşmiştir. 2004 ve 2005 yıllarında ise krizlerin etkisinin silinmeye başlamasıyla halka arzlar tekrar hız kazanmaya başlamış ve bu iki yıl içinde(01.01.2004-01.10.2005) 1 tanesi İMKB 2. Ulusal Pazarda işlem görmek kaydıyla 20 adet birincil halk arz gerçekleşmiştir. 2001, 2002 ve 2003 yıllarında halka arzın çok seyrek olması nedeniyle söz konusu yıllar üzerinde inceleme yapılmamıştır.

Bir sonraki sayfada, 2004 ve 2005 yıllarında İMKB Ulusal Pazar'da işlem görmek üzere halka açılan şirketlerin hisse senetlerinin ilk halka arz fiyatının belirlenmesi sırasında kullanılan yöntemler, belirlenen halka arz fiyatı, halka arz fiyatının belirlenmesinde şirketin bulunan piyasa değerinden ulaşılan fiyat üzerinden yapılan iskonto oranı ve gerçekleşen halka arz fiyatına^u ilişkin bilgilerin bulunduğu tablo yer almaktadır.^ψ

Söz konusu tabloda kullanılan hisse senedi değerlendirme yönteminin karşısında ilgili değerlendirme yöntemine göre ulaşılan firma değeri, eğer izahnamede direk olarak hisse senedi fiyatı belirtilmişse hisse senedi fiyatı yer almaktadır. (a ; b) olarak belirtilen değerler 2 değeri, (a-b) olanlar ise aralığı ifade etmektedir. Ulaşılan satış fiyatı, kullanılan değerlendirme yöntemi sonucunda ulaşılan firma değerine göre elde edilen bir hissenin değeri*, halka arz fiyatı ise ulaşılan satış fiyatından iskonto uygulanması halinde ilan edilen halka arz fiyatını göstermektedir. Uygulanan iskonto oranı son satırda yer almaktadır. Gerçekleşen fiyat ise borsada satış ya da fiyat aralığı ile talep toplama durumlarında oluşan fiyat ile halka arz fiyatı farklı olduğundan bu durumu yansıtmaktadır.

Tablodan da görüldüğü üzere, yatırım ortaklıkları haricinde, istisnası Denizbank A.Ş. olmak kaydıyla tüm halka arzlarda fiyat belirleme yöntemleri içerisinde indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılmıştır. Bunun dışında PD/DD, F/K oranı ve Firma Değeri(Girişim Değeri, Piyasa Değeri)/FVAÖK oranı piyasa çarpanları adı altında İNA'dan sonra en çok kullanılan yöntemlerdir. Genelde birden fazla yöntem kullanılmış olup, yöntemlere ağırlık verilmek suretiyle ortalaması alınarak belirli bir fiyata ulaşılmaktadır.

Burada dikkat çekilecek bir nokta, halka açılacak şirketin piyasa değeri belirlendikten ve halka arz fiyatına ulaşıldıktan sonra, fiyatın üzerinden yapılan halka arz iskontosu oranıdır. Söz konusu 20 halka arzdan 8 tanesinde hiç iskonto yapılmamıştır. Geriye kalan 12 halka arzın ise halka arz iskonto oranı ortalaması %18,2'dir. Bu ortalamayı da özellikle Fenerbahçe Sportif A.Ş.'nin %34'lük, Plastikkart A.Ş.'nin İNA'ya göre %54'lük ve Trabzonspor Sportif A.Ş.'nin %38'lik oranları yükseltmektedir. Özellikle varsayımları oldukça çok olan İNA yönteminin yoğunca kullanıldığı bir durum için halka arz iskonto oranlarının oldukça düşüktür.

^u Fiyat aralığı ile talep toplama ile borsada satış yönteminin kullanıldığı halka arzlarda belirlenen halka arz fiyatından farklı fiyat gerçekleşebilmektedir.

^ψ Söz konusu bilgiler şirketlerin izahnamelerinden alınmıştır.

*Kimi durumlarda tabloda görüldüğü üzere yöntemlere ağırlık vererek firma değeri bulunmaktadır.

Halka arz olan firma	Kullanılan Fiyatlama Yöntemleri	Ulaşılan Firma Değeri	Ulaşılan Satış Fiyatı	Halka Arz Fiyatı	İskonto Oran(%)	Gerçekleşen Fiyat
AFM	İndirgenmiş Nakit Akımları	70,6 milyon USD	14.500	14.500	0	14.500
	Piyasa Çarpanları (Girişim Değeri/AÖEFK)	60,3 milyon USD(yurt içi benzer), 64,7 milyon USD(yurt dışı benzer)				
Desa Deri	İndirgenmiş Nakit Akımları	69,1 milyon USD	3.600	2.800	22	2.800
	Ağırlıklandırılmış Piyasa Çarpanları (PD/satışlar,F/K,FD/FVAÖK,PD/DD)	70,1 milyon USD				
Evgin Yatırım Ortaklığı	Piyasa Değeri/Defter Değeri(PD/DD)		1,04	1,04	0	1,15
Fenerbahçe Sportif A.Ş.	İndirgenmiş Nakit Akımları (%14 isk.oranına göre)	291 milyon USD	15.823	10.500	34	10.500
	Piyasa Çarpanları (F/K, Girişim Değeri/FVAÖK)	(314,7 ; 191,1) milyon USD				
Akmerkez GYO	İndirgenmiş Nakit Akımları	368-448 milyon USD	36-44	40	Yok	40
BİM	İndirgenmiş Nakit Akımları	617 milyon USD	22,6-33	22,4-28	15	26,60
	Piyasa Çarpanları (F/K, Firma Değeri/FVAÖK)	425-620 milyon USD				
Burçelik VANA	PD/DD Değeri	8,7	1650-2000	1.850	Yok	1.850
	İndirgenmiş Nakit Akımları Piyasa Çarpanları (F/K, Firma Değeri/FVAÖK)	9,4 (9,2 ; 6,1) milyon USD				
Denizbank A.Ş.*	Temettü İskonto Modeli	617 milyon USD	2650-3100	2.875	Yok	2.875
	Artık Değer Yöntemi(Residual value) Tobin's Q; WEV, Firma Değeri/DD	602 milyon USD (594;598;577) milyon USD				
Doğuş OTO	İndirgenmiş Nakit Akımları	490-600 milyon USD	6750-8250	6.750	Yok	6.750
İndeks Bilgisayar	İndirgenmiş Nakit Akımları (%14 isk.oranına göre)	105,3	9.827	4.500	54	4.500
	Piyasa Çarpanları (F/K, Firma Değeri/FVAÖK)	(60,41 ; 60,27) milyon USD	(5150;5135)		13	
Plastikkart A.Ş.	İndirgenmiş Nakit Akımları	63 milyon USD	2.900	2.900	15	3.200
	Piyasa Çarpanları(Ağırlıklandırma ile) (F/K, F/Nakit Akış Oranı, PD/DD)	34 milyon USD (%70 İNA+%30PÇ)*0,85=40 milyon USD				
Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	İndirgenmiş Nakit Akımları	1907 YTL	1.412	1.400	0,8	1.400
	Piyasa Çarpanları (F/K, PD/DD)	(859 ; 975) YTL = 917 YTL (%50 İNA+%50PÇ)=1412 YTL				
Trabzonspor A.Ş.	İndirgenmiş Nakit Akımları (%10,5 isk.oranına göre)	174 milyon USD(9,54 YTL)	8,44	5,25	38	5,25
	Piyasa Çarpanları(F/K)	(113-179 milyon USD);(6,02-9,75 YTL)				
Türk Traktör A.Ş.	İndirgenmiş Nakit Akımları	301,8-334,3 milyon EURO	8.000	8.000	0	8.000
	Piyasa Çarpanları (F/K, Firma Değeri/FVAÖK)	295,3-336 EURO				
Info Yatırım Ortaklığı A.Ş.	PD/DD Değeri		1.144	1.050	8	1.160
Infotrend B Tipi Yatırım Ort. A.Ş.	Net Aktif Değeri		1,0259	1,01	1,5	1,12
İş Girişim YO A.Ş.	Portföy Değer Tablosu	4.076	4.076	3.800	6,8	3.800
	Net Aktif Değeri Piyasa Çarpanları (Girişim Sermayesi YO Prim/İsk. Oran, YO Primi/IO)	5.005 (76,8-77,4 trilyon TL)(3840-3872 TL)				
Hedef Menkul YO A.Ş.	Nominal değeri üzerinden satış yapıldığı için değerlendirme yapılmamıştır.	-	1,00	1,10	Yok	1,10
Anel Elektronik A.Ş.	İndirgenmiş Nakit Akımları	95,2 milyon USD(%50)	4,39	3,40	22,5	3,74
	Piyasa Çarpanları (PD/DD, Firma Değeri/FVAÖK)	(97,3 ; 98,4) milyon USD(%25 ; %25)				

Tablo 3: 2004-2005 Döneminde Gerçekleşen Halka Arzlar

* WEV(Warranted Equity Valuation)=(Özsermaye karlılığı-Özsermaye Büyümesi)/(Sermaye Maliyeti-Sermaye Büyümesi) metodu Denizbank A.Ş.'nin değerlemesinde kullanılmış olup bu çalışmada anlatılmamış olan bir yöntemdir.

Tablo 4 : 2004 Yılından Bugüne (07 Ekim) Birincil Halka Arzların Performansı*

Sıra	Şirket	Halka Arz Büyüklüğü	İşlem Gördüğü İlk gün	Halka Arz Fiyatı	İlk Gün Zirve	İlk Gün Kapanış	İlk Gün Zirve %	İlk Gün Kapanış %	İlk Hafta Zirve	İlk Hafta Kapanış	İlk Hafta Zirve %	İlk Hafta Kapanış %	İlk Ay Zirve	İlk Ay Kapanış	İlk Ay Zirve %	İlk Ay Kapanış %	
FENER	1	FENERBAHÇE	30.030.087	20 Şubat 04	10,50	12,80	12,80	21,9%	21,9%	15,40	14,00	46,7%	33,3%	15,40	12,10	46,7%	15,2%
INFOY	2	INFO YATIRIM ORTAKLIĞI	2.623.170	4 Mart 04	1,16	1,41	1,41	21,6%	21,6%	2,50	1,98	115,5%	70,7%	2,50	1,80	115,5%	55,2%
DESA	3	DESA DERİ	14.729.724	6 Mayıs 04	2,80	3,43	3,13	22,5%	11,8%	3,43	2,80	22,5%	0,0%	3,43	2,53	22,5%	-9,6%
BURVA	4	BURÇELİK VANA	2.800.874	17 Mayıs 04	1,85	2,04	1,68	10,3%	-9,2%	2,04	1,56	10,3%	-15,7%	2,04	1,45	10,3%	-21,6%
TTRAK	5	TURK TRAKTOR	61.950.560	11 Haziran 04	8,00	8,40	7,65	5,0%	-4,4%	8,40	6,40	5,0%	-20,0%	8,40	6,25	5,0%	-21,9%
DOAS	6	DOĞUS OTOMOTIV	172.001.947	17 Haziran 04	6,75	6,80	6,45	0,7%	-4,4%	6,80	5,85	0,7%	-13,3%	6,80	5,80	0,7%	-14,1%
INDES	7	İNDEKS BILGISAYAR	8.170.693	24 Haziran 04	4,50	4,95	4,48	10,0%	-0,4%	4,95	4,40	10,0%	-2,2%	4,95	4,10	10,0%	-8,9%
SEKFK	8	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA	2.765.641	23 Temmuz 04	1,40	1,46	1,35	4,3%	-3,6%	1,46	1,29	4,3%	-7,9%	1,46	1,16	4,3%	-17,1%
PKART	9	PLASTİK KART	8.864.935	19 Ağustos 04	3,20	3,50	3,08	9,4%	-3,9%	3,50	3,13	9,4%	-2,2%	4,88	4,33	52,5%	35,3%
DENİZ	10	DENİZBANK A.Ş.	139.529.100	1 Ekim 04	2,88	3,18	3,08	10,6%	7,1%	3,18	3,04	10,6%	5,7%	3,18	2,90	10,6%	0,9%
AFMAS	11	AFM SINEMALARI	17.468.296	19 Ekim 04	14,50	14,50	11,90	0,0%	-17,9%	14,50	12,00	0,0%	-17,2%	14,50	10,30	0,0%	-29,0%
ISGSY	12	İŞ GİRİŞİM ORTAKLIĞI	21.640.157	22 Ekim 04	3,80	4,18	3,86	10,0%	1,6%	4,18	3,82	10,0%	0,5%	4,18	3,74	10,0%	-1,6%
TSPOR	13	TRABZONSPOR	24.567.610	15 Nisan 05	5,25	5,70	5,15	8,6%	-1,9%	5,70	4,96	8,6%	-5,5%	5,70	5,15	8,6%	-1,9%
AKMGY	14	AKMERKEZ GYO	201.048.218	15 Nisan 05	40,00	44,00	43,50	10,0%	8,8%	45,75	40,75	14,4%	1,9%	45,75	40,00	14,4%	0,0%
IBTYO	15	INFOTREND B TIPI YAT. ORT	4.038.004	9 Mayıs 05	1,12	1,11	1,06	-0,9%	-5,4%	1,11	1,13	-0,9%	0,9%	1,45	1,17	29,5%	4,5%
EVNYO	16	EVGIN YAT. ORT	2.120.901	4 Temmuz 05	1,15	1,27	1,17	10,4%	1,7%	1,27	1,16	10,4%	0,9%	1,27	1,19	10,4%	3,5%
BIMAS	17	BİM	219.865.826	15 Temmuz 05	26,60	30,75	28,25	15,6%	6,2%	31,25	28,75	17,5%	8,1%	31,25	28,75	17,5%	8,1%
ANELT	18	ANEL ELEKTRONİK	25.104.415	13 Eylül 05	3,74	4,12	3,80	10,2%	1,6%	4,24	4,22	13,4%	12,8%	4,40	4,10	17,6%	9,6%
HDFYO	19	HEDEF YATIRIM ORTAKLIĞI	1.023.370	6 Ekim 05	1,10	1,17	1,13	6,4%	2,7%	1,17	1,15	6,4%	4,5%	1,17	1,15	6,4%	4,5%
Toplam		960.343.529	Ortalama					9,8	1,8			16,6	2,9			20,7	0,6

Notlar :

1-Rapordaki hesaplamalar bölünmemiş verilerden hesaplanmıştır.

2-İlk günlük veriler ilk 1 gün, ilk haftalık veriler ilk 5 işgünü, ilk aylık veriler ise ilk 22 iş gününü kapsamaktadır.

Ancak ANEL'DE rapor günü itibarıyla ilk ay da 17.gün Hedef YO'da ise 2.gün baz alınmıştır.

3-Rapor 2004 yılından bugüne yapılan Birincil Halka arzları kapsamaktadır. (Özel durumu nedeniyle DJIST dikkate alınmamıştır)

Söz konusu hisse senetlerinin halka arzdan sonraki fiyat performanslarına bakıldığı zaman ise yukarıdaki tablodaki sonuçlar ile karşılaşılmaktadır.

Tablodan, 2004-2005 yıllarında yapılan 19 halka arzdan 9 tanesinin daha ilk gün negatif getiri sağlamıştır. İlk gün endekse göre düzeltilmemiş ortalama getiri ise %1,8'dir Bu sonucun İfo Yatırım Ortaklığı, Desa Deri A.Ş. ve Fenerbahçe Sportif A.Ş.'nin yüksek performansından kaynaklandığı görülmektedir. Bu ortalama 1. hafta sonu itibariyle %2,9 ve 1. ay sonu itibariyle %0,6'dır. Söz konusu hesaplama yapılırken hisse senetlerinin halka arz fiyatları* ile performansa bakılan günün kapanış fiyatları esas alınmıştır.

Söz konusu hesaplamalarla ulaşılan getiri oranlarından endeksin getirisinin arındırıldığı anormal(fazla) getiri oranları da aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 5: 2004 Yılından Bugüne (07 Ekim) Birincil Halka Arzların Performansı (Anormal Getiri)										
Şirket	İşlem Gördüğü İlk gün	İlk Gün	İlk Gün	İlk Gün	İlk Hafta	İlk Hafta	İlk Hafta	İlk Ay	İlk Ay	İlk Ay
		Kapanış %	Endeks Kapanış %	Anormal Getiri	Kapanış %	Endeks Kapanış %	Anormal Getiri	Kapanış %	Endeks Kapanış %	Anormal Getiri %
FENERBAHÇE	20.Şub.04	21,9%	-0,01%	21,92%	33,3%	0,89%	32,44%	15,2%	8,39%	6,85%
INFO YATIRIM ORTAKLIĞI	04.Mar.04	21,6%	-0,82%	22,37%	70,7%	3,27%	67,42%	55,2%	6,85%	48,32%
DESA DERİ	06.May.04	11,8%	-3,55%	15,33%	0,0%	-6,17%	6,17%	-9,6%	-1,38%	-8,26%
BURÇELİK VANA	17.May.04	-9,2%	-3,68%	-5,51%	-15,7%	3,85%	-19,52%	-21,6%	3,43%	-25,06%
TURK TRAKTOR	11.Haz.04	-4,4%	-0,69%	-3,69%	-20,0%	-4,98%	-15,02%	-21,9%	3,27%	-25,15%
DOĞUS OTOMOTİV	17.Haz.04	-4,4%	-1,16%	-3,29%	-13,3%	-1,63%	-11,70%	-14,1%	12,04%	-26,11%
İNDEKS BILGISAYAR	24.Haz.04	-0,4%	0,41%	-0,85%	-2,2%	6,82%	-9,04%	-8,9%	12,39%	-21,28%
ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA	23.Tem.04	-3,6%	1,48%	-5,05%	-7,9%	0,16%	-8,01%	-17,1%	3,95%	-21,09%
PLASTİK KART	19.Ağu.04	-3,9%	-0,42%	-3,49%	-2,2%	1,50%	-3,69%	35,3%	5,74%	29,58%
DENİZBANK A.Ş.	01.Eki.04	7,1%	-1,05%	8,18%	5,7%	2,18%	3,56%	0,9%	5,75%	-4,88%
AFM SİNEMALARI	19.Eki.04	-17,9%	0,97%	-18,90%	-17,2%	-1,91%	-15,33%	-29,0%	2,67%	-31,64%
İŞ GİRİŞİM ORTAKLIĞI	22.Eki.04	1,6%	0,19%	1,39%	0,5%	3,15%	-2,62%	-1,6%	5,69%	-7,27%
TRABZONSPOR	15.Nis.05	-1,9%	-2,81%	0,90%	-5,5%	0,77%	-6,29%	-1,9%	3,76%	-5,67%
AKMERKEZ GYO	15.Nis.05	8,8%	-2,81%	11,56%	1,9%	0,77%	1,11%	0,0%	3,76%	-3,76%
INFOTREND B TİPİ YAT. ORT	09.May.05	-5,4%	-1,58%	-3,77%	0,9%	0,90%	-0,01%	4,5%	1,59%	2,87%
EVGIN YAT. ORT	04.Tem.05	1,7%	0,31%	1,43%	0,9%	0,82%	0,05%	3,5%	6,98%	-3,50%
BİM	15.Tem.05	6,2%	-0,26%	6,46%	8,1%	1,72%	6,36%	8,1%	-1,49%	9,58%
ANEL ELEKTRONİK	13.Eyl.05	1,6%	-0,52%	2,12%	12,8%	1,56%	11,28%	9,6%	0,00%	0,00%
HEDEF YATIRIM ORTAKLIĞI	06.Eki.05	2,7%	-3,64%	6,37%	4,5%	0,00%	0,00%	0,0%	0,00%	0,00%
Ortalama		1,8		2,81%			2,43%			-5,09%

Tablodan görüldüğü üzere ortalama olarak, birinci gün anormal getiri %2,81, 1. hafta anormal getiri %2,43 ve 1. ay anormal getiri %-5,09 olarak gerçekleşmiştir. Bu verilere göre bu dönemde yapılan halka arzlarında literatüre paralel bir şekilde ilk günlerde düşük fiyatlandırma olgusundan söz edilebilecektir. Ancak birkaç şirketin çok iyi performans göstermesi nedeniyle, zaten yeterli sayıda birincil halka arz örneğinin olmadığı bu durumda, pozitif getiriden bahsetmek oldukça risklidir. Buna ek olarak 8 şirketin ilk gün anormal getirisinin, 9 şirketin de ilk hafta anormal

*Gerçekleşen halka arz fiyatıdır.

getirisinin negatif olduğu unutulmamalıdır. Yapılan halka arzların neredeyse yarısının performansı başlangıç günleri için başarılı değildir. Buna ek olarak düşük fiyatlandırma olgusunun varlığına işaret edilen çalışmalarda, 2.2 numaralı bölümde örneklendiği üzere, ilk günlerdeki getirinin neredeyse incelenen tüm ülkelerde %10'un üzerinde olduğu görülmektedir.^ψ Bu durum da ülkemizde yapılan halka arzların kısa vadede yatırımcıların beklediği performansı sağlamadığını göstermektedir. Ayrıca, Halil Kıymaz tarafından yapılan çalışmada 1990-1996 yılları arasındaki halka arzlarda ortalama anormal getirilerin %13,1, Bengi Özer tarafından 1989-1994 yılları arasındaki halka arzlarda piyasaya göre düzeltilmiş getirilerin ortalama %12,24 olduğu dikkate alındığında 2004 ve 2005 performansları çok yetersiz kalmıştır.

Uzun vadeli performansa* ilişkin olarak aşağıdaki tabloda hisse senetlerinin ilk halka arz fiyatları ile 06.10.2005 tarihindeki kapanış fiyatlarına göre hesaplanan getiri oranları ve hisse senetlerinin ilk işlem gördüğü gün sonundaki İMKB-Ulusal 100 Endeksi ile 06.10.2005 tarihindeki İMKB-Ulusal 100 Endeksi kapanış değerleri yer almaktadır.

$$(R_i) = (P_n - P_0) / P_0$$

$$(AR_i) = R_i - R_m$$

R_i = Hisse Senedinin Basit Getirisi

P_n = Hisse Senedinin Son İşlem Günü Fiyatı

P_0 = Hisse Senedinin Halka Arz Fiyatı

AR_i = Hisse Senedinin Anormal Getirisi

R_m = Endeksin Hisse Senedinin Halka Arz günü ile Son İşlem Günü Arasındaki Getirisi

Tablo 6 : 2004-2005 Birincil Halka Arzların Uzun Dönem Performansı

Şirket	Hisse Senedi Düzeltilmiş Getiri	İlk İşlem Günü	İlk İşlem Günü Endeks Açılış	06.10.2005 Endeks Kapanış	Endeks Getiri	Hisse Senedi Anormal Getiri
FENERBAHÇE	86.72%	20.02.2004	18,606.00	33,510.40	80.11%	6.61%
INFO YATIRIM ORTAKLIĞI	-16.38%	04.03.2004	19,171.90	33,510.40	74.79%	-91.17%
DESA DERİ	-27.59%	06.05.2004	18,272.40	33,510.40	83.39%	-110.98%
BURÇELİK VANA	-27.03%	17.05.2004	16,531.30	33,510.40	102.71%	-129.74%
TÜRK TRAKTOR	11.03%	11.06.2004	17,786.40	33,510.40	88.40%	-77.37%
DOĞUS OTOMOTİV	-32.98%	17.06.2004	17,099.00	33,510.40	95.98%	-128.96%
İNDEKS BILGISAYAR	-5.11%	24.06.2004	16,820.00	33,510.40	99.23%	-104.34%
ŞEKER FİNANSAL	49.29%	23.07.2004	18,628.70	33,510.40	79.89%	-30.60%
PLASTİK KART	21.36%	19.08.2004	19,268.10	33,510.40	73.92%	-52.56%
DENİZBANK A.Ş.	195.63%	01.10.2004	21,953.50	33,510.40	52.64%	142.99%
AFM SİNEMALARI	-39.25%	19.10.2004	22,334.30	33,510.40	50.04%	-89.29%
İŞ GİRİŞİM ORTAKLIĞI	-28.42%	22.10.2004	22,201.50	33,510.40	50.94%	-79.36%
AKMERKEZ GYO	3.13%	15.04.2005	24,542.00	33,510.40	36.54%	-33.41%
TRABZONSPOR	-15.81%	15.04.2005	24,542.00	33,510.40	36.54%	-52.35%
INFOTREND	-20.54%	09.05.2005	25,099.90	33,510.40	33.51%	-54.05%
EVGIN YAT. ORT	-8.70%	11.07.2005	27,842.40	33,510.40	20.36%	-29.06%
BİM	27.82%	15.07.2005	28,500.90	33,510.40	17.58%	10.24%
ORTALAMA	10.19%				63.33%	-53.14%

^ψ Bkz. Tablo Bölüm 2.2

* Burada uzun vadeden kasıt 1 aydan uzun ve son işlem gününe(06.10.2005) kadar olan performanstır.

Aşağıdaki tabloda ise hisse senetlerinin ilk halka arz gününden 06 Ekim 2005 tarihine kadar hesaplanan kümülatif getiri oranları yer almaktadır. Aynı dönem için Endeksin kümülatif getirisinin hesaplandıktan sonra hisse senedi getirisinden çıkarılmasıyla kümülatif anormal fazla getiri oranlarına(CAR) ulaşılmıştır.

$$(R_i)=(P_i-P_{i-1})/P_{i-1}$$

$$CR_i=\sum_{a=1}^{a=n} R_i$$

$$CAR_i=CR_i-CR_m$$

R_i = Hisse Senedinin Basit Getirisi

CR_i = Hisse Senedinin Kümülatif Getirisi

P_n = Hisse Senedinin Son İşlem Günü Fiyatı

P_0 = Hisse Senedinin Halka Arz Fiyatı

CAR_i = Hisse Senedinin Anormal Getirisi

CR_m =Endeksin Hisse Senedinin Halka Arz günü ile Son İşlem Günü Arasındaki Kümülatif Getirisi

Tablo 7 : 2004-2005 Birincil Halka Arzların Uzun Dönem Performansı(Kümülatif Getiri-Cumulative Return)						
Şirket	Hisse Senedi Düzeltmiş Kümülatif Getiri	İlk İşlem Günü	İlk İşlem Günü Endeks Açılış	06.10.2005 Endeks Kapanış	Endeks Kümülatif Getiri	Hisse Senedi Kümülatif Anormal Getiri
FENERBAHÇE	86,40%	20.02.2004	18,606.00	33,510.40	63,84%	22,57%
INFO YATIRIM ORTAKLIĞI	2,97%	04.03.2004	19,171.90	33,510.40	60,76%	-57,79%
DESA DERİ	-25,45%	06.05.2004	18,272.40	33,510.40	64,87%	-90,32%
BURÇELİK VANA	-24,21%	17.05.2004	16,531.30	33,510.40	74,69%	-98,90%
TURK TRAKTOR	16,91%	11.06.2004	17,786.40	33,510.40	67,00%	-50,09%
DOĞUS OTOMOTIV	-35,20%	17.06.2004	17,099.00	33,510.40	70,87%	-106,08%
İNDEKS BILGISAYAR	-0,57%	24.06.2004	16,820.00	33,510.40	72,51%	-73,07%
ŞEKER FİNANSAL	65,91%	23.07.2004	18,628.70	33,510.40	62,13%	3,78%
PLASTİK KART	34,15%	19.08.2004	19,268.10	33,510.40	58,56%	-24,41%
DENİZBANK A.Ş.	123,50%	01.10.2004	21,953.50	33,510.40	45,09%	78,42%
AFM SİNEMALARI	-41,87%	19.10.2004	22,334.30	33,510.40	43,21%	-85,08%
İŞ GİRİŞİM ORTAKLIĞI	-29,91%	22.10.2004	22,201.50	33,510.40	43,79%	-73,70%
AKMERKEZ GYO	4,67%	15.04.2005	24,542.00	33,510.40	32,19%	-27,52%
TRABZONSPOR	-14,66%	15.04.2005	24,542.00	33,510.40	32,19%	-46,85%
INFOTREND	-18,83%	09.05.2005	25,099.90	33,510.40	29,66%	-48,49%
EVGIN YAT. ORT	-8,10%	11.07.2005	27,842.40	33,510.40	18,90%	-27,00%
BİM	26,99%	15.07.2005	28,500.90	33,510.40	16,54%	10,45%
ORTALAMA	9,57%				50,40%	-40,83%

Tablolarda Hedef Yatırım Ortaklığı ve Anel Elektrik yer almamaktadır. Söz konusu hisse senetlerinin uzun dönem getirileri, 10 Ekim itibariyle Anel Elektrik'in 2 gün Hedef Yatırım Ortaklığı'nın da 17 gün işlem görmüş olması nedeniyle hesaplanamamıştır. Tabloda yer alan değerlere, hisse senetlerinin sermaye artırım ve temettülere göre düzeltilmiş fiyatları üzerinden hesaplanan getirilerine temettü dağıtan şirketlerin temettü getirileri de eklenerek ulaşılmıştır. Anormal getiri ise endeksin aynı dönem için sağladığı varsayılan getirinin hisse senedinin getirisinden çıkarılmasıyla bulunmuştur. Tabloda yer alan sonuçlara göre, ortalama değerlere bakıldığında, 2004-2005 dönemindeki halka arzların uzun vadeli performanslarının düşük olduğu (%10,2, %9,6 CAR), endeksin getirisi arındırıldığında bu oranın %-53,1 (%-40,83 CAR) olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar, önceki bölümlerde uluslararası çalışmalarda örneklerini gördüğümüz, ilk halka arzların uzun vade performansının negatif olduğu tezini desteklemektedir. Çalışmamızda hisse senetleri

için getiri hesaplanan dönemlerin birbirine eşit olmadığını belirtmek gerekir. Halka arzdan son işlem gününe kadar geçen süre bazı hisse senetlerinde 1 yıldan fazla, bazılarında ise 2 aylık bir süredir. Literatürde yapılan çalışmalarda, uzun dönemin tam olarak halka arzdan sonraki ne kadar süre olması gerektiği konusunda bir uzlaşma sağlanamamıştır. Bununla birlikte bu çalışmalarda, her hisse senedi için aynı gün sayısı kullanılmaktadır. Ancak bu çalışmada hisse senetlerinin halka arz tarihlerinin yakın geçmiş olması nedeniyle ve tüm hisse senetlerinin performansının belirlenebilmesi amacıyla her bir hisse senedi için ilk işlem gününden son işlem gününe kadar getiri hesaplanmış ve bulunan oranların ortalaması alınmıştır.

Hem kısa hem de uzun vadeli performans açısından 2004, 2005 yıllarında yapılan halka arzlarda performansın beklenenden düşük olduğu ortadadır. Halka arz olduklarından bu yana sadece 3 adet hisse senedi endeksten daha fazla getiri sağlamıştır. 10 adet hisse senedinin piyasa değeri halka arz fiyatının da altındadır.

Bu bölümde yapılan çalışmada dikkate alınması gereken bir nokta, çalışmanın başında da belirtildiği üzere, elde edilen sonuçların; hisse senedinin piyasada oluşan fiyatının, olması gereken fiyatı yansıttığı ve etkin piyasanın var olduğu varsayımları altında değerlendirilmesinin gerektiğidir. Ayrıca incelenen dönemin bütün halka arzlar için genelleştirme yapılmasına imkan vermeyecek kadar kısa olduğunun(2004-2005 yılı halka arzları-19 adet halka arz) belirtilmesinde fayda vardır.

Aşağıdaki tabloda 2004 ve 2005 yıllarında yapılan halka arzlarda halka arz edilen şirketlerin halka açıklık oranları ve diğer bilgiler yer almaktadır:

Tablo 8: 2004-2005 Halka Arzlarda Halka Açıklık Oranları, Halka Arz Yöntemleri, Satış Yöntemleri, Aracılık Yüklenim Çeşitleri				
Halka arz olan firma	Aracılık Yüklenimi	Halka Arz Yöntemi	Satış Yöntemi	Halka Arz Oranı(%)
AFM	Bakiyeyi Yüklenim(BY)	Sermaye Artırımı,OS	SFTT	35,10
Desa Deri	Bakiyeyi Yüklenim	Sermaye Artırımı,OS	SFTT	30,00
Evgin Yatırım Ortaklığı	Bakiyeyi Yüklenim ve En İyi Gayret	Ortak Satışı	Borsada Satış	99,00
Fenerbahçe Sportif A.Ş.	Bakiyeyi Yüklenim	Ortak Satışı	SFTT	15,00
Akmerkez GYO	En İyi Gayret	Ortak Satışı	FATTT(tavandan)	49,00
BİM	Bakiyeyi Kısmen Yüklenim ve En İyi Gayret	Ortak Satışı	FATTT(tavandan)	37,50
Burçelik VANA	Bakiyeyi Yüklenim ve En İyi Gayret	Sermaye Artırımı,OS	SFTT	38,30
Denizbank A.Ş.	Bakiyeyi Yüklenim	Sermaye Artırımı,OS	FATTT(tavandan)	22,24
Doğuş OTO	Bakiyeyi Yüklenim	Ortak Satışı	FATTT(tavandan)	33,30
İndeks Bilgisayar	Bakiyeyi Yüklenim	Sermaye Artırımı	SFTT	15,00
Plastikkart A.Ş.	Bakiyeyi Yüklenim	Sermaye Artırımı	Borsada Satış	28,57
Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	Bakiyeyi Yüklenim	Sermaye Artırımı	SFTT	15,00
Trabzonspor A.Ş.	Bakiyeyi Yüklenim	Ortak Satışı	SFTT	25,00
Türk Traktör A.Ş.	Bakiyeyi Yüklenim	Ortak Satışı	SFTT	25,00
Info Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Bakiyeyi Yüklenim	Ortak Satışı	Borsada Satış	98,60
Infotrend B Tipi Yatırım Ort. A.Ş.	Bakiyeyi Yüklenim ve En İyi Gayret	Sermaye Artırımı,OS	Borsada Satış	99,40
İş Girişim YO A.Ş.	Bakiyeyi Yüklenim	Sermaye Artırımı,OS	SFTT	32,78
Hedef Menkul YO A.Ş.	Bakiyeyi Yüklenim	Ortak Satışı	Borsada Satış	50,00
Anel Elektronik A.Ş.	Bakiyeyi Yüklenim	Sermaye Artırımı	Borsada Satış	40,91

Tablodaki halka arz oranlarına göre söz konusu halka arzlarda ortalama halka açılma oranı %41,63'tür. Bu ortalamayı yatırım ortaklıkları yükseltmektedir. Yatırım Ortaklıkları dışarıda bırakıldığında toplam 13 şirketin halka arz oranı ortalaması yalnızca %27,8 çıkmaktadır.

Aşağıdaki tabloda ise yukarıdaki tabloda belirlenen halka arz yöntemleri ve aracılık yüklenim çeşitlerine göre gruplanan hisse senetlerinin ortalama performansları yer almaktadır.

Tablo 9: 2004-2005 Halka Arzlarda Halka Arz Yöntemleri ve Aracılık Yüklenim Çeşitlerine Göre Performans			
OS(ilk gün)	OS(ilk hafta)	OS(ilk ay)	OS(uzun)
7,11%	9,30%	0,07%	-54.38%
SA(ilk gün)	SA(ilk hafta)	SA(ilk ay)	SA(uzun)
-1,82%	-2,37%	-4,26%	-62.89%
SA ve OS(ilk gün)	SA ve OS(ilk hafta)	SA ve OS(ilk ay)	SA ve OS(uzun)
-0,55%	-4,63%	-12,37%	-53.68%
BY(ilk gün)	BY(ilk hafta)	BY(ilk ay)	BY(uzun)
3,09%	3,78%	-5,55%	-59.14%
BY ve EİG(ilk gün)	BY ve EİG(ilk hafta)	BY ve EİG(ilk ay)	BY ve EİG(uzun)
-0,35%	-3,28%	-4,03%	-50.65%

Tabloya göre, ilk halka arzlarda ortak satışı, sermaye artırımı veya ikisinin beraber kullanılması yönteminin; ayrıca aracı kurum konsorsiyumunun bakiyeyi yüklenim, en iyi gayret veya her ikisinin kullanılması yönteminin getiriler üzerinde farklılık yaratıp yaratmadığını görebilmek düşüncesiyle yapılan çalışmada, sadece ortak satışı yöntemiyle yapılan halka arzların ilk günlerde başarılı performans gösterdiği, sadece sermaye artırımının kullanıldığı birincil halka arzlardan ilk günlerde de başarısız performansın yaşandığı, her ikisinin kullanıldığı halka arzlarda ise yine başarısız bir performans yakalandığı görülmüştür. Ancak bir aydan sonra hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın ortalama anormal getirinin %-40 ve altı bir değer aldığı görülmektedir. Bununla birlikte halka arz sayısının alt bölümlere ayrılması sonucunda iyice küçülen gözlem sayısı yanlış yorumlara yol açabilir. Aracılık yüklenim yöntemi ile ilgili incelemede ise, sadece bakiyeyi yüklenim yönteminin ilk günlerde hem bakiyeyi yüklenim hem de en iyi gayret aracılığının kullanıldığı halka arzlara göre daha iyi bir performans sergilediği söylenebilir. Sadece en iyi gayret aracılığının kullanıldığı halka arz bir tek Akmerkez GYO halka arzıdır; bu nedenle dikkate alınmamıştır.

4. Değerlendirme

Hisse senetlerini halka arz eden şirket sahipleri mümkün olduğunca yüksek fiyattan halka arzı tercih ederken, yatırımcı bunun tam tersi bir beklentide olacaktır. Düşük fiyatlandırma olgusunun detaylandırıldığı bölümde bazı teorilerin açıklamaya çalıştığı gibi halka arzı gerçekleştiren yatırım bankaları(aracı kurumlar) genelde düşük fiyatlandırmayı tercih etmektedirler. Bu durumdan piyasa rahatsız olmamaktadır. Kısa vadede başarılı bir performans gösteren hisse senetleri uzun vadede negatif anormal getiri sağlasa da bunun halka arzla ilgisinin olup olmadığına dair tartışmalar sürmektedir. Bharat A. Jain ve Omesh Kini tarafından yapılan çalışmada, halka arz edilen şirketlerin halka arz sonrasındaki beş yıldaki işletme

performanslarının, halka arzdan önceki 1 yıldaki performanslarının altında kaldığı, böylece halka arz sırasında yüksek olan yatırımcı beklenti ve umutlarının sonradan kaybolduğu, şirketlerin satış ve sermaye harcamalarında arz sonrası artış olmasına rağmen, kar marjlarının düştüğü, halka arz edilen şirketlerin kar marjlarının büyüyeceği beklentisiyle fiyatlandığını ama kar marjının arz sonrası düşmesinin şirketin hisse fiyatının düşmesine neden olduğu belirtilmektedir.

Fakat farklı olan kısa vadede de mesela halka arzın ilk günlerinden itibaren başarısız performanslardır. Başarısızlık, hisse senedi bazında görülebileceği gibi, bunun halka arzların geneline yayılması durumunda sermaye piyasaları için güven kaybına neden olmaktadır. Ayrıca kısa vadede beklenenin çok altında bir performanstan sonra uzun vadede de yüksek kayıplarla karşı karşıya olunması fiyatın olması gerekenden yüksek belirlendiği düşüncesine neden olmaktadır.

Bir hisse senedinin belirlenen halka arz fiyatının, gerçek değerine uygun olup olmadığını tespiti yarayacak belirli bir formül yoktur. Değerlemede problem, yeterli sayıda yöntem olmaması değil, oldukça fazla sayıda değerlendirme yönteminin bulunmasıdır. Bu nedenle değerlemede kullanılacak yöntemin seçimi oldukça kritiktir. Değerlemede kullanılan yöntemin şirketin özelliklerine uygun olup olmadığını kontrolünün çok iyi yapılması gerekmektedir. Buna ek olarak kullanılan değerlendirme yönteminin piyasanın durumuna uygun olması beklenir. Örneğin indirgenmiş nakit akımları yöntemi oldukça uzun vadeli bir değerlendirme yöntemidir. Ayrıca, İNA kullanıldığı zaman hangi nakit akımının kullanılacağına da çok iyi belirlenmesi gerekmektedir. Buna karşın karşılaştırmalı değerlendirme şu anki piyasa durumunu göz önüne alıp buna göre değerlendirme yapan bir yöntemdir. Ancak, çarpan yönteminin kullanıldığı durumlarda da hangi çarpanın kullanılacağına belirlenmesi de aynı derecede önemlidir. Çarpanlar yöntemi kullanılırken de piyasanın iyimser mi kötümser bir dönemde olduğuna da bakılması gerekmektedir. Karşılaştırılabilir metodların piyasa ile çok ilgisi olması piyasanın durumunun iyice değerlendirilmesi gerektiğini ortaya çıkarmaktadır.

Doğru değerlendirme yöntemlerinin uygulanması bazen doğru sonuca ulaştırmayabilir. Nihayetinde yöntemde kullanılan bilgiler şirketlerin mali tablolarından elde edilen bilgilerdir ve bu bilgilerin doğruluğundan şirket sorumlu olmakla birlikte, yatırım bankaları söz konusu tutarlar üzerinden değerlendirme yapmaktadırlar, yukarıda da belirtildiği üzere özellikle ortak satışı yoluyla yapılan halka arzlarda hisselerini daha yüksek değerden satmak isteyen şirket sahipleri fiyatın yüksek belirlenmesini sağlamak amacıyla kar yönetimi yöntemlerine başvurabilir. Böylece halka arzda kullanılan mali tablolarda şirket karının veya kazançlarının yüksek göstermek yoluna başvurulabilir. Yapılan araştırmalar, halka arzlardan önce kâr yönetimi uygulamalarının yoğun olarak kullanıldığını göstermektedir (Leland 1977). Mali tablolardaki kâr rakamının yüksekliği, hisse senetlerinin fiyatının yüksek olarak belirlenmesine ve yeterli talebin oluşmasına olanak sağlamaktadır (ERCİYAS s10).

Kar yönetimi konusu bu çalışmada ele alınamayacak kadar kapsamlı bir konu olmasından dolayı sadece hisse senedinin değerinin doğru belirlenmemesine neden olabilecek bir faktör olarak değinilmiştir. Burada özellikle bağımsız denetim şirketlerine büyük iş düşmektedir.

Bunun yanında, “Hot issue market” kısmında açıklandığı üzere bazı dönemlerin halka arza daha uygun olduğu, mesela halka arz trendinin kaybolduğu bir

dönemde halka arz fiyatları, piyasanın bu trendinin göz ardı edilmesi neticesinde yüksek olabilir. Bu durum da başarısız ihraçlara neden olabilir.

Varlık büyüklüğü, toplam halka arz tutarı, halka arz oranı ve halka arz yöntemi gibi değişkenlerin fiyat belirlenirken göz ardı edilmesi de fiyatın doğru belirlenememesine neden olabilmektedir.

Ülkemizdeki halka arzlarla ilgili değerlendirme yaptığımız zaman aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

2004-2005 yıllarında halka arz olan hisse senetlerinin düzeltilmemiş getirilerine göre 18 hisse senedinin 1 ay sonraki getirisinin yönünün (pozitif/negatif) ilk günkü ile aynı olduğu, endekse göre düzeltilmiş getirilere göre ise 9 tane hisse senedinde getiri yönünün aynı olduğu görülmüştür. Bu da ilk günkü performansın hisse senedinin daha sonraki performansı üzerinde de etkili olduğu sonucuna ulaştırmaktadır. Bu durum yatırımcıların da ilk halka arzlarda spekülasyon amacıyla hisse senedini aldığını ve ilk gün başarısız performans olursa halka arzdan aldığı hisse senetlerini maliyetinin altında da olsa satmaya razı olduğunu göstermiştir. 2000 yılında yoğun olarak yapılan halka arzların ilk 3 gününün pozitif anormal getiri sağladığı hatırlatıldığında, buna ek olarak o dönemde uzun vade performanslarının negatif olmakla birlikte, bugünkü kadar düşük (%-53,1 anormal getiri, %-40,83 CAR) olmadığı dikkate alındığında son dönemdeki halka arz performansının iyi olmadığı ortadadır.

Ülkemizde yaşanan 2000 ve 2001 likidite ve döviz krizleri sonrasında, güvenin azalması sebebiyle sermaye piyasasında uzun vadeli pozisyon taşıyan yatırımcı sayısı azalmış ve daha çok spekülörlerin yer alması nedeniyle, halka arzlarda da bu durum daha hemen başlangıçta pozitif getiri sağlayamayanların hemen satışa geçmesi nedeniyle halka arzlarda çok düşük performansların gerçekleşmesine neden olmuştur.

2004-2005 yıllarında yapılan halka arzlarda fiyatın belirlenmesinde en çok kullanılan yöntem indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. Yatırım ortaklıkları ve Denizbank A.Ş. hariç tüm halka arzlarda kullanılmıştır. Söz konusu yöntem, teori kısmında detaylı açıklandığı üzere, şirket ile ilgili birçok varsayımı içermektedir. İNA, diğer değerlendirme yöntemlerinden özellikle piyasa çarpanları, F/K oranı, PD/DD değerinde olduğu gibi sektör ve piyasa ile ilgili değişkenleri yeterince içermediği dikkate alındığında şirketin iyi analiz edilememesi durumunda yanlış sonuçlara götürebilmektedir. Ayrıca muhasebe uygulamalarındaki önemli farklılıklar nedeniyle, bir şirketin gerçek performansını gizlemesi veya olduğundan daha iyi göstermesi olasılığı, kazanç ve bilançoya göre değerlendirme yöntemlerinin en önemli riskidir. Diğer taraftan İNA yöntemi piyasalarla ilgili olarak da çok uzun vadeli tahminleri içermektedir. İNA yönteminin kullanıldığı halka arzlarda halka arz edilen şirketlerin daha sonraki yıllarda projeksiyonu yapılan bilançodaki tutarların gerçekleşme oranına ilişkin detaylı bir çalışma yapılması yerinde olabilecektir. Böylece değerlemesi yapılan şirketlerin nakit akımlarının ne kadar doğruluk ile tahmin edilebildiği ve İNA yönteminin ülkemizde geçerliliği sorgulanabilecektir.

Ayrıca, bazı değerlemelerde sadece indirgenmiş nakit akımları yönteminin kullanıldığı göz önüne alınarak diğer yöntemlerden özellikle piyasa ile ilişkili, önceden önerilecek bir yöntemin hisse değerinin belirlenmesinde kullanılması uygulamada istikrar ve teklik açısından yerinde olabilir. Başka bir deyişle, hisse

senedi değerlemesi yapılırken 2 hatta 3 yöntemin kullanılması zorunlu hale getirilebilir. Bu da karşılaştırma imkanı sağlayacaktır.

Birincil halka arzlarda halka arz oranları oldukça düşüktür. Ülkemizde yapılan halka arzlarda şirketlerini halka arz eden şirket sahipleri, yönetim kontrolünün ve şirketin çoğunluk hissesinin küçük yatırımcıya geçmesini istememektedirler. Bu da böyle bir sonucu karşımıza çıkarmaktadır. Ancak şirket değerlemesi yapılırken şirketin değeri, şirketin %100'ü için bulunmakta olup, belirlenen fiyat şirketin yönetim kontrolünün devrini de içermektedir. Nihayetinde, etkin piyasalar yaklaşımı altında piyasada oluşan fiyatı en doğru fiyat olarak kabul ettiğimizde, Tüpraş ve Erdemir özelleştirmelerinde³ görüldüğü üzere, yönetim kontrolünün devri yapıldığı zaman, hisseler piyasa fiyatının yaklaşık iki katına satılmıştır. Öyleyse halka arz sırasında belirlenen fiyat şirketin gerçek değerini yansıtsa bile, yönetim kontrolünün şirket sahiplerinde hem de yüksek bir yüzdeyle kaldığı ve ülkemizde temettü getirisinin de yeterli olmadığı dikkate alındığında, halka arz fiyatının yatırımcılar için yüksek olduğu düşünülmektedir. Birincil halka arzlarda halka arz oranları yükseltilmesinin sağlanması için teşviklerin getirilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Ülkemizdeki ilk halka arz piyasasının durgun bir dönemde olma ihtimalinden de bahsedilebilir. Başarılı bir trende dönülebilmesi halinde daha başarılı halka arzlarla imza atılabilecek ve 2000 yılındaki performans yakalanabilecektir.

Bazı halka arzlarda fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler uygulanmak suretiyle fiyatın halka arz fiyatının düşmesi engellenmeye çalışılmış ancak piyasanın yönünü değiştirmek konusunda çoğu zaman yeterli olmamıştır. İlk halka arzlardan sonra belirli bir süre aracı kuruma piyasa yapıcılığı (market maker) sisteminin sürekli hale getirilmesi, özellikle de fazla tahsis hakkı (overallotment option, greenshoe option) yönteminin uygulanması halka arzlara olan güveni artırmak açısından yerinde olabilir.*

Bunlara ek olarak, izahnamalarda değerlemeyle ilgili kısımlarda yer alan bilgilerin yeterince açıklayıcı olmadığı, kullanılan değerlendirme yöntemlerinin izahnamalarda daha detaylı olarak yatırımcılara aktarılmasının, indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanıldığı zaman yapılan varsayım ve tahminlerin gerekçesinin belirtilmesinin yatırımcılar için faydalı olacağı, bu durumda halka arzlarda belirlenen fiyata güvenin artacağı ve halka arzların ilk gün etkisinden kurtulacağı düşünülmektedir.

³ Tüpraş'ın Koç-Shell ortaklığına satışına göre toplam değeri 8 milyar 110 milyon dolara geliyor. Bu da satışın İMKB'deki cuma günü kapanış fiyatına göre yüzde 80.2 oranında primli olduğunu gösteriyor. Bu durumda bir Tüpraş hissesinin fiyatı 43.2 YTL'ye geliyor. (Radikal 13 Eylül 2005)
Piyasa değeri 3.4 milyar dolar olan Erdemir'in yüzde 49.29'u, AB rüzgârının etkisiyle 2 milyar 960 milyon 391 bin dolara OYAK'a satıldı. Bu fiyatla, Erdemir'in değeri, piyasa değerinin yüzde 77.4 üzerine çıkarak 6 milyar 6 milyon dolara ulaştı. (Radikal 5 Ekim 2005)

* Detaylı değerlendirme için Bkz.: Neslihan BODEN, "Ek Satış Hakkının Kullanımı, Piyasa Yapıcılığı İşlevi Açısından Değerlendirilmesi, Çeşitli Ülke Uygulamaları", Yeterlik Etüdü, 2002

5. SONUÇ

Ülkemizde anonim şirketlerin hisse senetlerinin halka arzı suretiyle finansman sağlanması SPKn.'nin yürürlüğe girmesi ve SPKr.'nin yaptığı düzenlemeler sonucu yasal bir çerçeveye oturtulmuş ve hız kazanmış, özellikle 2000 yılında yapılan halka arzlarda göze çarpan büyük artış, sermaye piyasalarına olan güveni artırmıştır. Ancak 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan finansal krizler, ülkemizde birçok alanda yarattığı hasarı sermaye piyasalarında da yaratmış ve 2001-2003 yıllarında yalnızca 7 adet birincil halka arz gerçekleşmiştir. 2004-2005 yıllarında yine ivme kazanmaya başlayan ilk ihraçlar sonrasında piyasalarda ilk halka arzların başarısız olduğu ve fiyatın yüksek belirlendiği kanısı oluşmaya başlamıştır. Şirketlerin hisselerini halka arz etmesi yoluyla kaynak sağlaması, halka arzdan alınan hisselerin, yatırımcılara sağlayacağı getiri ile cezbedici olması durumunda kalıcı olabilir. İlk halka arzlarda şirketin ve hisse senedinin değerinin doğru tespit edilebilmesi bu bakımdan oldukça önemlidir.

Bununla birlikte, birincil halka arzlarda şirket değerinin tam doğru olarak tespit edilmesi söz konusu şirket hisselerinin alınıp satıldığı ikincil bir piyasanın olmaması nedeniyle kolay değildir. Hisse senedinin değerinin belirlenmesi sırasında hem ihracı yapan şirketin hem de potansiyel yatırımcıların menfaatlerinin gözönünde bulundurulması gerekecektir. Değerin yüksek tespit edilmesi halka arzın başarısız olmasına, düşük kalması da şirketin fazladan maliyete katlanmasına neden olacaktır.

Uluslararası çalışmalar dünyadaki ilk halka arzlarda hisse senedinin fiyatının büyük oranda düşük belirlendiğini ortaya koymuştur. Ülkemizde yapılan sınırlı sayıdaki çalışmada da bu durum ortaya konmuştur. Bu çalışmada son iki yıldaki halka arzlarda oluşan hisse senedi performansının ilk halka arzda hisse senedi değerlendirme yöntemleri ile birlikte değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

Bu amaç doğrultusunda, çalışmamız üç ana bölümden oluşmuştur. Birinci bölümde, hisse senetlerinin ilk halka arzında fiyatlandırma yöntemleri ele alınmıştır. Bu bölümde fiyat/kazanç oranı, indirgenmiş nakit akımları yöntemi, kar payı modeli, çarpanlar yöntemleri, piyasa değeri/defter değeri oranı, yeniden kurma maliyeti, yerine koyma maliyeti, tasfiye değeri ve gelecekte öneminin oldukça artacağı düşünülen EVA yöntemleri anlatılmıştır. Bu bölümün sonunda düşük fiyatlandırma ve "Hot issue markets" olarak adlandırılan teorilere yer verilmiştir.

İkinci bölümde ise ülkemizde ve yurt dışında ilk ihraçlarla ilgili yapılan çalışmalar üzerinde kısaca durulmuş, ülkemizde 2004 ve 2005 yıllarında yapılan halka arzların kısa ve uzun dönem performansları belirlenmiştir. Ayrıca söz konusu halka arzlarda, hisse senedinin değerinin belirlenmesinde kullanılan yöntemler, belirlenen şirket değeri üzerinden halka arz fiyatının belirlenmesinde uygulanan iskonto oranları, halka açılma oranları incelenmiştir.

Üçüncü bölüm, ilk halka arzlarda fiyatın doğru belirlenmemesine neden olabilecek etmenlerin en önemlilerini ve ülkemizde 2004 ve 2005 yıllarında gerçekleştirilen halka arzlardaki performansa ilişkin değerlendirmeleri içermektedir. Uluslararası çalışmaların çok büyük bir kısmında, hisse senetlerinin başlangıç getirilerin pozitif olduğu ortaya konmuş ve düşük fiyatlandırmanın nedenleri üzerine teoriler yazılmışken, uzun dönem performansının birkaç çalışma dışında negatif

olduğu sonucuna varılmıştır. Ancak uzun dönemdeki negatif getiriye ilk halka arzla ilişkilendirilmesinin yanlış olduğunu söyleyen çalışmalar da bulunmaktadır.

Ülkemizde konuyla ilgili yapılan çalışmalarda yurt dışında yapılan çalışmalardaki kadar yüksek başlangıç getirileri olmamakla birlikte, düşük fiyatlandırma olgusunun varlığından söz edilebilmiştir. Ancak 2004 ve 2005 yıllarında yapılan halka arzlarda hisse senetlerinin performansının hem başlangıç getirileri açısından hem de uzun dönemde beklenenden daha başarısız olduğu gözlemlenmiştir.

Hisse senedinin ilk günkü performansının sonraki günlerde de belirleyici olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum, yatırımcıların da ilk halka arzlarda spekülasyon amacıyla hisse senedini aldığını ve ilk gün başarısız performans olursa halka arzdan aldığı hisse senetlerini maliyetinin altında da olsa satmaya razı olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla ülkemiz sermaye piyasalarında uzun vadeli pozisyon taşıyan tasarruf sahiplerinin sayısı ve halka arz olan şirketlerin belirlenen hisse fiyatlarına güven azalmıştır.

Ülkemizde 2004 ve 2005 yıllarında yapılan halka arzların tamamında indirgenmiş nakit akımları yöntemi uygulanmıştır. Diğer yöntemlerin bazı halka arzlarında bu yöntem ek olarak kullanıldığı, birden fazla değerlendirme yönteminin kullanıldığı halka arzlarında, farklı yöntemlerle hesaplanan değerlere ağırlık verilmesi suretiyle nihai değere ulaşıldığı görülmüştür.

Belirlenen şirket değeri üzerinden uygulanan halka arz iskontosu oranlarının ve halka arz oranlarının da düşük olduğu sonuçlarına varılmıştır. Yönetim kontrolünün devri şirketlerin değerinde önemli ölçüde değişiklik yaratmaktadır. Halka arz oranı %20-30 civarında kaldığı zaman şirketin kontrolü tamamen büyük ortaklarda kalmaktadır. Ancak, değerlemeye yapılırken şirketin değeri, şirketin %100'ü için şirketin tamamının devri yapılmış gibi belirlenmekte olup, belirlenen fiyatın şirketin yönetim kontrolünü de içermekte olduğu gözönüne alındığında, düşük halka arz oranları ile fiyatların yüksek kalması durumuyla karşılaşılmaktadır. Tüpraş ve Erdemir özelleştirmelerinde görüldüğü üzere, yönetim kontrolünün devri yapıldığı zaman, hisseler piyasa fiyatının yaklaşık iki katına satılmıştır. Halka arz oranlarının yükseltilmesi yönünde çalışmalar yapılması ve teşvikler getirilmesinin yararlı olacağı düşünülmektedir.

İlk halka arzlardan sonra belirli bir süre piyasa yapıcılığı (market maker) sisteminin sürekli hale getirilmesi, özellikle fazla tahsis hakkı (overallotment option, greenshoe option) yönteminin uygulanması yararlı olabilir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, teori kısmında detaylı açıklandığı üzere, şirket ile ilgili birçok varsayımı içermektedir. İNA, diğer değerlendirme yöntemlerinden özellikle piyasa çarpanları, F/K oranı, PD/DD değerinde olduğu gibi sektör ve piyasa ile ilgili değişkenleri yeterince içermeyen dikkate alındığında şirketin iyi analiz edilememesi durumunda yanlış sonuçlara götürebilmektedir. Ayrıca muhasebe uygulamalarındaki önemli farklılıklar nedeniyle, bir şirketin gerçek performansını gizlemesi veya olduğundan daha iyi göstermesi olasılığı, kazanç ve bilançoya göre değerlendirme yöntemlerinin en önemli riskidir. Diğer taraftan İNA yöntemi çok uzun vadeli bir tahmini içermektedir. Bu nedenle, bazı değerlemelerde sadece indirgenmiş nakit akımları yönteminin kullanıldığı göz önüne alınarak diğer yöntemlerden özellikle piyasa ile ilişkili, önceden önerilecek bir yöntemin hisse değerinin belirlenmesinde kullanılması uygulamada istikrar ve teklilik açısından yerinde olabilir.

Başka bir deyişle, hisse senedi değerlemesi yapılırken 2 hatta 3 yöntemin kullanılması zorunlu hale getirilebilir. Bu da karşılaştırma imkanı sağlayacaktır.

İzahnamalarda değerlemeyle ilgili kısımlarda yer alan bilgilerin yeterince açıklayıcı olmadığı, kullanılan değerlendirme yöntemlerinin izahnamelerde daha detaylı olarak yatırımcılara aktarılmasının, indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanıldığı zaman yapılan varsayım ve tahminlerin gerekçesinin belirtilmesinin yatırımcılar için faydalı olacağı, bu durumda halka arzlarda belirlenen fiyata güvenin artacağı ve halka arzların ilk gün etkisinden kurtulacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

SEZEN, Serhan

1999 “1990-1998 döneminde Türkiye’de Anonim Ortaklıkların Halka Açılmada Kullandığı Yöntemler” Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi

AKBULAK, Sevinç

1991 “Şirketlerin Halka Açılması”, Yeterlik Etüdü, SPK

YAŞAR, Serpil

1997 “Hisse Senetlerinin İlk Halka Arzında Fiyatlandırma, Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arz Sonrası Performans”, Yeterlik Etüdü, SPK

BODEN, Neslihan

2002 “Ek Satış Hakkının Kullanımı, Piyasa Yapıcılığı İşlevi Açısından Değerlendirilmesi, Çeşitli Ülke Uygulamaları”, Yeterlik Etüdü, SPK

EYİNÇ, Dilara

1993 “Halka Açılan Şirketlerde Hisse Senedi Değerinin Belirlenmesi, Türkiye Uygulaması”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi

ÖZTUNÇ, M. Faik

1995 “Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama”, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi

KOOLİ, Maher ve SURET, Jean-Marc,

2001 “The Aftermarket Performance of İnitial Public Offerings in Canada”, Série Scientifique, Scientific Series,

DROBETZ, Wolfgang, KAMMERMANN, Matthias ve WÄLCHLİ, Urs

“Performance of İnitial Public Offerings: The Evidence from Switzerland”

LOUGHRAN, Tim; RİTTER, Jay R. ve RYDQVİST, Kristian

2003 “İnitial Public Offerings: International Insights”, Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 2, pp. 165-199, updated, june 2003

BROWN, Eric

1999 “Long-run Performance Analysis of a New Sample of UK IPOs”, 1999

RİTTER Jay R.,

“Long-run Performance of İnitial Public Offerings”, Journal of Finance, Vol. 46, No.1, 3-27

NURWATİ, A.Ahmad-Zaluki; CAMPBELL, Kevin ve GORDACHE, Alan

2004 “The Long-run Performance of Malaysian İnitial Public Offerings”,

MCDONALD, J.G. ve FİSHER, A.K.,

- “New-Issue Stock Behavior”, Journal of Finance, Vol. 27, No.1, 97-102
TEKER, Suat ve EKİT, Ömer
- “The Performance of IPOs in İstanbul Stock Exchange in year 2000”,
İstanbul Teknik Üniversitesi
Dr. KIYMAZ, Halil
- 1997 “İMKB’de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisselerinin Uzun Dönem Performansları: 1990-1995 Uygulaması”, Hazine Dergisi, Sayı:7,
KIYMAZ, Halil
- 2000 “The İnitial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from İstanbul Stock Exchange”, Journal of Multinational Financial Management, 10(2000), 213-227
AYDEN, Tolga ve KARAN, Mehmet Baha
- 2000“İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi”, Gazi Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, 3/2000, 87-96
TINIC, Seha M.
- “Anatomy of İnitial Public Offerings of Common Stock”, Journal of Finance, Vol. 43, No.4, 789-822
IBBOTSON, Roger G. ve JAFFE, Jeffrey F.
- “Hot Issue” Markets”, Journal of Finance, Vol. 30, No.4, 1027-1042
JAIN, Bharat A. ve KİNİ, Omesh
- “The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms”, Journal of Finance, Vol. 49, No.5, 1699-1726
- “Do IPO’s Underperform in the Long-run: New Evidence from the Canadian Stock Market”
RİTTER, Jay R.
- “İnitial Public Offerings”, Contemporary Finance Digest, Vol. 2, No.1, 5-30
Shuenn-Ren Cheng, Cheng-Yi Shiu,
- ”Examination the Long-Run Performance of Taiwanese İnitial Public Offerings”, Information and Management Sciences, Vol. 16, No.2,17-34
Yen-Sheng Huang,
- 1999 “The Price Behaviour of İnitial Public Offerings on the Taiwan Stock Exchange”, Applied Financial Economics, 9,201-208
STEHLE, Richard; EHRHARDT, Olaf
- ”Long-run Stock Performance of German İnitial Public Offerings and Seasoned Equity İssues”

GALE, Ian ve STİGLİTZ, Joseph E.

”The Informational Content of Initial Public Offerings”, Journal of Finance, Vol. 44, No.2, 469-477

ROCK, Kevin

1986 ”Why New Issues are Underpriced.”, Journal of Financial Economics 15

DAMADORAN, Aswath

”Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset ” 2002

Dr. KOÇ, İ. Özlem

1998 “Şirketlerin Halka Açılması ve bir Uygulama”, SPK

STOWE ve başk.

“Analysis of Equity Investment”

Dr. KARA, Hatice

2005 “Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü olarak EVA(Economic Value Added), İMKB Şirketleri Üzerine bir Uygulama”, SPK

ALEXANDER; BRİTTON ve JORRİSEN,

”International Financial Reporting and Analysis”; Thomson

ÖZTÜRK, Ayhan

2005 CFK Halka Arz Grubu Raporu