

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ*SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

FİNANS PROGRAMI

**İLK HALKA ARZIN ŞİRKETLERİN FİNANSAL PERFORMANSLARINA
ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Samet BOSTAN

MAYIS 2015

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ*SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

FİNANS PROGRAMI

**İLK HALKA ARZIN ŞİRKETLERİN FİNANSAL PERFORMANSLARINA
ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Samet BOSTAN

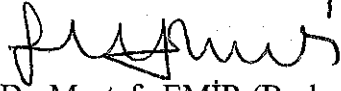
Tez Danışmanı: Doç. Dr. Ahmet KURTARAN

MAYIS 2015

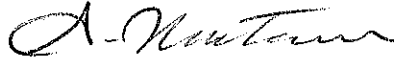
TRABZON

ONAY

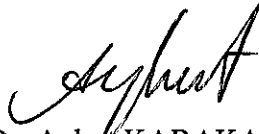
Samet BOSTAN tarafından hazırlanan İlk Halka Arzın Şirketlerin Finansal Performanslarına Etkisi adlı bu çalışma..22/06/2015 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliğiyle ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim dalında yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.



Prof. Dr. Mustafa EMİR (Başkan)



Doç. Dr. Ahmet KURTARAN (Danışman)



Yrd. Doç. Dr. Aykut KARAKAYA (Üye)

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım. ... / ... /

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

Samet BOSTAN

22.06.2015

ÖNSÖZ

Küreselleşmenin etkisiyle şirketler kendilerini etkin bir rekabet ortamında bulmaktadırlar. Şirketlerin yaşamlarını sürdürebilmeleri küreselleşmeye ne kadar ayak uydurabildiklerine bağlıdır. Bu bağlamda halka arz şirketler için finansman sağlama ve globalleşme açısından büyük öneme sahiptir. Bu çalışmada şirketlerin ilk halka arzla birlikte finansal performanslarındaki değişimi analiz edilmektedir.

Çalışmada, tez konusunun belirlenmesinde fikirlerini ve yardımlarını esirgemeyen değerli hocam Doç. Dr. Ahmet KURTARAN 'a, yazım aşamasında bana yol gösteren ve desteklerini esirgemeyen tüm değerli mesai arkadaşlarıma, son olarak varlıklarıyla bana her zaman güç veren değerli eşim Eda Bostan ve sevgili kızım Hüma'ya sonsuz teşekkür ederim.

Trabzon, Mayıs 2015

Samet BOSTAN

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET.....	X
ABSTRACT.....	XI
TABLolar LİSTESİ.....	XII
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XIV
GRAFİKLER LİSTESİ.....	XV
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XVI
GİRİŞ.....	1-2

BİRİNCİ BÖLÜM

1. HALKA ARZLA İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR.....	3-44
1.1. Halka Arz Kavramı.....	3
1.2. Halka Arzın Avantajları	4
1.2.1. Yeni Finansman Kaynağı.....	5
1.2.2. Yurtiçi ve Yurtdışı Yaygın Tanıtım.....	7
1.2.3. Kurumsallaşma.....	7
1.2.4. Likidite İmkani.....	8
1.2.5. İkincil Halka Arz ve Sermaye Artırma İmkani.....	8
1.2.6. Kredibilite.....	8
1.2.7. Globalleşme.....	9

1.3. Halka Arzın Dezavantajları.....	9
1.3.1. Gizliliğin Kaybı.....	10
1.3.2. Karın Paylaşımı.....	10
1.3.3. Raporlama ve Denetim Sorumluluğu.....	10
1.3.4. Kontrol Kaybı.....	10
1.3.5. Halka Arz Masrafları.....	11
1.3.6. Yasal Takip.....	12
1.4. Borsada İşlem Gören Şirketlerin Yükümlülükleri.....	13
1.4.1. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü.....	13
1.4.2. Bağımsız Denetim Yükümlülüğü.....	14
1.4.3. Kar Payı Dağıtım Yükümlülüğü.....	15
1.4.4. Kurumsal Yönetim Yükümlülüğü.....	16
1.5. Halka Arz Yolları.....	16
1.5.1. Mevcut Hisselerin Ortak Satışı.....	16
1.5.2. Sermaye Artırımı.....	17
1.6. Halka Arzda Aracılık Türleri.....	18
1.6.1. Tamamını Yüklenim Anlaşması.....	18
1.6.2. Bakiyeyi Yüklenim Anlaşması.....	19
1.6.3. En İyi Gayret Aracılığı Anlaşması.....	19
1.7. Halka Arzda Satış Yöntemleri.....	20
1.7.1. Talep Toplama Yöntemi.....	20
1.7.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama.....	21
1.7.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama.....	21
1.7.1.3. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama.....	22
1.7.2. Borsada Satış Yöntemi.....	23
1.7.3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi.....	24
1.8. Halka Arz Süreci.....	24
1.8.1. Ön Hazırlık Süreci.....	25
1.8.2. BİST ve SPK'ya Başvuru.....	26
1.8.3. Tanıtım Faaliyetleri.....	28

1.8.4. BİST ve SPK Uzmanlarınca Şirket İncelemesi.....	29
1.8.4.1. Kalitatif İncelemeler.....	29
1.8.4.2. Kantitatif İncelemeler.....	29
1.8.5. Takas-Saklama Bankası ve MKK' ya Başvuru.....	30
1.8.6. BİST Tarafından Şirketin İşlem Göreceği Pazarın Belirlenmesi.....	30
1.8.6.1. BİST Pay Piyasası.....	31
1.8.6.1.1. Ulusal Pazar.....	32
1.8.6.1.2. İkinci Ulusal Pazar.....	33
1.8.6.1.3. Kurumsal Ürünler Pazarı.....	34
1.8.7. Kurul Tarafından İzahnamenin Onayı.....	35
1.8.8. Mevcut Payların Halka Arzı ve Satış Sonuçlarının Bildirilmesi.....	35
1.8.9. Borsa Kotuna Alınma ve İşlem Görmeye Başlama.....	36
1.9. Halka Arzda İzahname ve Sirküler.....	36
1.9.1. İzahnamenin Tanımı.....	36
1.9.2. İzahname Hazırlama Esasları.....	36
1.9.3. İzahnamenin Birden Fazla Belge Olarak Düzenlenmesi.....	38
1.9.4. İzahnamenin Onaylanması.....	39
1.9.5. İzahnamenin Geçerliliği.....	39
1.9.6. İzahnameden Sorumlu Kişiler.....	40
1.9.7. İzahname Belgesinin Düzenlenmesine İlişkin Esaslar.....	41
1.9.8. İzahnamenin Tescil ve İlanı.....	41
1.9.9. Sirküler İlanı.....	42
1.9.10. İzahnamede Yer Alan Finansal Tablolar.....	43

İKİNCİ BÖLÜM

2. TÜRKİYE VE DÜNYA'DA HALKA ARZ.....	45-57
2.1. Türkiye ve Dünya'daki Halka Arz İstatistikleri.....	45

2.1.1. Türkiye Sermaye Piyasasındaki Gelişmeler.....	45
2.1.2. BİST Hisse Senedi Piyasası Endeksi.....	47
2.1.3.BİST İşlem Hacmi ve İşlem Miktarı.....	48
2.1.4.Dünya Hisse Senedi Piyasaları.....	50
2.2. Çalışma Kapsamında BİST’ de İlk Halka Arzlar.....	52
2.2.1. 2002-2010 Döneminde BİST’ te İlk Halka Arzlar.....	53
2.2.2. İHA Verilerinin Sektörlere Göre Dağılımı.....	54
2.2.3. Çalışma Kapsamına Dahil Edilen Şirketlerin İHA Verileri.....	56

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. İLK HALKA ARZIN ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ.....58-85

3.1. Literatür İncelemesi.....	58
3.2. Araştırmanın Konusu ve Amacı.....	66
3.3. Araştırmanın Veri Seti ve Kısıtları.....	66
3.4. Araştırmanın Yöntemi.....	68
3.5. Araştırmanın Bulguları.....	69
3.5.1. İHA’ nın Etkisinin Performans Göstergesi Oranları Ortalamalarıyla İncelenmesi.....	69
3.5.2. İHA’ nın Şirket Performansına Etkisinin İstatistiksel Göstergeler İle İncelenmesi.....	73
3.5.3. İstatistiksel Karşılaştırma Analizi.....	76
3.5.3.1. Normallik Testi Sonuçları.....	76
3.5.3.2. İHA’ nın Şirket Performansına Etkisinin Wilcoxon İşaretli Sıralar Anlamlılık Testi İle İncelenmesi.....	78
3.5.3.2.1. Aktif Karlılık Oranı İncelemesi.....	78

3.5.3.2.2. Faaliyet Kar Marjı İncelemesi.....	79
3.5.3.2.3. Net Kar Marjı İncelemesi.....	81
3.5.3.2.4. Özsermaye Karlılığı İncelemesi.....	82
3.5.3.2.5. Aktif Devir Hızı İncelemesi.....	83
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	86
YARARLANILAN KAYNAKLAR.....	90
EKLER.....	94
ÖZGEÇMİŞ.....	101

ÖZET

Bu çalışmada Borsa İstanbul(BİST)'da ilk halka arzın şirketlerin finansal performanslarına etkisi incelenmiştir. Çalışma 2001-2013 dönemini kapsamakla birlikte veri olarak BİST' de 2002-2010 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 41 şirket ele alınmıştır. Belirtilen dönemlerde 76 ilk halka arz gerçekleşmiş olmasına rağmen bilanço yapıları farklı olan sigorta, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve banka gibi kuruluşlar kapsam dışında tutulmuştur. İlk halka arzın şirketlerin finansal performanslarına etkisini ölçmek için aktif karlılık,özsermaye karlılık, aktif devir hızı, net kar marjı ve faaliyet kar marjı oranları kullanılmıştır. Halka arzdan önceki yıl, arz yılı ve arzdan sonraki üç yılın finansal performansları karşılaştırılmış ve değişim istatistiksel göstergeler ve Wilcoxon işaretli sıralar anlamlılık testi ile ölçülmüştür. Çalışmanın sonunda özellikle karlılık oranları ve faaliyet oranlarında arz öncesi yıla göre arz yılı ve sonraki üç yılda önemli derecede azalmalar olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İlk halka arz, Borsa İstanbul,Finansal performans

ABSTRACT

In this study the impact of the initial public offering on companies' financial performance was investigated in İstanbul Stock Market. While the study covers between the years 2001-2013, data is from 41 companies, which were public offered to public between the years 2002-2010. During the indicated period even though 76 initial public offerings were done in İstanbul Stock Market, insurance companies, real estate companies and banks of their statement diversity. The return on assets, asset turnover, return on equity, net profit margin and operating profit margin ratios are used to measure effect of IPO on the financial performance. The year before IPO, is compared with the financial performance of the year of IPO and the year after ipo, and the change in the operating performance is measured with statistical indicators and wilcoxon signed rank test. At the end of the study, it was concluded that there was significant decrease especially in profitability ratios in the IPO year and the following three years compared to the year before IPO.

Keywords: Initial public offering, Stock market of İstanbul, Financial performance

TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablo Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1.1.	Halka Açılma Maliyetleri.....	12
1.2.	Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin Aracılık Türleri.....	20
1.3.	Şirketlerin Talep Toplama Yöntemleri.....	23
1.4.	BİST Pay Piyasası Şartları.....	31
1.5.	İzahnamede Yer Alacak Finansal Tablolar.....	43
2.1.	Borsaların Piyasa Değeri.....	50
2.2.	Borsaların İşlem Hacmi.....	51
2.3.	Borsalarda İşlem Gören Firma Sayıları.....	52
2.4.	2002-2010 Yılları Arası İHA'sı Yapılan Şirket Sayısı ve Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin İHA Tutarı.....	53
2.5.	2002-2010 Yılları Arası BİST'de Gerçekleşen İHA'ların Sektörlere Göre Dağılımı.....	55
2.6.	Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin Sektörlere Göre İHA Verileri.....	56
3.1.	Yıllar İtibariyle Veri Setini Oluşturan Halka Arzlar.....	67
3.2.	Aktif Karlılık Oranı ile İlgili İstatistiksel Göstergeler.....	73
3.3.	Özsermaye Karlılık Oranı İle İlgili İstatistiksel Göstergeler.....	74
3.4.	Net Kar Marjı İle İlgili İstatistiksel Göstergeler.....	74
3.5.	Faaliyet Kar Marjı İle İlgili İstatistiksel Göstergeler.....	75

3.6.	Aktif Devir Hızı İle İlgili İstatistiksel Göstergeler.....	75
3.7.	Normallik Testi İstatistikleri.....	77
3.8.	Aktif Karlılık Oranı Wilcoxon Test Sonuçları.....	78
3.9.	Faaliyet Kar Marjı Wilcoxon Test Sonuçları.....	80
3.10.	Net Kar Marjı Wilcoxon Test Sonuçları.....	81
3.11.	Özsermaye Karlılığı Wilcoxon Test Sonuçları.....	82
3.12.	Aktif Devir Hızı Wilcoxon Test Sonuçları.....	84

ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1.1.	İHA'nın Avantajları.....	9
1.2.	İHA'nın Dezavantajları.....	13
1.3.	Halka Arz Süreci.....	25
1.4.	Halka Arz Ön Hazırlık Süreci.....	26
1.5.	BİST Pay Piyasası.....	35

GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafik Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1.1.	Ekonomiye Kazandırılan Fonlar.....	6
2.1.	BİST’de İşlem Gören Şirket Sayıları.....	47
2.2.	BİST Endeksi ve İşlem Hacmi.....	49
2.3.	2010 Yılı BİST İşlem Hacmi.....	49
3.1.	Yıllar İtibariyle Aktif Karlılık Oranı Ortalamaları.....	70
3.2.	Yıllar İtibariyle Özsermaye Karlılık Ortalamaları.....	70
3.3.	Yıllar İtibariyle Faaliyet Kar Marjı Ortalamaları.....	71
3.4.	Yıllar İtibariyle Net Kar Marjı Oranı Ortalamaları.....	72
3.5.	Yıllar İtibariyle Aktif Devir Hızı Oranı Ortalamaları.....	72

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
ADH	:	Aktif Devir Hızı
AKO	:	Aktif Karlılık Oranı
AŞ	:	Anonim Şirket
BİST	:	Borsa İstanbul
FED	:	Federal Reserve System
FIX	:	Financial Information Exchange
FK	:	Finansal Karlılık
GCC	:	Gulf Cooperation Council
GSYO	:	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları
IPO	:	İnitial Public Offering
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İHA	:	İlk Halka Arz
KAP	:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KÜP	:	Kurumsal Ürünler Pazarı
MKK	:	Merkezi Kayıt Kuruluşu
NKM	:	Net Kar Marjı
ÖSKO	:	Özsermaye Karlılık Oranı
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu/Kanunu
TC	:	Türkiye Cumhuriyeti
TL	:	Türk Lirası
TTK	:	Türk Ticaret Kanunu

TTSG	:	Türk Ticaret Sicili Gazetesi
UFRS	:	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
WFE	:	World Exchange Federation

GİRİŞ

İlk halka arzın firmaların faaliyet performansına etkisi çeşitli piyasalarda araştırmalara konu olmuştur. İlk halka arz şirketlerin kaynak sağlama açısından büyük bir öneme sahiptir. Şirketler açısından halka arz ve borsada işlem görme ucuz finansman sağlama, şeffaflık, kredibilite, güvenilirlik, kurumsallaşma, ulusal ve uluslararası piyasalarda tanınma gibi pek çok avantaj sağlamaktadır. Bununla birlikte gizliliğin kaybı, karın paylaşımı ve yasal takip gibi dezavantajları da bulunmaktadır. Bu var olan avantajlara rağmen ülkemizde halka arz sayıları ve borsada işlem gören şirket sayısı dünya borsaları içinde henüz istenen düzeyde değildir. Borsa İstanbul'un dünya borsaları toplam piyasa değeri içindeki payı henüz %1 seviyesine dahi ulaşamamış ve dünya borsaları arasında 36. sırada yer almaktadır.

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul'da ilk halka arzların şirketlerin finansal performansları üzerindeki etkisini ölçmektir. Çalışmada 2002-2010 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştirilen 41 firma incelenmiştir. 2002-2010 yılları arasındaki ilk halka arzların dikkate alınmasının sebebi, arızdan önceki performans ölçüsünde arızdan 1 yıl öncesinin ve arızdan sonraki performans ölçüsünde ise arızdan sonraki 3 yılın verilerinin gerekli olmasıdır. Performansın ölçülmesinde aktif karlılık, aktif devir hızı, özsermaye karlılığı, faaliyet kar marjı ve net kar marjı oranları kullanılmıştır. Analizde halka arz öncesi yıl ile halka arz yılı ve sonrası üç yılın faaliyet performanslarının anlamlılık düzeyi Wilcoxon işaretli sıralar testi ile ölçülmüştür. Ayrıca çalışmada istatistiksel göstergeler ile şirketlerin halka arz öncesi yılı, arz yılı ve arızdan sonraki üç yılın medyan değerleri tespit edilip aralarındaki bağlantılar incelenmiş ve diğer bir yöntemde de çalışma kapsamında ele alınan firmaların belirtilen dönemlerde oluşan performans oranlarının ortalamaları tespit edilerek değerlendirmeye alınmıştır.

Çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde halka arz ile ilgili temel kavramlar üzerinde durulmuş, ilk halka arzla birlikte şirketlerin karşılaşacağı avantaj ve dezavantajlardan bahsedilmiştir. Ayrıca bu bölümde halka arz sürecinde şirketlerin takip

etmesi gereken süreçler, bu süreçte karşılaştıkları maliyetler ve yükümlülükler ve kullanacakları satış yöntemlerinden de bahsedilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye ve Dünya'daki halka arz istatistikleri değinilmiş, Türkiye sermaye piyasasındaki gelişmeler, Borsa İstanbul hisse senedi piyasası endeksi ile işlem hacmi ve işlem miktarları üzerinde durulmuştur. Ayrıca bu bölümde Dünya borsaları hakkında çeşitli bilgiler verilmiş ve Türkiye Borsası ile karşılaştırmalar yapılarak istatistiksel bilgiler verilmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise ilk halka arzın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisine yönelik veriler sunulmuş ve sonuçlarına ilişkin değerlendirmeler ele alınmıştır. Bu bölümde ilk olarak daha önce yapılmış olan benzer çalışmalar hakkında bilgi verilmiş daha sonra sırasıyla çalışma kapsamındaki şirketlerin karlılık oranları ortalamalarıyla incelenmesi, istatistiksel göstergeler ile incelenmesi ve Wilcoxon işaretli sıralar anlamlılık testi ile incelenmesi konuları ele alınmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. HALKA ARZLA İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

Bu bölümde halk arz kavramı, halka arzın şirkete sağladığı avantajlar ve dezavantajlar, halka açılmanın maliyeti, getirdiği yükümlülükler, yolları ve satış yöntemleri açıklanmaya çalışılmış ve halka arza ilişkin dünya ve Türkiye’de halka arz istatistikleri sunulmuştur.

1.1. Halka Arz Kavramı

Halka arz, bir anonim ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu bir “doğrudan finansman” yöntemidir (SPK, Halka Arz, 2012: 5).

“Halka arz, hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışı” olarak tanımlanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu md.3/c uyarınca halka arz,

- Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını;
- 2. Halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini;
- 3. Hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini;
- 4. SPK’ ya göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 3. maddesinde halka açık anonim ortaklık, “hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim

ortaklık” olarak tanımlanmıştır. Ortak sayısı 500’ü aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılmaktadır. Halka açık anonim ortaklık olmanın en önemli sonucu Sermaye Piyasası Kanununa tabi olmak ve bu nedenle Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul) kaydına girmektir. Kurul kaydına girilmesiyle birlikte halka açık anonim ortaklıklar, Sermaye Piyasası Mevzuatına ve Kurul kararlarına uymakla yükümlüdürler” (SPK, Halka Arz, 2012: 6)

Şirketler, mevcut sermayeyi temsil eden paylarının bir kısmını ortak satışı şeklinde halka arz edebildiği gibi sermaye artırımını yoluna giderek mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle de halka arzı tercih edebilir veya her iki yöntemi birlikte uygulayabilir.

Eğer halka arz, halka kapalı bir anonim ortaklık tarafından ilk defa yapılırsa, bu “Halka Açılma” olarak ifade edilmektedir. Önceden paylarını halka arz etmiş ortaklıkların, paylarını tekrar halka arz etmelerine “İkincil Halka Arz” denilmektedir.

1.2. İlk Halka Arz (İHA)’ın Avantajları

Halka açılma şirketler için temelde bir finansman kaynağı yoludur. Bu fonla işletmeler yabancı kaynak maliyetlerini üstlenmeden işletmeye yeni kaynak sağlama imkânı bulurlar. Finansman imkânı dışında halka arzın işletmelere daha pek çok avantajı bulunmaktadır.

Borsa'da işlem görme, şirketlerin ve şirket ürünlerinin tanınması ve şirketin prestij avantajı sağlaması açısından önemlidir. Borsada işlem görme, şirketlere uluslararası pazarlarda da isminin duyulması ve ihracatta yeni kapıların açılması yönünde avantajlar sunmaktadır. Ayrıca yurtdışı kuruluşlarla ortak girişimlerde (Joint Venture vb.) bulunmada halka açıklık ve Borsa'da işlem görme çok önemli bir yol teşkil etmektedir. Ayrıca, halka arz ile şirket hisse senetleri likidite imkânı kazandığından, hisse senetlerinin organize pazarlarda istenilen zamanda, gerçek arz ve talebe göre oluşan fiyatlardan alınıp satılabilmesi mümkün olmaktadır. Diğer taraftan, hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi ile birlikte şirketlerin hisse senetleri bankalar ve benzeri kurumlarca teminat

olarak kabul edilebildiğinden bankacılık kesiminden daha fazla yararlanılarak, yeni kaynak bulma fırsatları doğmaktadır (Hisse Senedi Piyasaları, 2012: 71-72).

Şirketlerin, halka açılmaya karar vermesi, halka arz sürecindeki en zor aşamadır. Halka açılmaya karar verildikten sonra, takip eden diğer aşamalar daha kolay gerçekleşmektedir. Bir şirketin halka arza karar vermesinde aşağıda belirtilen unsurlar etken olabilir (Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2012:1):

- Şirket, büyümesini halka arz yoluyla finanse etmeyi tercih edebilir.
- Şirketin rakiplerinin halka açık şirketler olduğu durumlarda, halka açık şirketlerin finansal açıdan daha sağlam olduğu algılaması rekabette halka kapalı şirketler için dezavantaj yaratabilir.
- Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları(GSYO) büyütüp belirli bir aşamaya getirdikleri şirketleri halka arz etmek suretiyle kârını realize etme yolunu seçebilirler.
- Şirket, çalışanlarını motive ve teşvik etmek amacıyla pay bazlı performans planlarını kullanabilir.
- Şirket, halka arz sonrası kendine ekonomi sayfaları ve medyada daha çok yer bulur, yatırımcılar ve finansal kurumlar nezdinde kredibilitesi artar.

Şirketler açısından halka arzın ve borsada işlem görmeye başlamanın sağladığı avantajlar; yeni finansman kaynağı, şirketin tanıtımı, kurumsallaşma, likidite, ikincil halka arz ve sermaye artırma imkânı, globalleşme ve diğer imkânlar şeklinde sıralanabilir. Bu sayılan avantajlar aşağıda detaylı olarak açıklanmıştır.

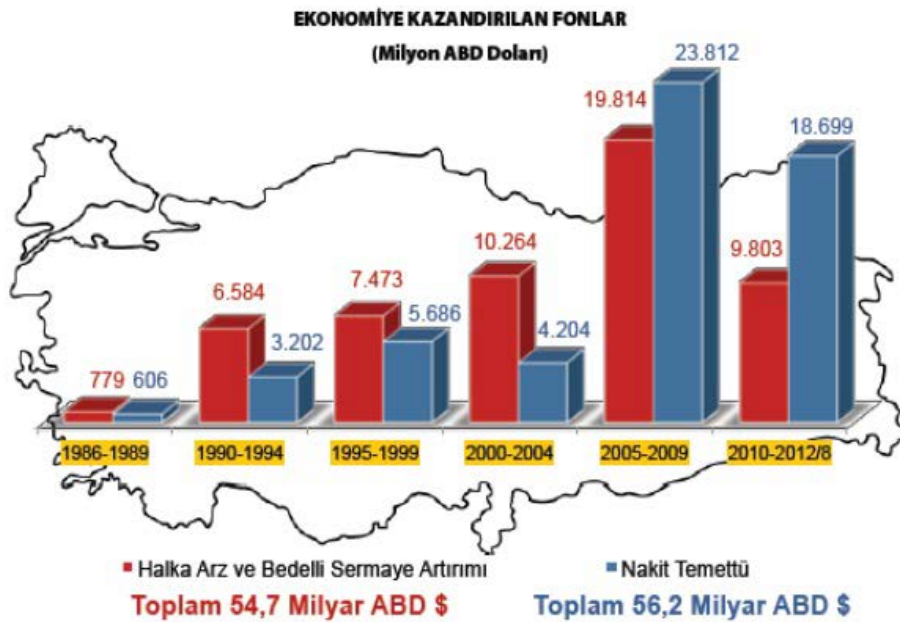
1.2.1. Yeni Finansman Kaynağı

Hisse senetlerini primli fiyatla halka arz etmekle şirketler, alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetle ve uzun vadeli bir kaynağı kullanmaktadırlar.

Ayrıca şirketler, halka açıldıktan ve hisse senetleri Borsa'da işlem görmeye başladıktan sonra da hisse senetlerini teminat göstererek kredi kullanabilme, borç senedi ihraç edebilme imkânlarından yararlanmak suretiyle finansman sağlayabilmektedirler (Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2012: 2).

“Hisse senetlerinin halka arz edilmesi ihtimalinde, ortaklık açısından iktisadi anlamda maliyetsiz finansman sağlanması söz konusudur. Satılan ortaklık senetleri karşılığında halktan toplanan meblağ, belirli bir süre sonunda geri ödenmesi zorunlu bulunan ve ortaklık bilançosunda borç olarak yer alacak olan bir meblağ değildir. Bu şekilde toplanan fonlar tüzel kişi ortaklığın öz kaynaklarındahil olurlar ve satış anından itibaren ortaklık bilançosunda sermaye veya duruma göre kanuni yedek akçe başlıkları altında gösterilirler” (Ayoğlu, 2008: 87).

Grafik 1.1. Ekonomiye Kazandırılan Fonlar



Yukarıdaki grafikte, Türkiye’de 1986-2012/Ağustos yılları arasında payları Borsa İstanbul (BİST)’da işlem gören şirketlerin halka arzdan sağladıkları kaynak ile işlem görmeye başladıktan sonra gerçekleştirdikleri sermaye artırımlarından sağladıkları kaynak toplamları ve ortaklara sağladığı nakit temettüleri verilmektedir. BİST’ in işleme başladığı 1986 yılı ve 1989 yılları arası dönemde sağlanan kaynak tutarı 779 milyon dolar iken

2005-2009 yılları arası dönemde 19.814 milyon dolara çıkmış, fakat 2010-2012/Ağustos döneminde bir önceki döneme göre azalış gerçekleşerek bu tutar 9.803 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Ortaklara sağlanan temettü tutarı 1986-1989 yıllarını kapsayan dönemde 606 milyon dolar iken 2005-2009 yıllarını kapsayan dönemde 23.812 milyon dolara çıkmış, fakat 2010-2012/Ağustos döneminde 18.699 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

1.2.2. Yurtiçi ve Yurtdışı Yaygın Tanıtım

Hisse senedi BİST’de işlem gören şirketlerin kamuya açıklanması gereken bildirimler elektronik imzalı olarak Kamuyu Aydınlatma Platformu(KAP) adı verilen elektronik sistemde kamuoyuna duyurulmaktadır. Bu durum menkul kıymet borsalarının şeffaflık ve kamuyu aydınlanma işlevlerinin bir gereğidir. KAP ’ta yer alan bilgiler çeşitli basın ve yayın kuruluşları ile yazılı ve görsel medyada yer almakta ve kamuoyu bilgilendirilmektedir(Halka Arz Yol Haritası -2010). Şirketlere ilişkin bilgilerin kamuya duyurulması, şirketlerin ve dolayısı ile de şirket ürünlerinin gerek yurtiçinde gerekse de yurtdışında tanınmasına yardımcı olmaktadır. Yaygın tanınmanın şirketlere sağladığı avantaj çerçevesinde, dünyanın herhangi bir yerinde aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerle iletişime geçebilmekte ve işbirliği yapılabilmektedir.

1.2.3. Kurumsallaşma

Türkiye’de faaliyette bulunan şirketlerin karakteristik özelliği aile şirketi yapısına sahip olmalarıdır. Bu durum genellikle, şirketin ömrünün kurucu ya da yönetimde söz sahibi olan aile bireylerinin ömürleri ile sınırlı olmasına sebep olmaktadır. Şirketlerin hisse senetlerini halka arz etmeleri ve menkul kıymet borsalarında işlem görmeye başlamaları SPK ve BİST’ in incelemelerini içeren bir süreç dâhilinde gerçekleşmektedir. Bununla birlikte şirketler işlem görmeye başladıktan sonra mali tablolarını belirli dönemlerde bağımsız denetim kuruluşlarına denetletirmekte, ortaklarını ve kamuyu düzenli olarak bilgilendirmekte, SPK ve BİST’ in sürekli denetimine tabi olmaktadırlar (Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2012: 3).

“Halka arz; şirketlere şeffaf olma, kamuyu doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetim yaptırma, uluslararası muhasebe standartlarını uygulama

sorumlulukları yüklediği için söz konusu şirketler tüketiciler, yatırımcılar ve kreditorler gözünde saygınlık ve güven kazanırlar. Bu çerçevede halka açılan ve payları BİST’ de işlem gören şirketler, sermaye piyasası mevzuatı, uluslararası piyasalarla etkileşim, yabancı yatırımlar ve bilinçlenen yatırımcı etkileriyle birlikte kurumsal yönetim (corporategovernance) süreçlerini hızlandırmakta ve profesyonel yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşabilmektedirler”(SPK, Halka Arz, 2012: 8,9).

1.2.4. Likidite İmkânı

Halka arz eden şirketlerin hisse senetlerinin organize bir pazarda istenilen zamanda, gerçek arz ve talebe göre oluşan fiyatlardan, şeffaflık içerisinde alınıp satılması sağlanarak hisse senetlerine likidite kazandırılmakta, mevcut ortaklara önemli bir likidite imkânı sağlanmaktadır (SPK, Halka Arz, 2012: 7).

1.2.5. İkincil Halka Arz ve Sermaye Artırma İmkânı

Şirketlerin sürdürülebilir bir büyümeyi sağlamaları, yatırım yapmaları ve rekabet edebilmeleri için sermayeye ihtiyaçları vardır. İhtiyaç duyulan bu sermaye, sermaye piyasası aracılığı ile sağlanabilmektedir ve son yıllarda sermaye piyasasının giderek artan bir katkı sağladığı görülmektedir.

Şirketler sadece birincil halka arz ile değil, aynı zamanda hisse senetleri işlem görmekte iken, yatırım ve benzeri ihtiyaçları nedeniyle ortaya çıkan kaynak gereksinimlerini, mevcut ortaklarının rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle gerçekleştirebilecekleri "İkincil Halka Arz’lar ile karşılayarak yeniden finansman imkânı yaratabilirler.

1.2.6. Kredibilite

Şirketlerin paylarının Borsada işlem görmesi bankacılık ve para piyasası nezdindeki kredibilitelerini artırmakta ve bunun sonucunda daha ucuz ve kolay kredi bulma imkânı kazanmalarını sağlamaktadır. Bu durum şirketin ortalama sermaye maliyetini azaltırken, şirket değerini de artırıcı bir etkidir(SPK, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları,2012:7)

1.2.7. Globalleşme

Şirketlerin sadece ulusal pazarlarda faaliyet göstererek diğer rakip şirketlere göre rekabet güçlerini korumaları zordur. Dünyaya açılarak yeni pazarlara girmesi ve ticari ilişkileri artırması kaçınılmazdır.

“Şirketlerin paylarının Borsada işlem görmeye başlaması ile şirketler yabancı ülkelerde de kolayca menkul kıymet ihraç edebilir ve o ülkede menkul kıymetlerini kote ettirerek işlem görmesini sağlayabilirler. Böylece, yurt dışı piyasalara erişebilirler. Menkul kıymetleri bir Borsada kote olan şirketlerin yabancı ortak bulması ve ortak girişim kurabilmesi imkânları artmaktadır” (Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2012: 3).

Şekil 1.1. İHA'nın Avantajları



Kaynak: Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2015

1.3. İlk Halka Arzın Dezavantajları

İHA'nın şirketlere sağlayacağı avantajlarının yanında dezavantajlarının da dikkate alınması gerekir. Halka açılmanın başlıca dezavantajları ise gizliliğin kaybı, kârın

paylaşımı, raporlama ve denetim sorumluluğu, kontrol kaybı, halka açılma masrafları ve yasal takiptir.

1.3.1. Gizliliğin Kaybı

Halka açık olmayan şirketler kendilerini rakiplerine göre daha avantajlı kılan bazı unsurları genellikle kamuoyuna açıklamazlar. Halka açık bir şirket ise gerek yasal yükümlülükleri dolayısıyla gerekse de yatırımcıların şirkete olan potansiyel talebini artırmak amacıyla normalde kamuoyuna açıklamayacak olan bazı bilgileri açıklamak zorunda kalabilir. Bu durum mevcut avantajın kaybolma olasılığının ortaya çıkması demektir (Başpınar, 2008a: 7-8).

1.3.2. Karın Paylaşımı

İHA ile hisse senedi menkul kıymetler borsasında işlem görmeye başlayan şirketler gelecekte elde edeceği dönemsel kârının bir kısmını hissedarlara dağıtmak zorundadır. Kar dağıtım kararı açısından Türk Ticaret Kanunu(TTK)'na göre hareket eden şirketler İHA süreci sonrasında Sermaye Piyasası Kanunu'na göre hareket etmek durumundadır. SPK' ya tabi olmak, kurul denetimi altına girmeyi, onun getirdiği bürokrasi ve formalitelerin külfetine katlanmayı ve kar dağıtım şartına uymayı gerektirmektedir (Khan, 1999: 28).

1.3.3. Raporlama ve Denetim Sorumluluğu

İHA sürecinde şirketler izahname ve sirküler düzenlemek zorundadırlar. Halka açık şirketler ayrıca belirli periyotlarla finansal raporlarını kamuoyuna açıklamak zorundadır. Bunun için şirketler finansal tablo ve raporların bağımsız denetimi ve ilanına ilişkin kanuni yükümlülüklere uymak zorundadırlar (SPK, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları, 2012: 5).

1.3.4. Kontrol Kaybı

İHA ile şirketin mevcut ortaklarının yönetim ve denetim hakları kısmi olarak kısıtlanmış olacaktır. Halka açılmayla birlikte yeni ortaklar daartık şirket yönetiminde söz

sahibi olacaklardır. Bu süreç sonucunda kamuoyunun bilgilendirilmesi zorunlu hale gelecek, sermaye piyasası otoritelerinin gözetimi başlamış olacaktır. Halka arz sonrasında, halka açılma oranına göre ayrıca hisselerinin belirli bir grubun elinde toplanması sonucunda şirket yönetiminin kontrol gücünün kaybedilmesi olasılığı da ortaya çıkmaktadır (Tüten, 2014: 7).

1.3.5. Halka Arz Masrafları

İHA sürecinde şirketler açısından önemli maliyetler ortaya çıkmaktadır. Halka arz maliyetlerinin dağılımı SPK'nın 04.03.2013 tarihli "Payların İhracına İlişkin Esaslar Tebliği'nin Yedinci bölümünün 33. Maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre payların halka arzı ile ilgili olarak danışmanlık, aracılık, bağımsız denetim, reklam, ödenmesi gereken yasal ücretler gibi gider kalemlerine ilişkin kesin veya tahmini maliyetlere ilişkin bilgi, halka arz öncesinde her bir maliyet unsuru bazında ortaklık tarafından Kurula gönderilir. Payların ilk defa halka arz edilmesinde, halka arzın sermaye artırımını suretiyle gerçekleştirilmesi durumunda bu maddenin birinci fıkrasında sayılan giderler ortaklığa aittir. Payların ilk defa halka arz edilmesinde, halka arzın ortaklığın ortaklarının mevcut paylarının satışı suretiyle gerçekleştirilmesi durumunda aracılık ve danışmanlık maliyetleri, borsa tarafından alınacak ilk kotasyon ücretleri ile halka arz edilecek payların nominal değeri ile ihraç değeri arasındaki fark üzerinden alınacak Kurul ücreti halka arz edenler tarafından karşılanır. Bu durumda, ortaklığın sermayesinin tamamının nominal değeri üzerinden alınan Kurul ücreti ile diğer giderler ortaklığa aittir (spk.gov.tr, 2014: 24).

Halka açılma maliyetlerini aşağıdaki şekilde gösterebiliriz.

Tablo 1.1.Halka Açılma Maliyetleri

SN	KURULU	AÇIKLAMA	ÖDENEN ÜCRET
1	SPK	Kayıt Ücreti	Hisse senetlerinin ihraç değerinin binde ikisidir (% 0,2)
2	BİST Kurulu	Pazar Kotasyon Ücreti	Şirket sermayesinin Nominal tutarının binde biridir (%0,1)
		Pazar Kayıt Ücreti	Şirket sermayesinin Nominal tutarının binde biridir (%0,1)
3	MKK	Üyelik Giriş Ücreti	Şirketlerden ödenmiş sermayesinin binde biri (%0,1) oranında en az 2.000 TL en çok 50.000 TL olacak şekilde bir giriş aidatı alınmaktadır.
4	Aracı Kurum	Aracılık Komisyonu	Belirsiz
5	Bağımsız Denetim	Bağımsız Denetim Raporları Ücreti	Belirsiz

Kaynak: BİST, Halka Arz Açılma Ücreti, 2012.

1.3.6. Yasal Takip

Halk açılma sonrasında şirketler Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olmakta ve SPK'nın denetimi altına girmektedir. Halka açılmakla birlikte daha çok hissedarı olan ve daha fazla birimin gözetim ve denetimine tabi olan şirketler günlük hayatta aile şirketlerine göre genellikle daha fazla hukuksal davaya muhatap olmaktadır (Başpınar, 2008b: 6).

Şekil 1.2. İHA'nın Dezavantajları



1.4.Borsada İşlem Gören Şirketlerin Yükümlülükleri

Payları borsada işlem gören şirketlerin; temettü dağıtma, kamuyu aydınlatma, mali tablo ve raporların düzenlenmesi ve kamuya duyurulması, bağımsız denetim, ilişkili taraf işlemlerini değerlendirme ve kurumsal yönetime ilişkin yerine getirmek zorunda oldukları yükümlülükler vardır. Bu yükümlülükler SPK tarafından aşağıdaki gibi açıklanmıştır.

1.4.1. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ile hedeflenen, yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişini sağlamak amacıyla sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasının temin edilmesidir.

Borsa’da işlem gören sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek veya haklarını kullanmalarına yönelik önemli olay ve gelişmelerde kamuya açıklanacak özel durumlar ile bunların açıklanma esasları Kurul’un tebliğleri ile belirlenmiştir.

İçsel bilgi, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmelerdir. Sürekli bilgi ise içsel bilgi tanımı dışında kalan tüm bilgi, olay ve gelişmeleri ifade eder. (SPK, Halka Arz, 2012: 11).

1.4.2. Bağımsız Denetim Yükümlülüğü

Bağımsız denetim, şirketlerin hesap ve işlemlerinin, SPK’nın yetkilendirdiği bağımsız denetleme kuruluşları tarafından Uluslararası Finans Raporlama Sistemi (UFRS) ile uyumlu Seri XI, No: 25 sayılı Tebliğ’de belirtilen esas ve usullere uygun olarak incelenmesi ve bu inceleme sonuçlarına dayanılarak mali tabloların gerçeği yansıtmayı yansıtmadığının tespit edilmesi ve raporlanmasıdır.

- Bağımsız denetim görüşü; olumlu, olumsuz veya sınırlı olabildiği gibi görüşbildirmekten kaçınma da söz konusu olabilir.
- Halka arz, birleşme, bölünme ve devir işlemlerinde bağımsız denetim şarttır.
- Mali tablolar, bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu, öz sermaye değişim tablosu vemale tabloların ayrılmaz bir parçası olan dipnotlardan oluşur.
- Mali tablolar bir işletmenin; varlıkları, yükümlülükleri, özsermayesi, gelir, gider, kazanç ve kayıpları, özsermayede gerçekleşen değişiklikleri ve nakit akımları hakkında bilgiverecek şekilde düzenlenir.
- Hisse senetleri Borsada işlem gören şirketler, bağımsız denetimden geçmiş mali tablove dipnotlarını belirli süreler içerisinde kamuya duyurulmak üzere borsaya göndermekle yükümlüdürler. Söz konusu yükümlülük yerine getirilmezse şirketin işlemsırası kapatılır.
- Hisse senetleri Borsada işlem gören şirketler;

- ✓ Bağımsız denetimden geçmiş yıllık ve 6 aylık mali tablo ve dipnotlarını malitablolar konsolide ise hesap dönemini izleyen 14 hafta, değilse 10 hafta içinde,
- ✓ Ara dönem (3 ve 9 aylık) mali tablo ve dipnotlarını mali tablolar konsolide ise hesap dönemini izleyen 6 hafta değilse 4 hafta içinde kamuya duyurulmak üzere Borsaya duyurmakla yükümlüdür.

1.4.3.Kar Payı Dağıtım Yükümlülüğü

Halka açık anonim ortaklıkların temettü dağıtım yükümlülüğü ve temettü avansı dağıtımına ilişkin esaslar Seri: IV, No:27 sayılı "Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ" ile düzenlenmiştir (spk.gov.tr, 2015: 5).

“Halka açık anonim ortaklıkların dağıtacakları temettü oranının Kurul tarafından belirleneceği ve tebliğlerle ilan edilecek miktardan aşağı olamayacağı Sermaye Piyasası Kanunu’nda belirtilmiştir. Payları borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettü;

- Tamamen nakden dağıtma,
- Tamamen pay olarak dağıtma,
- Belli oranda nakit belli oranda pay olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,
- Belirli koşulların varlığı halinde, temettünün nakit ya da pay olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma, konularında serbesttir.

Ancak ayrılması gereken yedek akçeler ayrılmadıkça ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci temettü dağıtılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve temettü dağıtımında imtiyazlı pay sahiplerine, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyeleri ile diğer kişilere kâr payı dağıtılmasına karar verilemez. (SPK, Halka Arz, 2012: 10).

1.4.4.Kurumsal Yönetim Yükümlülüğü

SPK'nın 06.12.2012 tarihli "Kurumsal Yönetim Tebliği" nin yedinci bölümünün 26. maddesi "Pay Sahipleri İle İlişkiler Birimini düzenlemektedir. Tebliğe göre borsada şirketlerinin pay sahipliği haklarının kullanılması konusunda faaliyet gösteren, yönetim kuruluna raporlama yapan ve yönetim kurulu ile pay sahipleri arasındaki iletişimi sağlayan pay sahipleri ile ilişkiler biriminin oluşturulması ve pay sahipleri ile ilişkiler birimi yöneticisinin ortaklıkta tam zamanlı çalışıyor olması zorunludur. Ancak bu kişi ortaklıkta başka görev ve sorumluluklar da üstlenebilir. Pay sahipleri ile ilişkiler biriminde yer alan kişi veya kişilerin adı, soyadı ve iletişim bilgileri ile bu bilgilerde meydana gelen değişiklikler Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde, KAP "ta yayımlanır. Bu yükümlülük şirketlerin yönetim kurulları, ortakları ve diğer menfaat sahiplerinin arasındaki ilişkiyi ve tarafların şirket üzerindeki hak ve sorumluluklarını belirler. Bu kapsamda, şirketler yıllık faaliyet raporlarında ve internet sitelerinde kurumsal yönetim ilkeleri olan disiplin, şeffaflık, bağımsızlık, hesap verilebilirlik, sorumluluk, eşitlik ve sosyal sorumluluk konularına uyum konusunda beyanda bulunmaktadır. Bu yükümlülüğün şirket tarafından yerine getirilmesi gerekir (Dizdar, 2015 : 11).

1.5.Halka Arz Yolları

İşletmeler, halka arzı mevcut hisselerin satışı ve sermaye artırımını yolunu kullanarak halka arzı gerçekleştirebilirler. Payların halka arzı Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: I No: 40 sayılı Tebliği ile düzenlenmiştir. Bunlar aşağıda açıklanmıştır.

1.5.1. Mevcut Hisselerin Satışı

Mevcut hisselerin satışı yönteminde, daha önce ihraç edilmiş hisseler, bu hisselere sahip gerçek ve tüzel kişiler tarafından halka arz edilmektedir. Şirket tarafından yeni pay ihraç edilmesi söz konusu değildir. Bu yöntemin şirket açısından sonucu, ortak sayısının artması nedeniyle halka kapalı şirket statüsünden halka açık şirket statüsüne geçilmesidir. Mevcut hisse senetlerinin satışında, nominal değer üzerinde sağlanan prim, hisse

senetlerini halka satan kişiye aittir. Bu yöntemle elde edilen kaynak şirkete sağlanmadığı için şirketin borç/öz sermaye oranında bir değişim gerçekleşmez (Akbulak, 2004: 98).

“Mevcut hisselerin satışına yönelik halka arzlar, SPK’nın Seri: I, No: 40 sayılı “Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği “nin 5. maddesinde düzenlenmiştir. Şirket hissedarları, ellerinde bulundurdukları hisse senetlerinin bir kısmını Borsada ve ya Borsa dışında halka arz edebilir.

Pay sahiplerinin ortaklıkta sahip oldukları payları halka arz edebilmeleri için;

- Ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması
- Paylarında rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve pay sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması gerekmektedir.

Yönetim kurulu esas sözleşmenin sermaye maddesinde değişiklik tasarısı hazırlamalı ve değişiklik için SPK’ dan onay almalıdır. Esas sözleşme değişikliğine ilişkin SPK onayının alınmasından sonra gerekli değişikliklerin yapılacak ilk genel kurul toplantısında karara bağlanması gerekmektedir. (Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2012: 12).

1.5.2.Sermaye Artırımı

Şirketler, sermaye artırımı yoluyla yeni hisse senedi ihraç ederek finansman kaynağı sağlayabilirler. Bu yöntemle şirket, hisse senetlerinin satışı ile elde edilen hasılatı doğrudan şirkete sağlayabilmekte ve kullanabilmektedir.

Halka açık olmayan ortaklıkların paylarının sermaye artırımı yoluyla halka arzı SPK’nın Seri: I, No: 40 sayılı “Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına ilişkin Esaslar Tebliğinin 6. maddesinde düzenlenmiştir. Halka açık olmayan şirketler, sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak

paylarını halka arz edebilirler. Sermayenin tamamının ödenmiş olması gerekmektedir. SPK'ya başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler yapılmalıdır (bist.com, 2015).

- Yönetim kurulu esas sözleşmenin sermaye maddesinde değişiklik tasarısı hazırlamalı ve değişiklik için SPK' dan onay almalıdır.
- Şirket genel kurulu -TTK hükümleri kapsamında- sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar almalıdır.

1.6.Halka Arzlarda Aracılık Türleri

Halka arz yoluyla menkul kıymetlerin satılması, sermaye piyasasının birincil piyasa işlemleri arasında yer alır. İlke olarak birincil piyasada menkul kıymetlerin ihraççı şirketler ile yatırımcılar arasında akışının sağlanmasında yatırım bankalarından ya da yatırım bankacılığı fonksiyonunu üstlenmiş diğer banka ve aracı kurumlardan yararlanır. Menkul kıymetlerin halka arzında bu tür aracı kurumlar ihraççı şirketle underwriting adı altında bir satış yüklenim veya diğer adıyla aracılık yüklenimi anlaşması yaparlar. İhraca konu olan menkul kıymetlerin tutarı büyük boyutlara ulaşırsa tek bir aracı kurumun bu ihracı yerine getirmesi güçleşir. Bu durumda bir veya birkaç aracı kurumun liderliğinde birden fazla aracı kurumun bir araya gelerek oluşturdukları konsorsiyum dahilinde satışı yüklenebilirler. Bu şekilde oluşan konsorsiyuma satışı yüklenim konsorsiyumu adı verilir. Özellikle bireysel yatırımcıların geniş bir coğrafik alana yayılmaları durumunda bu tür konsorsiyumların önemi artar. Satışı yüklenim anlaşması aşağıdaki gibi üç değişik şekilde yapılabilir:

- 1- Tamamını yüklenim anlaşması
- 2- Bakiyeyi yüklenim anlaşması
- 3- En iyi gayret aracılığı anlaşması

1.6.1.Tamamını Yüklenim Anlaşması

Tamamını yüklenim (full underwriting) anlaşmasında, aracı kurum ihraca konu olan menkul kıymetlerin tamamını satış işleminin başlangıcında satın alarak kendi portföyüne geçirir. Böylece, aracı kurum ihraççı kuruluş menkul kıymetlerinin satışı ile

ilgili bütün riskleri üstlenir. Kendi portföyüne geçirdiği bu menkul kıymetleri daha sonra bireysel yatırımcılara satar. Bu işlemde ihraççı kuruluş ihraca konu olan menkul kıymetlerinin tamamını peşin olarak tahsil eder.

1.6.2. Bakiyeyi Yüklenim Anlaşması

Bakiyeyi yüklenim (stand-by underwriting) anlaşmasında, ihraca konu olan menkul kıymetler satışa sunulur. Satış süresi sonunda menkul kıymetlerin satılmayan bölümünün tamamı aracı kurum tarafından satın alınarak kendi portföyüne geçirilir. Tam satış yüklenimi ile arasındaki fark, aracı kurumun menkul kıymetlerin bedelinin tamamını başlangıçta değil satış süresinin sonunda ihraççı kuruluşa ödemesidir. İhraççı kuruluş açısından işin içine zaman boyutu girdiği için öncekine oranla daha risklidir.

1.6.3. En İyi Gayret Aracılığı Anlaşması

En iyi gayret aracılığı (agency selling, bes teffort) anlaşmasında, aracı kurum ihraca konu olan menkul kıymetleri satış süreci içinde yatırımcılara satmaya çalışır, satış süresinin sonunda sattıklarının bedelini ihraççı kuruluşa öder, satamadıklarını ise geri iade eder. En iyi gayret aracılığı, ihraççı kuruluş açısından en riskli satışı yüklenim anlaşmasıdır. Sadece satış ajansı olarak faaliyet gösterdiği için aracı kurumun herhangi bir riskle karşılaşması söz konusu değildir.

Halka arzlarda, aracılığın en iyi gayretle mi yapılacağı, yoksa kısmi veya toptan yüklenimin mi taahhüt edileceği satışı yapan ile aracı kuruluş arasında kararlaştırılır. Burada satışı yapanın hedefleri ve eğilimleri ağırlıklı olarak rol oynar. Ancak, özelleştirme kapsamında olanlar dahil ve hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklarda, “hissedarların” sahip oldukları hisse senetlerinin halka arzında ve halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımları yoluyla yapılan halka arzlarda yüklenim zorunluluğu bulunmaktadır (Dağlı, 2009: 54-55).

Tablo 1.2. Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin Aracılık Türleri

YILLAR	Çalışma Kapsamındaki Şirket Sayısı	En İyi Gayret Aracılığı	Bakiye Yüklenim	Tümünü Yüklenim	Kısmen Bakiye Yüklenim	Kısmen Tümünü Yüklenim
2002	3	-	3	-	-	-
2003	2	-	2	-	-	-
2004	8	-	7	-	1	-
2005	3	-	2	-	1	-
2006	8	-	6	-	2	-
2007	2	-	-	-	2	-
2008	1	1	-	-	-	-
2009	1	-	1	-	-	-
2010	13	5	4	-	2	1
Toplam	41	6	25	-	8	1

Not: Aksa Enerjinin aracılık türü belirtilmemiştir.

Kaynak: BİST

1.7.Halka Arzda Satış Yöntemleri

Halka arzda talep toplama yöntemi, borsada satış yöntemi ve talep toplamaksızın satış yöntemlerinden biri kullanılır.

1.7.1.Talep Toplama Yöntemi

Talep toplama yoluyla satış yöntemi SPK'nın 18.04.2013 tarihli "Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Yöntemleri ve Dağıtım İle Teslim Esasları Tebliği'nin Üçüncü bölümünün 10. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin talepleri bu Tebliğin ekindeki talep formunun düzenlenmesi suretiyle toplanır ve bu talepler izahnamede yer alan usul ve esaslara göre değerlendirilerek, satışa sunulan sermaye piyasası aracının dağıtım talepte bulunanlar arasında gerçekleştirilir. Yatırımcılar istedikleri takdirde, talep formunda almak istedikleri miktara ilişkin bir alt sınır belirleyebilirler. Yetkili kuruluşlar talep formunu kabul etmeden önce yatırımcıların kimlik bilgilerini tespit ederler.

Talep toplama yöntemi; sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama ve fiyat aralığı yoluyla talep toplama olarak üçe ayrılır:

1.7.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama

Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi uygulamada en çok başvurulan yöntemdir. Bu yöntemde, ihraççı veya hissedar yapılmış olan ön fizibilite çalışmaları ışığında sabit bir fiyat ve arz edilecek hisse miktarını belirlemektedir. Bu fiyata göre yatırımcıların talepleri toplanmaktadır (Koç, 1998: 13). Belirlenen fiyattan hisse almak isteyen yatırımcılar bir talep formu doldurarak daha önce duyurulan fiyatı ve satış şartlarını kabul ettiklerini beyan ederek, almayı düşündükleri miktarı bildirirler (Tanör, 2000: 336). Bir başkadeyişle yatırımcılar, almak istedikleri hisse miktarına ilişkin bedelleri banka hesabına yatırır ve halka arzı yürüten aracı kuruma başvurarak talep formu imzalarlar (Akbulak, 2005: 8). En sonunda hisselerin karşılığını yatırmış olan yatırımcılara hisse senetleri dağıtılır.

Daha basit bir ifadeyle sabit fiyatla talep toplamada, öncelikle halka arz fiyatı belirlenir ve daha sonra bu fiyattan yatırımcı teklifleri toplanır, katılımcılar talep ettikleri hisse senetlerinin tamamı veya bir kısmı için ön ödeme yapar.

BIST' te 2002-2010 döneminde halka açılan 41 şirketten 18'i sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapılmıştır.

1.7.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama

Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplamada, sabit fiyatla talep toplama yönteminden farklı olarak, satış fiyatı saptanırken, ihraççı veya ortaklar ve yetkili aracı kuruluş arasında olabilecek en düşük fiyat tespit edilir ve yatırımcılardan bu fiyatın üstünde bir teklif vermeleri istenir. Bu yöntemde, aracı kurum öncelikle potansiyel yatırımcılarla görüşür ve yatırımcılardan bağlayıcı olmayan fiyat teklifleri alır. Daha sonra, fiyat teklifleri, en yüksek fiyat teklifinden en düşük fiyat teklifine doğru sıralanarak bir tabloya dönüştürülür (Akbulak, 2004: 107).

Aracı kuruluş bu teklifleri belirli bir fiyat aralığında toplayabileceği gibi, bazen de herhangi bir fiyat aralığı belirlemez. Sonuçta alınan teklifleri değerlendirip nihai halka arz fiyatını belirler ve bu fiyattan talep toplar (Küçükkocaoğlu, 2007: 3).

BİST 'te 2002-2010 döneminde halka açılan 41 şirketten bu yöntemi kullanan olmamıştır.

1.7.1.3.Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi

Hisseler fiyat aralığı ile Kurul kaydına alınmışsa ve sirküler fiyat aralığı ile ilan edilmişse fiyat aralığı yoluyla talep toplanabilir. Fiyat aralığı uygulanması durumunda tavan fiyat, taban fiyatın %20'sini aşmayacak şekilde belirlenir. BİST' te 2002-2010 döneminde halka açılan 41 şirketten 12'si fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi ile yapılmıştır.

Her üç yöntemde de talep toplama süresi, en erken sirküler ilanını izleyen ikinci işgünü başlayabilir. Talep toplama süresi en az 2 işgünü, en fazla 30 gün olarak belirlenir (Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2012: 15). Tablo 1.3' te bu dönemde yıllar itibari ile İHA sayısı ve İHA'sı bu üç yöntemle gerçekleştirilen şirket sayısı yer almaktadır.

Tablo 1.3. Şirketlerin Talep Toplama Yöntemleri

Yıllar	Halka Açılan Şirket Sayısı	SFTT Şirket Sayısı	FTAYTT Şirket Sayısı	FAYTT Şirket Sayısı
2002	3	2	0	0
2003	2	0	0	0
2004	8	7	0	0
2005	3	1	0	1
2006	8	4	0	3
2007	2	0	0	2
2008	1	0	0	1
2009	1	0	0	0
2010	13	4	0	5
2011	25	10	0	12
2012	16	14	0	2
2013	9	7	0	2
2014	9	6	0	3

Kaynak: <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri>

1.7.2. Borsada Satış Yöntemi

Borsa satış yöntemi SPK'nın 18.04.2013 tarihli "Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Yöntemleri ve Dağıtım ile Teslim Esaslar Tebliği'nin Üçüncü bölümünün 12. maddesinde düzenlenmiştir. Borsada satış yöntemi, sermaye piyasası araçlarının borsa düzenlemeleri çerçevesinde borsada satışını ifade eder. Bu yöntemde satış, BİST yönetmeliği çerçevesinde yapılmaktadır. Bunun için asgari 20 işgünü önceden Borsaya başvurulması ve başvurunun borsada yönetim kurulunca kabulü ve ilanı gerekmektedir (Tesis Güvenlik Danışmanlığı, 2015: 8).

2002-2010 yılları arasında halka açılan bu 41 şirketten 11'i bu satış yöntemini kullanmıştır.

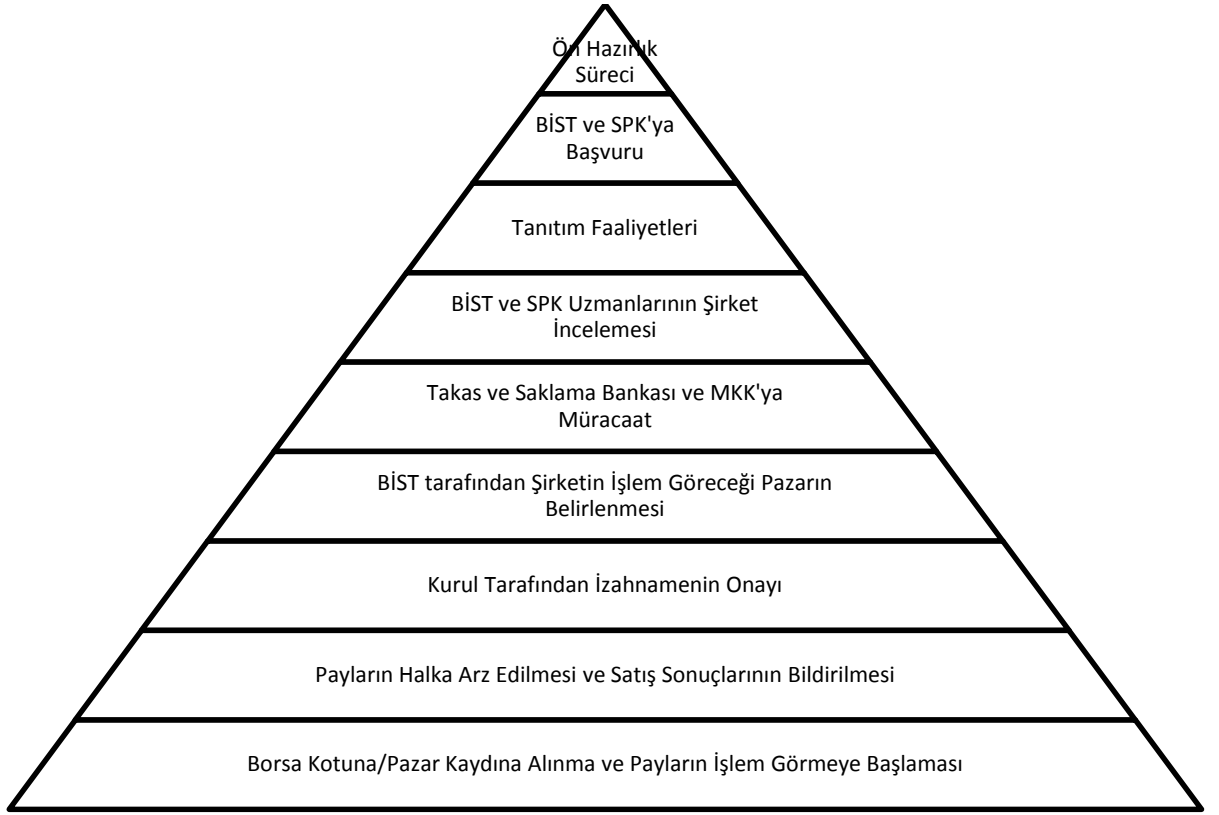
1.7.3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

Talep toplama ve borsada satış yöntemi dışında talep toplamaksızın satış yöntemi kullanılarak da halka arz yoluyla satış yapılabilir. “Talep toplanmaksızın satış yöntemi, hisseleri borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerden, nitelikleri belirlenmiş ortaklıklar dışında kalanların paylarının kendileri ya da aracı kuruluşlar vasıtasıyla belirli bir fiyat tespit edilerek, yatırımcılardan talep toplanmaksızın halka arz yoluyla satışdır. Bu yöntemin uygulanması halinde; tasarruf sahipleri, sirkülerde belirtilen süre içinde pay bedellerini bir bankada açılan özel hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar. Talep toplama yönteminin kullanılması durumunda, yeterli talepte bulunulmaması halinde, talep dışı kalan paylar için de yukarıdaki düzenleme uygulanır (Hisse Senedi Piyasaları, 79: 2012).

1.8. Halka Arz Süreci

Şirket hisse senetlerinin halka arz edilip BİST“ te işlem görebilmesi için, şirket hisse senetlerinin SPK kaydına alınması, halka arzın gerçekleşmesi ve BİST de kotasyona alınması gerekir. Bu süreçte şirket hisse senetlerinin halka arz edilip işlem görmesi için aşağıdaki adımların tamamlanması gerekir (SPK, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları: 14).

Şekil 1.3. Halka Arz Süreci



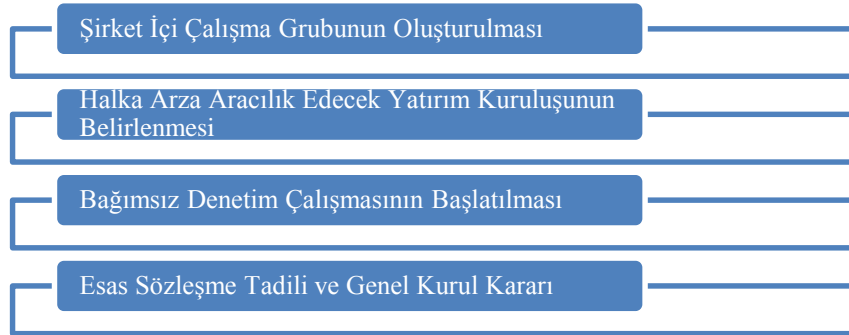
Kaynak: Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2014

1.8.1. Ön Hazırlık Süreci

Şirket hisse senetlerinin halka arz edilmesi ve sonrasında Borsa'da işlem görmesinin istenilmesi durumunda; ön hazırlık bu süreçte önemli bir yere sahiptir. Söz konusu ön hazırlık süresi, şirketlerin mali, hukuki ve idari yapılarına göre farklılık gösterebilir. Ön hazırlığın iyi yapılması durumunda halka arz sırasında ortaya çıkabilecek sorunlar en aza indirgenmiş olur, ayrıca iyi yapılmış bir ön hazırlık halka arzın başarısını oldukça artıracaktır. Bu amaçla, hisse senetlerinin halka arzına ve Borsa'da işlem görmesine karar verilen şirketin her ayrıntıyı göz önüne alarak yaptığı ön hazırlık ile kendisine halka arz sürecinde etkin bir yol haritası oluşturmuş olur. Bu amaca yönelik olarak şirket kendi bünyesinde yeni birim oluşturabileceği gibi danışman şirket veya kişilerden de hizmet alabilir. Halka Arz ve Borsa'da işlem görme talebi olan şirket bu dönemde;

- Halka arza aracılık yapmaya yetkili bir kuruluş belirler
- Esas sözleşmesinde sermaye piyasası mevzuatı açısından gerekli değişiklikleri yapmak için madde tadil tasarılarını SPK'ya sunar. Şirket esas sözleşmesinde hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı, ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler söz konusu ise bu hükümlerin esas sözleşmeden arındırılması, ayrıca esas sözleşmenin diğer hükümlerinin sermaye piyasası mevzuatına uyumlu hale getirilmesi gerekmektedir.
- Sermaye artırımını yoluyla halka arz yapılması durumunda TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen sınırlandırılmasına ilişkin kararlar alınır (Güçlü, 2015 : 2).

Şekil 1.4. Halka Arz Ön Hazırlık Süreci



Kaynak: Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2014

1.8.2. BİST ve SPK' ya Başvuru

Aracı kuruluş payların kurul kaydına alınması amacı ile kurula ve tercihen eşzamanlı olarak, Borsa tarafından istenilen bilgi ve belgeler ile payların halka arz edilmesinden sonra Borsa "yakote edilmesi ve Borsa'nın ilgili pazarında işlem görebilmesi için borsaya başvuruda bulunur. Kurul, halka arz izahnamesinde yazılmak üzere başvuru ile birlikte başvuruda bulunan şirketin paylarının Borsa'nın hangi pazarında işlem görebileceğine dair Borsa görüşünü talep eder. Ön hazırlık aşamasını tamamlayarak gerekli evraklarını tamamlayan şirketlerin kayda alınmak için SPK'ya ve borsada işlem görmek

için de BİST 'e müracaat etmeleri gerekir. Başvuru bizzat şirket tarafından yapılabileceği gibi, yetkili aracı kuruluş tarafından da yapılabilir (Güçbir Bağımsız Denetim, 2014a : 7).

İzahnameye ve ihraç belgesine ilişkin esaslar SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği'nin ikinci bölümünün 5.maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğine göre İzahnamenin onaylanmasına ilişkin başvuru, kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış izahname ile gerekli diğer bilgi ve belgelerin kurula sunulmasından itibaren on iş günü içinde kurul tarafından karara bağlanır ve keyfiyet ilgililere bildirilir. Payların ilk defa halka arzında bu süre yirmi iş günüdür.

İzahnamenin onaylanmasına ilişkin başvuruda sunulan bilgi ve belgelerin eksik olması veya ek bilgi ve belgeye ihtiyaç duyulması halinde, başvuru tarihinden itibaren on iş günü içinde başvuru sahibi yazı ile ya da elektronik ortamda bilgilendirilerek, eksikliklerin yirmi iş günü içinde giderilmesi istenir. Bu takdirde, bu maddenin birinci fıkrasında öngörülen süreler, söz konusu eksik veya ek bilgi ve belgelerin tamamının kurula sunulduğu tarihten itibaren baştan işlemeye başlar. Makul sebeplerin varlığı halinde ve başvuru sahibinin talebi üzerine kurulca başvuru sahibine yirmi iş gününe kadar ek süre verilebilir.

Kurula yapılacak başvurularda, izahnamenin kurul tarafından yeterli incelemeye imkân sağlamayacak derecede eksik olarak hazırlanmış olduğu sonucuna varılması, kurulca onaylanacak izahname kapsamındaki sermaye piyasası aracına ilişkin düzenlemelerinde belirtilen ve başvuru sırasında kurula iletilmesi gereken bilgi ve belgelerin iletilmemesi veya eksik iletilmesi, başvuruda sunulan bilgi ve belgelerdeki eksiklikler ile kurulca talep edilen ek bilgi ve belgelerin verilen süreler içerisinde kurula iletilmemesi durumunda başvuru kurulca işlemde kaldırılır. Başvuruda izahname basılı nüshalarının yanı sıra kurulun incelemesine imkân sağlayacak şekilde elektronik ortamda da kurula iletilir.

1.8.3. Tanıtım Faaliyetleri

Tanıtım faaliyetleri kapsamında yazılı ve görsel basında şirketin faaliyetleri hakkında bilgilere yer verilmekte ve İHA duyurusu yapılmaktadır. Şirketi tanıtmak amacıyla sadece ulusal alanda değil uluslararası finans kuruluşları ve yatırımcılar nezdinde de tanıtım faaliyetleri yapılabilmektedir. İHA'da mümkün olduğunca çok sayıda yatırımcıyı çekmek için tanıtım faaliyetlerine gerekli özenin gösterilmesi gerekir. İzahname hazırlama esaslar SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği'nin Dördüncü bölümünün 20. Maddesinde düzenlenmiştir (Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2014: 7).

Bu tebliğe göre halka arz edilecek veya bir borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak sözlü beyanlar da dahil olmak üzere yapılacak tanıtım ve reklamlarda yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmamalı ve ihraççının ve/veya halka arz edenin mevcut koşullarına, ilgili sermaye piyasası aracına ve varsa garantöre ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikirler edinmelerine yol açmamalıdır. Tanıtım ve reklamlarda halka arz fiyatına yer verilmesi durumunda, satışa sunulacak sermaye piyasası aracına ilişkin halka arz fiyatının belirlenmesinde Kurulun herhangi bir takdir yetkisinin ya da onayının bulunmadığı açıkça vurgulanır. Metinler, reklam olduğu kolayca fark edilecek şekilde oluşturulur.

İzahnamenin onaylanması için kurula yapılan başvurudan sonra, ancak, izahnamenin yayımlanmasından önce yapılan tanıtım ve reklamların sadece ihraççının faaliyet gösterdiği sektör ve sektördeki konumu ile faaliyet konusu ve ürettiği mal ya da hizmetler hakkında olması gerekir. Bu durumda yapılan tanıtım ve reklamlarda, izahnamenin henüz onaylanmadığı ve yatırım kararlarının izahnamenin onaylanmasından sonra incelenerek verilmesi gerektiği hususlarında bir uyarıya yer verilmesi zorunludur.

Sermaye piyasası araçlarının yalnızca nitelikli yatırımcılara çağrıda bulunmak suretiyle satılacak olması durumunda yapılacak ilanlarda, Kurul düzenlemelerinde yer alan nitelikli yatırımcı tanımına ve satışın yalnızca gerekli koşulları sağlayan nitelikli yatırımcılara yapılacağı hususlarına yer verilmesi zorunludur. Sermaye piyasası araçlarının halka arzı ya da borsada işlem görmesi ile ilgili olarak yapılan ve belirli bir yatırımcı

grubunu hedef alan özel tanıtım toplantılarında açıklanan bilgilerin, halka arz edilecek ya da borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarını satın alacak tüm tasarruf sahiplerinin de haberdar olacağı şekilde ihraççının internet sitesinde ya da herhangi bir yolla ilan edilmesi zorunlu olup, tasarruf sahipleri arasında bilgi eşitsizliğine neden olacak işlemlerde bulunulamaz. Kurulun halka arz edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak yapılan tanıtım ve reklamlara ilişkin denetim yetkisi saklıdır.

1.8.4. BİST ve SPK Uzmanlarınca Şirket İncelemesi

Halka açılmak için başvuru yapan şirketin eksik bilgi ve belgeleri varsa bunları tamamladıktan sonra, Borsa ve SPK uzmanlarınca şirket merkezi ve üretim tesisleri ziyaret edilmektedir. Ayrıca, işlem görme başvurusunda bulunan şirketin özelliğine (sanayi, hizmet, sigorta ve banka vb.) göre yapılan incelemelerde temelde birçok yönden şirket incelenirse de bu incelemeler kalitatif ve kantitatif olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Özhan, 2012a : 9).

1.8.4.1. Kalitatif İncelemeler

Bu çeşit incelemelerde şirketin hammadde temini, üretim süreci, üretim tesisleri, iç ve dış satışları, süregelen ve proje halindeki yatırımları, yönetim ve çalışanların durumu, grup şirketleri ile ilişkileri, iştirak ve bağlı ortaklıkları, hukuki sorunları, sahip olunan markaları, sektörüne ilişkin genel bilgileri, alınması gereken izinleri, ruhsatlar ve raporları, faaliyeti ile ilgili sözleşmeleri, gayrimenkul ve kiralama işlemleri gibi konular üzerinde durulmaktadır.

1.8.4.2. Kantitatif İncelemeler

Şirketin finansal durumunun anlaşılması amacıyla yönelik olarak Mali tablolar üzerinde yapılan incelemeleri kapsamaktadır. Bu aşamada şirketin bağımsız denetimden geçmiş Mali tablo ve dipnotları incelenmekte, gerekli görülen kalemlerin incelenmesi için mizan ve yardımcı defterler üzerinde çalışılmaktadır. Şirketin İHA için gerekli olan finansal yeterliliğe sahip olup olmadığı incelenmektedir.

1.8.5. Takas-Saklama Bankası ve Merkezi Kayıt Kuruluşu(MKK)'na Başvuru

BİST' in iştiraki olan Takasbank, Türkiye'de menkul kıymetlerin takası, saklanması ve uluslararası standartlarda numaralandırması ile görevlendirilmiş bir sektör bankasıdır. Takasbank, BİST' de işlem görecekt olan sermaye piyasası araçlarının tümüne uluslar arasıgeçerliliği olan bir numaralandırma sistemi olan 'ISIN Kodu' vermektedir. Halka arz sürecinde Takasbank'a müracaatı ve halka arz edilecek sermaye piyasası aracı için ISIN kodunun Takasbank' tan alınması zorunludur.

Merkezi Kayıt Kuruluşuise SPK tarafından kaydileştirilmesine karar verilmiş sermaye piyasası araçları için Türkiye'nin Merkezi Saklama Kuruluşu'dur. Takasbank başvurularını takiben halka arz edilecek payların MKK nezdinde kayden oluşturulması ve halka arzın tamamlanması ile birlikte halka arzdan pay alan yatırımcıların MKK nezdindeki hesaplarına bu payların aktarılması için şirketin MKK' ya üye olması gerekmektedir.

Ayrıca şeffaflık ilkesi gereği sermaye piyasası aracı ihraç eden şirketlerin finansal tabloları ile özel durum açıklamalarını MKK tarafından işletilmekte olan KAP 'ta yayınlamaları gerekmekte olup, açıklamalarını KAP 'ta yayınlayabilmek için şirketlerin MKK'ya KAP üyeliği içinde başvuruda bulunmaları ve elektronik sertifika almaları gerekmektedir (Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2014, s.9.).

1.8.6. BİST Tarafından Şirketin İşlem Göreceği Pazarın Belirlenmesi

Payların BİST' te işlem görmesi için başvuran bir şirketin payları BİST uzmanlarınca yapılacak incelemeler sonucunda Borsa Yönetim Kurulu'nca verilecek kararla aşağıda tabloda gösterilen şartlarını sağladığı Borsa İstanbul Pay Piyasası pazarlarından birinde işlem görür. BİST' te şirketin hangi pazarda işlem göreceğinin belirlenmesinde Tablo 1.4'te belirtilen şartlara bakılır.

Tablo 1.4. BİST Pay Piyasası Şartları

	Grup 1	Grup 2	Grup 3
Halka Arz Edilen Payların Piyasa Değeri	Asgari 135.000.000 TL	Asgari 68.000.000 TL	Asgari 33.500.000 TL
Vergi Öncesi Kar Elde Edilmiş Olması	Son İki Yıldan En Az Birinde	Son İki Yıldan En Az Birinde	Son İki Yıl
Halka Arz Edilen Payların Ödenmiş veya Çıkarılmış Sermayeye Oranı	---	Asgari %5	Asgari %25
Bağımsız Denetimden Geçmiş En Son Finansal Tablolardaki Özsermaye	Asgari 33.500.000 TL	Asgari 22.000.000 TL	Asgari 13.500.000 TL

Kaynak: Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2014

1.8.6.1. BİST Pay Piyasası

BİST Pay Piyasası'nda farklı sektörlerden şirketlerin payları, rüçhan hakkı kuponları, borsa yatırım fonları, varantlar ve sertifikalar işlem görmektedir. BİST Pay Piyasası yerli ve yabancı yatırımcılar için likit, şeffaf ve güvenli yatırım ortamı sağlamaktadır.

Pay Piyasası'nda işlemler elektronik alım satım sistemi aracılığıyla fiyat ve zaman önceliği kuralı baz alınarak 'Sürekli Müzayede', Piyasa Yapıcı Sürekli Müzayede' ve 'Tek Fiyat' yöntemlerinde otomatik olarak gerçekleşmektedir. İşlemler biri sabah diğeri öğleden sonra olmak üzere iki ayrı seansta yapılmaktadır. Her iki seansın başında 'Açılış Seansı' düzenlenmekte olup ikinci seansın sonunda ise ayrıca 'Kapanış Seansı' düzenlenmektedir.

BİST üyeleri yatırımcılardan elektronik olarak topladıkları emirleri uzaktan erişim ağı üzerinden FIX Protokolü ve ExAPI mesajlaşma ara yüzü aracılığıyla BİST'E göndermektedir. Buna ilave olarak üye temsilcileri, alıcı ve satıcıların emirlerini BİST'de

ve üye merkez ofislerinde bulunan işlem terminalleri aracılığı ile Elektronik Alım Satım Sistemi'ne girebilmektedir.

Pay Piyasası'nda işlemler aşağıdaki pazarlarda gerçekleştirilmektedir:

1.8.6.1.1. Ulusal Pazar

Ulusal Pazar, BİST'in en büyük pazarı olup 30 Nisan 2014 itibariyle bu pazarda farklı sektörlerde faaliyet gösteren 224 şirketin payı işlem görmektedir.

Ulusal Pazar Kotasyon kriterleri BİST Kotasyon Yönetmeliği'nin 13. Maddesinde düzenlenmiştir.

- Bağımsız Denetim Şartı: SPK düzenlemeleri çerçevesinde izahnamede yer alacak finansal tablolar ile bağımsız denetim raporlarının Borsaya sunulmuş olması,
- Faaliyet Süresi Şartı: Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş olması ve son 3 yıllık mali tablolarının yayınlanması, 3 yıldan fazla faaliyet süresi olan en az bir ortaklığa minimum %51 oranında iştirak etmek suretiyle holding yapısında yeni bir ortaklığın başvurusu halinde, söz konusu holding için 3 takvim yılı şartı aranmaz. Ancak, kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş iştiraklerin özsermayelerinin, holding yapısında kurulan yeni ortaklığın özsermayesinin %50'sinin altında, aktif büyüklüklerinin de holding yapısında kurulan yeni ortaklığın aktif büyüklüğünün %50'sinin altında olmaması gerekir.
- Sayısal ve Finansal Kriterler: Ortaklığın yukarıda alternatif gruplarda yer alan koşullardan aynı grup içerisinde yer alan koşulların tamamını sağlaması,
- Sağlıklı Finansman Şartı: Finansman yapısının, faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,

- Esas sözleşmede menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar bulunmaması,
- Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyumsuzluklarının bulunmaması,
- Şirketin kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile paylarının hukuki durumunun tabi olduğu mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi,
- Son bir yıl içinde şirketin faaliyetlerine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye ve konkordato istenmemiş olması

1.8.6.1.2.İkinci Ulusal Pazar

İkinci Ulusal Pazarın kuruluş amacı BİST Kotasyon Yönetmeliği'ndeki kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketler ile gelişme ve büyüme potansiyeli taşıyan küçük ve orta ölçekli işletmelerin(KOBİ) sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerine olanak sağlamak, söz konusu şirketlerden Borsa Yönetim Kurulu'nca BİST' te işlem görmesi uygun görülenlerin paylarına likidite kazandırmak ve bu payların fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir. İkinci Ulusal Pazar'da 30 Nisan 2014 itibariyle 88 şirketin payları işlem görmektedir.

İkinci Ulusal Pazar'da işlem görmek için;

- Başvurunun, başvuru tarihine kadar ihraç edilmiş aynı türdeki payların tamamını kapsayacak şekilde yapılmış olması,
- Ortaklığın halka arz edilen paylarının piyasa değeri ile bu payların ödenmiş veya çıkarılmış sermayeye oranının sırasıyla en az 6.800.000 TL ve %15 olması ya da 13.500.000 TL ve %5 olması,
- Payların tedavülünü engelleyici bir husus bulunmamak kaydıyla ortaklığın mali ve hukuki durumu, faaliyetleri, paylarının tedavül hacmi göz önüne alınarak yapılan değerlendirme sonucunda ortaklık paylarının ilgili pazarda işlem görebilmesine ilişkin Borsa Yönetim Kurulu'nun olumlu karar vermesi

- Borsa yönetimince olumlu kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle son bir yıl içinde şirketin faaliyetlerine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye ve konkordato istenmemiş olması ve Borsaca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması gerekmektedir.

1.8.6.1.3.Kurumsal Ürünler Pazarı (KÜP)

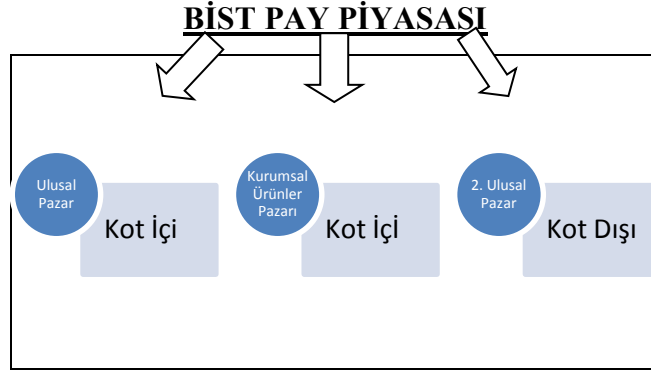
BİST Pay Piyasası bünyesindeki pazarların etkinliğinin artırılması amacıyla öncelikle menkul kıymet ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının paylarının, borsa yatırım fonları katılma belgelerinin, varantlar, sertifikalar ve diğer yapılandırılmış ürünlerin, ayrı bölümler halinde özel bir pazar bünyesinde işlem görmelerini ve fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmek üzere KÜP kurulmuştur.

Bu pazarda;

- BİST Kotasyon Yönetmeliği'nin 15. Maddesi uyarınca kota alınan menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının payları,
- BİST Kotasyon Yönetmeliği'nin 17. Maddesi uyarınca kota alınan Borsa yatırım fonları katılma belgeleri,
- BİST'de işlem görmesine karar verilen varantlar, sertifikalar ve SPK düzenlemeleri uyarınca Borsada işlem görebilir şekilde ihraç edilmiş diğer yapılandırılmış ürünler işlem görmektedir.

Kurumsal Ürünler Pazarında 30 Nisan 2014 itibariyle 49 yatırım ortaklığının payları ile 17 adet Borsa yatırım fonunun katılma belgeleri ve 4 şirketin ihraç ettiği varantlar ve sertifikalar işlem görmektedir.

Şekil 1.5. BİST Pay Piyasası



Kaynak: Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2014

1.8.7. Kurul Tarafından İzahnamenin Onayı

İHA başvurusunda şirketin izahname ve sirkülerinin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediği SPK tarafından incelenir. Bu inceleme sonrasında eksik bilgi ve belgeler varsa ya da SPK tarafından istenen diğer bilgi ve belgeler varsa şirketin bunları tamamlaması gerekmektedir. SPK kamunun aydınlatılması çerçevesinde izahname ve sirküleri inceler ve uygun görülen hisse senetlerini kurul kaydına alır (SPK, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları: 16).

1.8.8. Mevcut Payların Halka Arzı ve Satış Sonuçlarının Bildirilmesi

Halka arz işlemi izahname ve sirkülerde ilan edilen yerde ve tarihte başlar. Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında uygulanabilecek yöntemler SPK'nın Seri: II, No: 5.2 sayılı "Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Tebliği'nin 13.maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre halka arzda talep toplama yöntemleri, talep toplamaksızın satış yöntemi ve borsada satış yöntemlerinden birisi kullanılabilir (Güçbir Bağımsız Denetim, 2014b: 10).

Satış işlemi tamamlandıktan sonra aracı kuruluş tarafından halka arzailişkin satış sonuçları SPK'ya ve Borsaya iletilir. Ayrıca konsorsiyum lideri, yatırımcı grupları bazında dağıtım yapılan sermaye piyasası aracı tutarı, oranı ve yatırımcı sayısı hakkındaki bilgiler ile halka arz edilen payların nominal değerinin %5'inden fazlasını satın alan kişi ve

kurumları ve içsel bilgiye ulaşabilecek konumdaki kişilerin yaptıkları pay alımlarını dağıtım listesinin kesinleştiği günü takip eden iş günü Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeler çerçevesinde KAP 'ta kamuya açıklamak zorundadır.

1.8.9. Borsa Kotuna Alınma ve İşlem Görmeye Başlama

BİST Genel Müdürlüğü'nce halka arz satış sonuçları Borsa Yönetim Kurulu'nun izahnamede de yer alan kota/Pazar kaydına alma kararı çerçevesinde değerlendirilerek, kota veya Pazar kaydına alınma şartının sağlanması ile birlikte, şirket payları KAP 'ta yapılacak duyuruyu izleyen 2. İş günü işlem görmeye başlar. İşlem başladığı gün şirketin talebine bağlı olarak gong töreni düzenlenebilir (Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2014: 16).

1.9. İlk Halka Arzda İzahname ve Sirküler

1.9.1. İzahnamenin Tanımı

İzahname hazırlanması esaslar SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği'nin üçüncü bölümünün 7. Maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve izahnamenin Kurulca onaylanması zorunludur. İzahname; ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem göreceği sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesidir. Bu belgede yer alan bilgiler, Kurul tarafından yayımlanan standartlara uygun bir şekilde yatırımcılar tarafından kolaylıkla analiz edilebilir, anlaşılabilir ve değerlendirilebilir bir şekilde sunulur.

1.9.2. İzahname Hazırlama Esasları

İzahname hazırlanma esasları SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği'nin üçüncü bölümünün 9. Maddesinde düzenlenmiştir. Bu

tebliğine göre izahname, ihraççının halka arz eden ve halka arz edilecek veya borsada işlem görecek sermaye piyasası araçlarının özel niteliğine, ihraççının ve varsa garantörün finansal durumu ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine ve bu sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasına imkân tanımak için gerekli nitelikteki bütün bilgileri içerir.

İzahnamenin, ihraççı ve/veya halka arz eden ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve Kurulca gerekli görülen bilgileri açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda düzenlenmesi, Kurulca belirlenen standartlara uygun olması, Kurul onayının alınması başvurusu sırasında Kurulca istenecek ek bilgileri içermesi ve bilgi ve açıklamaların gerektiğinde belgeye dayandırılması zorunludur. Halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmesinde üçüncü bir kişi tarafından garanti verilmesi durumunda izahnamede garantöre ve garantinin niteliğine ilişkin bilgilere de yer verilir.

İzahnamenin ihraççı ve/veya halka arz eden ile halka arzda satışa aracılık eden Kurulca yetkilendirilmiş kuruluş tarafından da imzalanması gerekir. İzahname şirketler birliği oluşturulmuş olması durumunda şirketler birliği lideri ve varsa eş liderler tarafından imzalanır. Kanununun 10 uncu maddesi çerçevesinde izahnameden sorumlu gerçek kişilerin isimleri ve görevleri ile tüzel kişilerin unvanları, merkezleri ve iletişim bilgileri izahnamede açıkça belirtilir. İzahnamede sınırlı inceleme de dâhil olmak üzere bağımsız denetimden geçirilmiş finansal bilgiler ile bağımsız denetimden geçirilmiş finansal bilgilere dayalı verilerin verilmesi esastır.

İzahname ile kamuya açıklanan bilgilerde satışa başlamadan önce veya satış süresi içerisinde yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek değişikliklerin veya yeni hususların ortaya çıkması halinde bu durum ihraççı veya halka arz eden tarafından en uygun haberleşme vasıtasıyla derhal Kurula bildirilir. Değişiklik ya da yeni hususların yayımlanmasından önce sermaye piyasası araçlarını satın almak için talepte bulunmuş yatırımcılar, izahnamede yapılan ek ve değişikliklerin yayımlanmasından itibaren iki iş günü içerisinde taleplerini geri almak hakkına sahiptirler.

1.9.3. İzahnamenin Birden Fazla Belge Olarak Düzenlenmesi

İzahnamenin birden fazla belge olarak düzenlenmesi SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği" nin üçüncü bölümünün 11. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğine göre izahname, ihraççıya ve ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgiler ile bir özet bölümü de içermek üzere bir ya da birden fazla belge şeklinde düzenlenebilir. Bu durumda ihraççı bilgi dokümanı, sermaye piyasası aracı notu ve özetle yer alması gereken bilgilere aynı doküman içerisinde yer verilir. Birden fazla belge şeklinde düzenlenmesi durumunda izahname;

- İhraççının ve varsa garantörün sermayesi, yönetimi ve faaliyetleri, finansaldurumu ve karlılığı, ihraççının yönetim ve denetiminden sorumlu kişiler gibibilgileri içeren ihraççı bilgi dokümanı,
- İhraç edilecek veya borsada işlem görecekt sermaye piyasası aracınınözellikleri, bunlara bağlı hak, yükümlülükler ve riskleri ile halka arz veborsada işlem görmeye ilişkin bilgileri içeren sermaye piyasası aracı notu,
- Varsa garantör, ihraççıya ve ihraç edilecek sermaye piyasası aracına ilişki temel özellik ile riskleri içeren ve ihraççı bilgi dokümanı ile sermaye piyasası aracı notunda yer alan bilgilerden yararlanılmak suretiyle oluşturulan kısa, açık ve anlaşılır ifadelerden oluşan bir özet olmak üzere üç farklı dokümandan oluşur.

İzahname Özeti; varsa garantör, ihraççı ve ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının temel özelliklerini ve risklerini kısa bir şekilde ve teknik olmayan bir dilde belirtir ve yatırımcıya ilgili sermaye piyasası aracına yatırım yapıp yapmaması konusunda yardımcı olacak ve izahnamenin geri kalanı ile uyumlu ve uygun temel bilgileri içerek şekilde hazırlanır. Özet ayrıca, benzer sermaye piyasası araçlarına ilişkin özetlerin ve içeriklerin karşılaştırılmasına olanak sağlayacak şekilde düzenlenir. Özetle ilave olarak; Özeti izahnameye bir giriş olarak okunması ve yatırım kararlarının izahnamenin bütününcü incelenmesi suretiyle verilmesi gerektiğine ve izahnamenin diğer kısımları ile birlikte okunması durumunda özeti aldatici, hatalı veya tutarsız olması halinde, Kanununun 10 uncu maddesi uyarınca ilgililerin hukuki sorumluluğunun bulunduğuna ilişkin uyarılar da yer alır.

1.9.4.İzahnamenin Onaylanması

İzahnamenin onaylanması SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği'nin İkinci bölümünün 6. Maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğine göre Kurul, izahname yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen standartlara göre eksiksiz olduğunun tespiti hâlinde izahname onaylanmasına karar verir. Yapılan inceleme sırasında Kurul, ihraççıyı, ihraççının faaliyetlerini, halka arz edenin içinde bulunduğu durumu veya ihraç edilecek sermaye piyasası aracının niteliğini dikkate alarak ilave bilgilerin izahnamede yer almasını talep edebilir. Bu durumda izahnamenin onaylanmasından önce Kurulca talep edilen ilave bilgilerin izahnamede yer alması gerekir. İzahnameve ihraç belgesi ekleri ile bir bütündür.

İzahname ya da ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin Kurulca yapılan inceleme neticesinde başvuruların olumsuz karşılanması halinde bu durum gerekçesi belirtilerek ilgisine bildirilir. Kurulca onaylı izahname veya ihraç belgesi alınmaksızın ihraç ve satış işlemlerine başlanamaz.İzahname veya ihraç belgesinin Kurulca onaylanmasına karar verilmesini takip eden on iş günü içerisinde teslim alınmaması halinde, satışın yapılabilmesi için Kurulca yeniden izahnamenin veya ihraç belgesinin onaylanmasına karar verilmesi gerekir. İhraççının talebi üzerine makul sebeplerin varlığı halinde bu süre Kurulca uzatılabilir. İzahnamenin veya ihraç belgesinin Kurulca onaylanmasından sonra teslim alınmaması veyahut izahnameninveya ihraç belgesinin alınmasının ardından satıştan vazgeçilmesi, satışın tamamlanamaması ya da kısmen tamamlanması durumunda Kanununun 130 uncu maddesinin üçüncü fıkrası çerçevesinde Kurulun hesabına yatırılan ücretin iadesi ya da gerçekleştirilecek diğer ihraçlar için mahsubu talep edilemez.

1.9.5. İzahnamenin Geçerliliği

İzahnamenin geçerliliği SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği'nin üçüncü bölümünün 16. Maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğine göre izahname, güncelliğinin korunması kaydıyla, ilk yayım tarihinden itibaren on iki ay boyunca gerçekleştirilecek ihraçlar için geçerlidir. Bu sürenin geçmesinden sonra yapılacak halka arzlarında izahnamenin tümünün onaylanması gerekir. Bir arz programı kapsamında düzenlenen arz programı izahnamesi, yayımından itibaren on iki ay boyunca

gerçekleştirilecek ihraçlar için geçerlidir. Arz programının süresi boyunca ilk yayımı takip eden on iki aylık dönemlerde arz programı izahnamesinin tümünün yeniden Kurul onayına sunulması zorunludur.

İzahnamenin tek belgeden meydana gelmesi durumunda, izahname kapsamındaki sermaye piyasası araçlarının halka arzına ilişkin sürenin sona ermesiyle birlikte aynı izahnameye dayalı olarak farklı bir ihraç gerçekleştirilemez. Ancak izahnameye konu sermaye piyasası araçlarının satışının ertelenmesi, satıştan vazgeçilmesi ve benzeri durumlarda izahnamenin bu Tebliğin 10 uncu maddesine uygun olarak güncelliğinin korunması kaydıyla aynı izahname kullanılabilir. İzahnamenin birden fazla belge şeklinde düzenlenmesi durumunda, Kurulca onaylanan ihraççı bilgi dokümanı, güncelliğini koruması kaydıyla, ilk yayım tarihinden itibaren on iki ay boyunca geçerlidir. Sermaye piyasası aracı notu ile özetin geçerlilik süresi ihraççı bilgi dokümanının geçerlilik süresi ile sınırlıdır.

İzahnamenin birden fazla belge şeklinde düzenlenmesi ve ihraççı bilgi dokümanının daha önce Kurulca onaylanması durumunda, ihraççı bilgi dokümanının geçerlilik süresi boyunca yapılacak halka arzlarda bu belgede herhangi bir değişiklik gerekmediği düşünülüyorsa bu durumun ihraççı yönetim kurulunca karara bağlanması gerekir. Halka arz edenler ise ihraççı bilgi dokümanında değişiklik gerekmediğine ilişkin olarak Kurula yazılı bir beyan verirler.

1.9.6.İzahnameden Sorumlu Kişiler

İzahnameden sorumlu kişiler SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği'nin üçüncü bölümünün 18. Maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan ihraççılar sorumludur. Zararın söz konusu kişilerden tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması halinde; halka arz edenler, halka arzda satışa aracılık eden Kurulca yetkilendirilmiş lider kuruluşlar, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludur. Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere rapor hazırlayan kişi ve kurumlar da hazırladıkları raporlarda

yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden bu Tebliğ ve Kanunun ilgili hükümleri çerçevesinde sorumludur (spk.gov.tr, 2015 : 14).

1.9.7. İhraç Belgesi Düzenlenmesine İlişkin Esaslar

İhraç belgesi düzenlenmesine ilişkin esaslar SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği'nin üçüncü bölümünün 19. Maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda, yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarda veya halka açık ortaklıkların izahname düzenlenmeksizin gerçekleştireceği her türlü pay ihracında ihraç belgesi düzenlenir ve Kurul onayına sunulur.

İhraç belgesi, halka arz edilmeksizin ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının, satış şartları ve teslimi hakkında genel bilgileri içerecek şekilde, yatırımcılar tarafından kolaylıkla anlaşılabilir ve değerlendirilebilir şekilde hazırlanır. Aynı anda satışa sunulan veya çıkarılan farklı tür, tutar veya vadelerdeki sermaye piyasası araçlarında, satışa sunulan veya çıkarılan her sermaye piyasası aracı için farklı bir ihraç belgesi düzenlenir ve Kurulca onaylanır. Halka arz edilmeksizin yapılacak satışlarda her bir ihraç için yeni bir ihraç belgesi düzenlenir ve Kurulca onaylanır.

1.9.8. İzahnamenin Tescil ve İlanı

İhraç belgesi düzenlenmesine ilişkin esaslar SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği'nin üçüncü bölümünün 21. maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre sermaye piyasası araçlarının halka arzı veya borsada işlem görmesi öncesinde hazırlanan ve kurula onay için sunulan taslak izahname, Kurula başvuru tarihinden itibaren beş iş günü içinde ihraççının internet sitesinde ve ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP "ta ilan edilir. İzahnamenin birden fazla belge şeklinde düzenlenmesi durumunda, ilan yükümlülüğü her bir belgenin Kurula sunulması ile başlar. İzahnamenin başında izahnamenin henüz Kurulca onaylanmadığını belirten bir ibareye yatırımcıların açıkça fark edebileceği şekilde yer verilir. Kurulca onaylanmamış izahnameler kurulca onaylı izahnamenin ilanı ile birlikte ihraççının internet sitesinden kaldırılır.

Kurulca onaylanmış izahname, teslim alınmasını takiben on beş iş günü içerisinde ihraççının internet sitesinde, ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP' ta ve izahname kapsamında satışa sunulacak sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsanın internet sitesinde ilan edilir. İhraççı Kurulca onaylanmış izahnameyi ihtiyari olarak basın yayın organlarında da ilan edebilir. Ancak sermaye piyasası araçlarının halka arzına en erken fiyat tespit raporunun ve izahnamenin yayımlanmasını takip eden dördüncü gün başlanabilir. İzahnamenin birden fazla belge şeklinde düzenlenmesi ve bu belgelerin Kurulca farklı tarihlerde onaylanması durumunda, ilan yükümlüğü her belgenin Kurulca onaylanması ile başlar. İzahnamenin nerede yayımlandığı hususu ilandan itibaren beş iş günü içerisinde ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi(TTSG)'nde ilan edilir. İzahnamenin birden fazla belge şeklinde düzenlenmesi ve bu belgelerin Kurulca farklı tarihlerde onaylanması durumunda, izahnameyi meydana getiren belgelerin nerede yayımlandığı hususu izahnameyi oluşturan son belgenin ilanından sonra tescil ve TTSG' de ilan edilir. İzahnamede yapılan değişiklikler de bu fıkra hükmüne tabidir.

1.9.9. Sirkülerin İlanı

İHA izahnamesinde halka arzı yapılacak ortaklığa ve ihracı yapılacak menkul kıymetlere ilişkin tanıtıcı bilgilere yer verilmektedir. İHA sirkülerinde ise İHA işlemlerine ve bu işlemlerin ne şekilde gerçekleştirileceğine ilişkin bilgiler yer almaktadır. Halka arz programı sirkülerinin ilan SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği'nin dördüncü bölümünün 22. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğine göre tasarruf sahipleri satış duyurusu, yeni pay alma hakkı kullanım süresinin bitiminden veya yeni pay alma hakkı kullanılmıyorsa izahnamenin ilanından itibaren dört gün ve her durumda satıştan en az bir iş günü önce ihraççının internet sitesinde, ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP' ta ve izahname kapsamında satışa sunulacak sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsanın internet sitesinde ilan edilir. (Özhan , 2012b : 9)

İhraççı veya halka arz eden tarafından izahnamenin nerede yayımlandığının tesciline ilişkin ilanın yer aldığı TTSG' nin tarih ve sayısına ilişkin bilgi, ilandan itibaren beş iş günü içinde Kurula gönderilir. Bu yükümlülük, halka arzda satışa aracılık eden Kurulca yetkilendirilmiş kuruluşlar tarafından da yerine getirilebilir.

1.9.10. İzahnamede Yer Alacak Finansal Tablolar

Payların İHA' sı için düzenlenecek izahnamede Kurul'un muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan finansal tablolar ile bağımsız denetim raporlarına yer verilir. Bu konu SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği'nin beşinci bölümünün 24. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğine göre ortaklık hakkı veren sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlenen izahnamede bağımsız denetimden geçirilmiş son üç yıla ve ilgili ara döneme, ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlenen izahnamede ise bağımsız denetimden geçirilmiş son iki yıla ve ilgili aradöneme ait finansal tabloların yer alması esastır. Kuruluş ve benzeri nedenlerle söz konusu finansal tabloların temin edilememesi durumunda mevcut yıllık finansal tablolara ve ilgili ara döneme ait bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tablolar izahnamede yer alır. İzahnamede her hâlükârda en az bir tam yıla ve ilgili ara döneme ait bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tablolara yer verilir. İhraççının talebi üzerine makul sebeplerin varlığı halinde en az bir tam yıla ait bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tabloların izahnamede yer almasına ilişkin zorunluluğa Kurulca muafiyet tanınabilir. Payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklarca gerçekleştirilecek sermaye piyasası araçlarının halka arzında Tablo 1.5'deki bilgiler esas alınır.

Tablo 1.5. İzahnamede Yer Alacak Finansal Tablolar

HALKA ARZIN GERÇEKLEŞECEĞİ DÖNEM	İZAHNAMEDE YER ALACAK FİNANSAL TABLOLAR	ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇECEK FİNANSAL TABLOLAR
01 Mart - 31 Mayıs	Son 3 Yıllık Finansal Tablolar	Son 3 Yıllık Finansal Tablolar
01 Haziran – 31 Temmuz	Son 3 Yıllık ve 3 Aylık Ara Dönem Finansal Tablolar	Son 3 Yıllık Finansal Tablolar
01 Ağustos – 31 Ekim	Son 3 Yıllık ve 6 Aylık Finansal Tablolar	Son 3 Yıllık ve 6 Aylık Finansal Tablolar
01 Kasım – 31 Kasım	Son 3 Yıllık ve 6 Aylık ve/veya 9 Aylık Finansal Tablolar	Son 3 Yıllık ve 6 Aylık veya 9 Aylık Finansal Tablolar
01 Aralık – 28 Şubat	Son 3 Yıllık ve 9 Aylık Finansal Tablolar	Son 3 Yıllık ve 9 Aylık Finansal Tablolar

Kaynak: Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2010

İzahname ve sirküler Kurul tarafından belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanarak ortaklık ve lider aracı kuruluş tarafından imzalanır. İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmasından ihraççılar ve paydaşlar sorumludur. Aracı kuruluşlar da bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğundaki bilgiler hariç, kendilerinden beklenen özeni göstermemeleri durumunda bu belgelerdeki bilgilerin gerçeği dürüst biçimde yansıtmasından hukuken sorumludurlar.

Payların Kurul kaydına alınmasından sonra Kurulca onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde ortaklığın kayıtlı olduğu Ticaret Sicili 'ne tescil ve TTSG'de ilan ettirilir. Payları Borsada ilk defa işlem görecektir ortaklıklar için ayrıca ortaklığın internet sitesinde ve KAP 'ta ortaklık tarafından ilan edilir. Halka arz izahnamesinin ortaklık merkezinde ve başvuru yerlerinde bulundurulması gerekmekte olup, talep edilmesi durumunda basılı halinin bedelsiz olarak yatırımcılara verilmesi zorunludur.

İKİNCİ BÖLÜM

2. TÜRKİYE VE DÜNYA'DA HALKA ARZ

2.1. Türkiye ve Dünya'da Halka Arz İstatistikleri

Bu bölümde, sermaye piyasasının bugünkü durumu ve dünya ve Türkiye "de halka arz istatistikleri sunulmuştur.

2.1.1. Türkiye Sermaye Piyasasındaki Gelişmeler

Türkiye'deki organize menkul kıymet piyasalarının kökleri 19. Yüzyılın ikinci yarısına kadar uzanmaktadır. İlk menkul kıymetler piyasası Kırım Savaşı'nı takiben 1866 yılında Osmanlı İmparatorluğu zamanında kurulmuş olan 'Dersaadet Tahvilat Borsası' idi. Dersaadet Borsası, çökmüş Osmanlı ekonomisinden yüksek getiri almayı amaçlayan Avrupalı yatırımcılar için de bir vesile olmuştu. Türkiye Cumhuriyeti'nin kuruluşunu takiben 1929 yılında çıkartılan 1447 sayılı 'Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu' ile sermaye piyasalarının, yeni ismiyle 'İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası' adı altında organize olması sağlanmıştır.

Borsa, kısa sürede gelişerek yurt çapında girişimcilerin fon ihtiyaçlarının karşılanmasına önemli katkıda bulunmuştur. Ancak, 1919 krizi, 2. Dünya Savaşı'nın patlak vermesi, henüz emekleyen Türk iş dünyasını olumsuz etkilemiş ve Borsa'nın başarısını gölgede bırakmıştır. Takip eden yıllardaki sanayileşme sürecinde, hisse senetlerini halka arz eden anonim şirketlerin sayısı da sürekli olarak artmıştır. Bu hisseler çoğu bireysel, bir kısmı da kurumsal olan yatırımcılardan yoğun talep görmüştür.

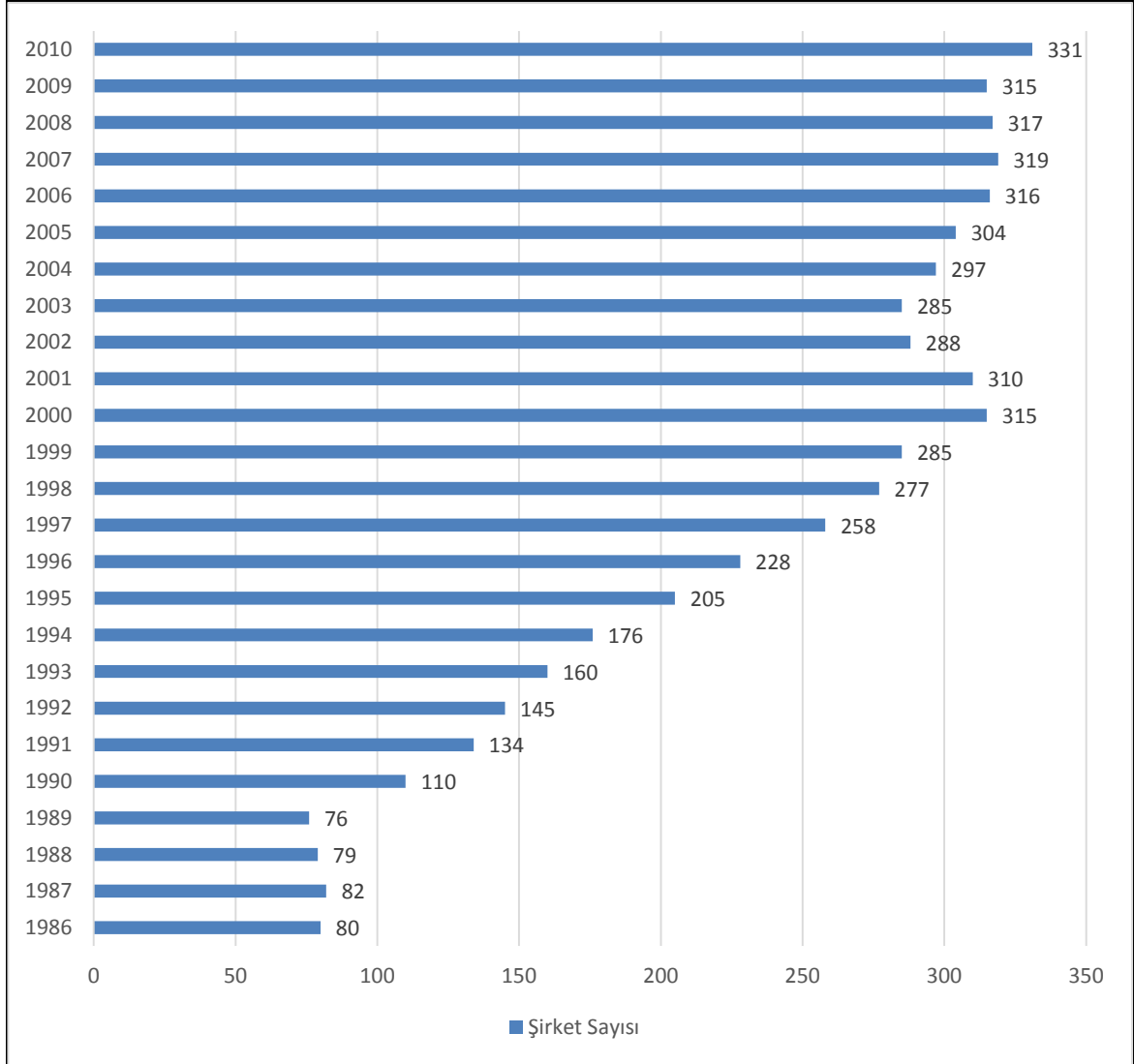
1980'li yılların ilk dönemlerinde sağlıklı sermaye hareketlerine uygun gerek mevzuat gerekse kurumların oluşması yönünden Türk sermaye piyasalarında önemli gelişmeler olmuştur. Bu bağlamda 1981 yılında SPK çıkarılmıştır. Ekim 1983'de ise

menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname çıkmıştır. Bir yıl sonrada ‘Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkındaki Yönetmelik’ Resmi Gazete’ de yayınlanmıştır. Çalışma esaslarına ilişkin mevzuatın Genel Kurul toplantısında kabulü ile 1985 yılı sonunda İMKB resmen kurulmuş ve 3 Ocak 1986 yılında da alım satım faaliyetlerine başlamıştır.

BİST’ de işlem gören şirket sayısı aşağıda yer alan Grafik 2.1’de gösterilmiştir. BİST’ de işlem gören şirket sayısı 1986 yılında 80 iken, 2010 yılında bu rakam 331’e çıkmıştır. BİST’ in kuruluş yıllarında işlem gören şirket sayısında hızlı bir artış olmasına rağmen, daha sonraki yıllarda şirket sayısında fazla artış gerçekleşmemiştir. Özellikle 2000 yılına kadar gözlemlenen hızlı artışla 315 adetlik şirket sayısına ulaşılmış ancak daha sonraki dönemde bu sayıda önemli bir artış kaydedilmemiştir.

Büyük sanayi kuruluşları arasında Türkiye'nin ilk 500 büyük şirketinin ancak 105'inin hisseleri, ikinci 500 büyük şirketin de 140'ının hisseleri halka açık durumdadır. Bir başka bakış açısıyla ilk 500 büyük kuruluştan 395, ikinci 500 büyük kuruluştan da 465, toplamda ilk büyük 1.000 sanayi kuruluşundan 860 şirketin hisse senetleri borsada işlem görmemektedir. Son yıllarda tüm sermaye piyasası kurumlarının katılımı ile başta halka arzların artırılması olmak üzere, yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi, pazarların yeniden yapılandırılması, işlem sistemleri altyapısının yenilenmesi ve geliştirilmesi, yatırımcıların korunması ve kamunun aydınlatılması konuları olmak üzere birçok alanda çalışma başlatılmış ve kurumlar arasında etkin ve sürekli bir işbirliği tesis edilmeye çalışılmıştır. Bunun sonucu olarak 1990–1999 yılları arasında yılda ortalama 23 şirket halka açılırken, 2000–2010 yılları arasında bu rakam 9’a düşmüş olup, 2010 yılında rakam 26’ya ulaşmıştır.

Grafik 2.1. BİST 'de İşlem Gören Şirket Sayıları



Kaynak: BİST

2.1.2. BİST Hisse Senedi Piyasası Endeksi

Gerek Türk Lirası gerekse ABD Doları bazlı endeksler, 2000 yılının Nisan ayından 2002 yılının sonuna kadar, konjonktürel dalgalanmalarla birlikte genel olarak azalma eğilimi göstermiş, 2003 yılının başından itibaren ise belirgin bir şekilde artmıştır. 2004, 2005 ve 2006 yıllarında bu yükseliş genel olarak devam etmiştir. 2007 yılında Borsanın önemli ölçüde yükselişe geçtiği görülmektedir. 2007 başında 41 bin seviyelerinde olan endeks yıl bitiminde 55 binli seviyelere yükselmiştir. Bunda 2006 yılında gelişmiş ülkelerde baş gösteren finansal krizin gelişmekte olan ekonomilere etkisinin kısıtlı olacağı beklentisi ile Türkiye' ninde gelişmekte olan ekonomiler içinde konumunun güçlenmesi

etkili olmuştur. Ancak 2008 yılında krizin etkisinin gelişmiş ülkelerle sınırlı kalmayacağı, tüm dünyaya yayılacağına inanılması yükselen ekonomileri de olumsuz etkilemiştir. 2008 yılının ilk aylarında 48 binlerde olan endeks, yılı ancak 26 bin seviyelerinde kapatabilmiştir. 2009 yılında 25.934 puan ile başlayan endeks yılı 52.825 puanla kapatmıştır.

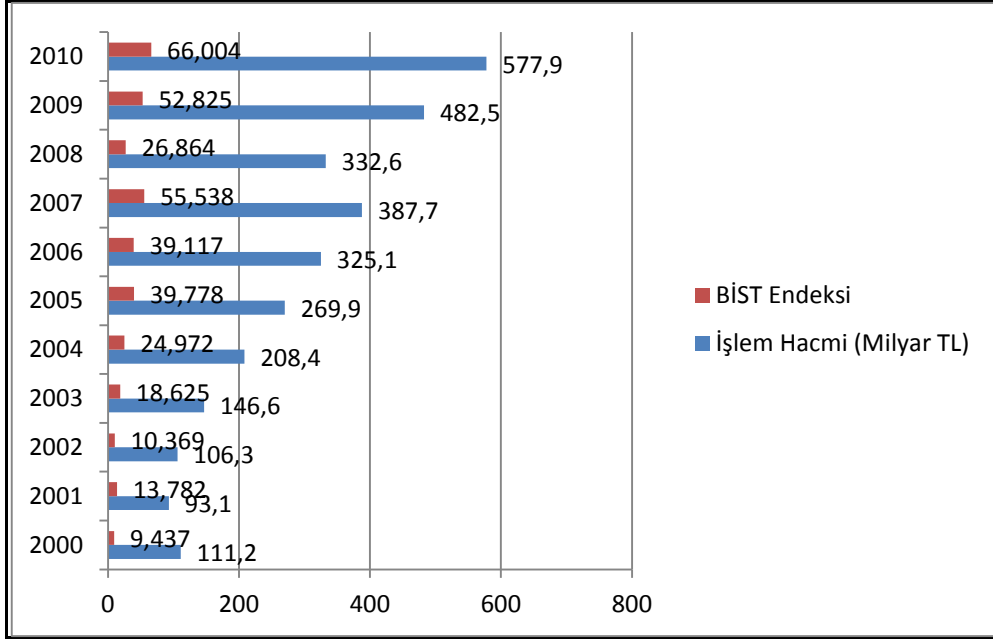
2010 yılında BİST Endeksi Temmuz ayına kadar 54 bin civarında bir seyir izlemiş, Temmuz ayından itibaren 59 bin seviyelerinden başlayarak yükseliş trendine girmiş ve yılı 66,004 puanla kapatmıştır.

Sonuçta BİST Hisse Senedi Piyasası Endeksi,2010 yılında bir önceki yıla göre TL bazında %25, Dolar bazında ise %21 oranında değer kazanmıştır.

2.1.3. BİST İşlem Hacmi ve İşlem Miktarı

BİST işlem hacmi yıllar itibariyle incelendiğinde, faaliyete geçtiği 1986 yılında sadece 9.000 TL (13 Milyon \$) düzeyinde bulunan işlem hacminin, 2000 yılında 111.2 Milyar TL (181.9 Milyar \$) ile rekor düzeye çıktığı görülmektedir. 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin etkisiyle işlem hacminden önemli azalmalar görülmüştür(106 Milyar TL, 70.8 Milyar \$). İşlem hacmi önemli artışlarla 2003 yılında 146.6 Milyar TL (100.2 Milyar \$) ve 2004 yılında 208.4 Milyar TL (147.8 Milyar \$) olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılında toplam işlem hacmi 269.9 Milyar TL (201.8 Milyar \$), 2006 yılında 325.1 Milyar TL (229.6 Milyar \$), 2007 yılında 387.7 Milyar TL (300.8 Milyar \$), 2008 yılında 332.6 Milyar TL (261.3 Milyar \$), 2009 yılında 482.5 Milyar TL (316.3 Milyar \$) olmuştur. 2010 yılında günlük ortalama işlem hacmi 2,543 Milyon TL (1,703 Milyon \$) toplam işlem hacmi ise 635,9 Milyar TL (425,7 Milyar \$) olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam bir önceki yıla göre TL bazında %31,8, dolar bazında ise %34,6 oranında bir artışı ifade etmektedir. (SPK, Faaliyet Raporu, 2010, s.30)

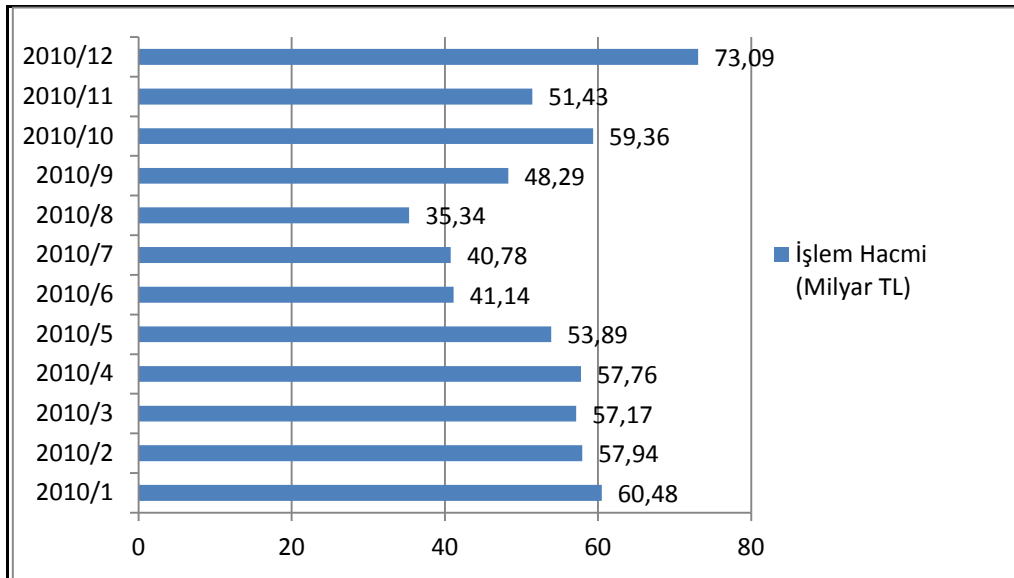
Grafik 2.2. BİST Endeksi ve İşlem Hacmi



Kaynak: BİST

2010 yılı aylık bazda değerlendirildiğinde Ocak 2010'da 60,478 Milyon TL olan işlem hacmi, yaz aylarında 35-41 Milyon TL aralığına kadar düşmüş, daha sonra tekrar yükselişe geçmiştir. Aralık ayında ise Ocak ayına göre %21 oranında yükselmiş ve 73,090 Milyon TL olmuştur. Yılın en yüksek işlem hacmi Aralık ayında gerçekleşmiştir

Grafik 2.3. 2010 Yılı BİST İşlem Hacmi



Kaynak: BİST

2.1.4. Dünya Hisse Senedi Piyasaları

Dünya Borsalar Federasyonu'na (World Federation of Exchanges-WFE) üye 55 borsanın verileri derlenerek hazırlanan bu bölümde, dünya hisse senetleri piyasalarının 2013 yılındaki durumu ortaya konmaya çalışılmıştır. Dünya ekonomisi yanında hisse senetleri piyasası açısından da zorlu geçen 2012 yılının sonunda borsalar toparlanmaya eğilimine girmişlerdi. Ancak 2013 yılının Mayıs ayında FED 'in açıklamaları borsalara ani bir düşüş yaşattır. Daha sonraki aylarda FED 'in varlık alımlarının yakın zamanda azaltılacağına dair beklentilerin ötelenmesiyle beraber borsalar tekrar yükselmeye başlamıştır.

Tablo 2.1. Borsaların Piyasa Değeri (Milyar Dolar)

SIRA	BORSA	2012	2013	Toplamdaki	2012/2013
2013	ADI			Payı(2013)	Değişim
1	NYSE Euronext	14.086	17.950	%27,7	%27,4
2	NASDAQ OMX	4.582	6.085	9,4	32,8
3	Tokyo SE Grubu	3.479	4.543	7,0	30,6
4	Londra SE Grubu	3.397	4.429	6,8	30,4
5	NYSE Euronext	2.832	3.584	5,5	26,6
	(Avrupa)				
6	Hong Kong Borsası	2.832	3.101	4,8	9,5
7	Shanghai SE	2.547	2.497	3,9	-1,9
8	TMX Grup	2.059	2.114	3,2	2,7
9	DeutscheBörse	1.486	1.936	3,0	30,2
10	İsviçre Borsası	1.234	1.541	2,4	24,9
36	BİST	315	196	0,3	-37,8
	Toplam*	56.302	66.181	%100	17,6

*Toplam değere Osaka ve Ulusal Hindistan borsaları çifte kotasyondan dolayı dahil edilmemiştir.

Kaynak: WFE

WFE'ye üye borsaların 2013 yılında piyasa değerlerini incelediğimizde ve bir sıralama yaptığımızda yukarıdaki Tablo 2.1'e ulaşmaktayız. Borsaların toplam piyasa değeri 2012 yılına göre %17,6 oranında artmış, 66 trilyon dolara çıkmıştır. %32,8'lik artışla en iyi performansı Nasdaq OMX yakalamıştır. Tokyo, Londra ve NYSE

Euronextise yaklaşık %30'luk değer artışlarıyla üst sıralarda yer almışlardır. Geçen seneki ilk 9 borsa sıralamasının korunduğu 2013 yılında sadece ShanghaiSE'de ufak bir düşüş yaşanmıştır. Borsa İstanbul, piyasa kapitalizasyonuna göre 2012 yılında 29. sırada yer alırken bu sene 36. sıraya gerilemiş, borsamızda yaklaşık %38 oranında değer kaybı yaşanmıştır. Borsa İstanbul'un dünya borsaları toplam piyasa değeri içindeki payı da sadece %0,3'tür.

Borsalarda 2012 yılında yaşanan olumsuz gelişmeler işlem hacimlerinde büyük düşümlere yol açmıştır. Tüm borsalarda işlem hacmi düşüşü %23'ü bulmuştur. 2013 yılında borsaların işlem hacimlerinde bir toparlanma yaşanmış, %12'lik bir artış gerçekleşmiştir. Toplam işlem hacminin yaklaşık yarısı Amerikan borsalarına aittir. İşlem hacminin %18'lik kısmını oluşturan Uzak Doğu borsalarındaki artış ise oldukça dikkat çekicidir. Tokyo Borsası'nın işlem hacmi %80, Shenzen ve Shanghai borsalarının ise sırasıyla %63 ve %44 düzeyinde artmıştır. Toplam işlem hacminin binde 5'lik kısmını oluşturan Borsa İstanbul'da ise artış % 3 düzeyinde olmuştur.

Tablo 2.2. Borsaların İşlem Hacmi (Milyar Dolar)

SIRA	BORSA ADI	2012	2013	Toplamdaki Payı (2013)	2012/2013 Değişim
1	NASDAQ OMX	24.479	26.644	%34,2	%8,9
2	NYSE Euronext	14.747	15.309	19,6	3,8
3	Tokyo SE Grup	3.596	6.496	8,3	80,7
4	Shenzhen SE	2.410	3.939	5,1	63,4
5	Shanghai SE	2.639	3.800	4,9	43,9
6	Londra SE Grup	3.676	3.732	4,8	1,5
7	NYSE Euronext (Avrupa)	3.106	3.123	4,0	0,6
8	Deutsche Börse	1.421	1.500	1,9	5,6
9	Hong Kong	1.229	1.447	1,9	17,7
10	Kore Borsası	1.610	1.361	1,7	-15,5
21	BİST	364	375	0,5	3,0
Toplam		68.598	78.014	%100	12,1

Kaynak: WFE

Borsaya kote şirket sayısına göre oluşturulan Tablo2.3 aşağıda yer almaktadır. WFE'nin metodolojisine göre, borsaya kote şirket sayısı hesaplanırken sadece ulusal

pazardaki şirketlerle gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları alınmaktadır. Yalnız bu tabloda Borsa İstanbul'daki tüm şirketler şirket sayısı içine dahil edilmiştir. O nedenle Borsa İstanbul'un toplamdaki payını yorumlarken bu noktayı dikkate almak yerinde olacaktır.

Tablo 2.3. Borsalarda İşlem Gören Şirket Sayıları

SIRA	BORSA ADI	2012	2013	Toplamdaki Payı (2013)	2012/2013 Değişim
1	BSE Hindistan	5.191	5.294	11,0	%2
2	TMX Grup	3.972	3.886	8,1	-%2
3	Tokyo SE Grup	2.304	3.419	7,1	%48
4	BME İspanya Borsası	3.200	3.245	6,8	%1
5	Londra SE Grup	2.767	2.736	5,7	-%1
6	NASDAQ OMX	2.577	2.637	5,5	%2
7	NYSE Euronext	2.339	2.371	4,9	%1
8	Avustralya SE	2.056	2.055	4,3	%0
9	Kore Borsası	1.784	1.813	3,8	%2
10	Hong Kong Borsası	1.547	1.643	3,4	%6
39	BİST	404	421	0,9	%4
	Toplam	46.332	47.990	%100	%3,6

Kaynak: WFE

Şirket sayısında toplamda önemli bir değişme olmamıştır (yaklaşık %3'lük bir artış). Borsa İstanbul'da da aynı şekilde şirket sayısı %4 oranında artmıştır. En yüksek artış %48 ile Tokyo Borsası'nda gerçekleşmiştir.

2.2. Çalışma Kapsamında BİST' de İlk Halka Arzlar

BİST' de 2002-2010 yılları arasında 76 şirketin ilk halka arzı gerçekleşmiştir. Bu bölümde 8 yıla ilişkin halka arz bilgileri verilirken, çalışma kapsamında incelenen şirketlere ilişkin de ayrıca bilgilere yer verilecektir. Çalışma kapsamına dahil edilen şirket sayısı 41 olup bu konuda detaylı bilgilere çalışmanın üçüncü bölümünde yer verilecektir. Çalışma kapsamına dahil edilen şirketler; sanayi ve ticaret şirketleri olarak gıda, içki ve tütün; dokuma, giyim eşyası ve deri sanayi; kağıt ürünler ve basım; metal eşya, makine ve gereç yapım; teknoloji; tarım, orman ve balıkçılık; eklektik gaz ve su, toptan ve perakende

alanında faaliyet gösteren şirketlerdir. 2002-2010 yılları arası halka arzı gerçekleştiren şirketler EK 1’de gösterilmiştir.

2.2.1. 2002-2010 Döneminde BİST’ de İlk Halka Arzlar

2002-2010 yılları arasında BİST’ de halka arzı gerçekleştirilen şirket sayısı 76’ dır. Yıllar itibariyle halka arzı gerçekleştirilen şirket sayısı ve halka arz büyüklükleri nominal tutarları itibariyle Tablo 2.5.’te yer almaktadır. Tabloda ayrıca çalışma kapsamında ele alınan 41 şirketin de yıllara göre halka arz büyüklükleri verilmektedir.

Tablo 2.5’e bakılarak halka arz verileri yıllar itibariyle incelendiğinde söz konusu dönem içinde İHA sayısının en yüksek olduğu yıl 2010 yılıdır. 2009 yılında sadece 1 halka arz gerçekleşmiştir. 2010 yılında ise halka arz kampanyalarının da etkisiyle büyük bir artış sağlanarak 22 halka arz gerçekleşmiştir.

Tablo 2.4. 2002-2010 Yılları Arasında İHA’sı Yapılan Şirket Sayısı ve Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin İHA Tutarı (TL)

Yıllar	Halka Toplam Sayısı	Açılan Şirket	İHA Tutarı (Nominal)	Performansı Hesaplanan Şirket Sayısı	İHA Tutarı (Nominal)
2002	4		76.618.450	3	51.260.950
2003	2		3.150.000	2	3.150.000
2004	12		158.531.251	8	71.754.471
2005	9		364.818.635	3	26.160.635
2006	15		282.028.041	8	197.565.045
2007	9		637.220.420	2	146.949.300
2008	2		529.949.996	1	525.000.000
2009	1		3.200.000	1	3.200.000
2010	22		1.067.426.921	13	196.973.979
Toplam	76		3.122.943.714	41	1.222.014.380

Kaynak: BİST

2002-2010 yılları arasında BİST’ de gerçekleşen toplam İHA tutarı 3.122.943.714 TL’dir. İHA büyüklükleri nominal tutarlar itibariyle incelendiğinde 2010 yılı ilk sırada gelmektedir. 2010 yılında 1.067.426.921 TL İHA tutarı 9 yıllık dönemin ortalamasından (346.993.746 TL) oldukça yüksektir. 2010 yılını sırasıyla 2007 ve 2008 yılları takip etmektedir. Bu yıllarda İHA büyüklükleri sırasıyla 637.220.420 TL ve 529.949.996 TL olarak gerçekleşmiştir. 2003 ve 2009 yılları ise son sıralarda yer almaktadır. Bu yılların tutarları ise sırasıyla 3.150.000 TL ve 3.200.000 TL’dir. Halka açılan şirket sayısında 2. sırada olan 2006 yılı nominal tutarlar dikkate alındığında ise 5. sırada yer almaktadır.

Tablo 2.6. incelendiğinde çalışma kapsamında ele alınan 41 şirketin İHA büyüklüklerine ilişkin bilgiler de ayrıca yer almaktadır. Bu bilgilere göre söz konusu dönem içinde İHA sayısının en yüksek olduğu yıllar 2010, 2006 ve 2004 yıllarıdır. 2010 yılında İHA’Sİ gerçekleşen şirket sayısı 13 iken 2006 ve 2004 yıllarında bu sayı 8’ dir. Bu yıllarda İHA sayısının yüksek olmasındaki başlıca etkenin yapılan kampanyalar olduğu söylenebilir.

2002-2010 yılları arasında BİST’ de gerçekleşen toplam 3.122 Milyon TL’lik İHA’nın yaklaşık 1.222 Milyon TL’si çalışma kapsamına dahil edilen şirketlere aittir. Bu şirketlerin İHA büyüklükleri nominal tutarlar itibariyle incelendiğinde 2008 yılı ilk sırada gelmektedir. Bu yılda gerçekleşen İHA tutarı 525 Milyon TL’dir. 2008 yılını sırasıyla 2006 ve 2010 yılları izlemektedir. Bu yıllarda İHA büyüklükleri sırasıyla yaklaşık 197 Milyon ve 196 Milyon TL’dir.

2.2.2. İHA Verilerinin Sektörlere Göre Dağılımı

2002-2010 dönemi içinde BİST’ de İHA’ sı yapılan 76 adet şirketin toplam İHA büyüklüğü nominal olarak yaklaşık 3.122 Milyon TL’dir. İHA verilerinin sektörlere göre dağılımı ise Tablo 2,6’da verilmektedir.

Tablo 2.5.2002-2010 Döneminde BİST' de Gerçekleşen İHA' ların Sektörlere Göre Dağılımı

Sektör	Şirket Sayısı		İHA Tutarı	
		%	(Nominal Değer)	%
Mali Kuruluşlar	36	47,36	2.107.503,634	67,48
İmalat Sanayi	15	19,73	216.486,987	6,93
Toptan ve Perakende	7	9,21	107.993,135	3,45
Teknoloji	6	7,89	26.147,500	0,8
Diğer	12	15,78	664.812,458	21,28
Toplam	76	100,00	3.122.943.714	100,00

Kaynak: BİST

2002-2010 yılları arasında İHA' sı gerçekleştirilen 76 şirketin 36'sı mali kuruluşlardır. Bu rakam toplam İHA sayısının %47'sine eşittir. Bu dönem içinde imalat sanayinde İHA' sı gerçekleştirilen şirket sayısı ise 15'tir ve toplam İHA sayısının %15'ini oluşturmaktadır. Toptan ve perakende sektöründe yer alan şirket sayısı 7 ve toplam şirket sayısının %9'una eşittir. Teknoloji sektörü ise toplam İHA' nın %7'sini oluşturmaktadır. 76 şirketin 12'si ise diğer sektörlerde faaliyet göstermektedir. Bu şirketler eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler; ulaştırma, haberleşme ve depolama, elektrik gaz ve su, tarım ile orman ve balıkçılık gibi çeşitli alanlarında faaliyet gösteren şirketlerdir.

2002-2010 yılları arasında BİST' de gerçekleştirilen 3.122 Milyon TL'lik İHA'nın 2.107 Milyon TL'si mali kuruluşlara aittir. Bu rakam da toplam İHA büyüklüğünün %67'sini oluşturmaktadır. İmalat sanayinde İHA' sı yapılan şirket sayısı 15 olmasına rağmen İHA büyüklüğü açısından oldukça küçüktür. Bir başka ifadeyle İHA' sı yapılan şirketlerin yaklaşık %20'si imalat sanayiinde yer almasına rağmen nominal büyüklük açısından bu sektörün toplam içindeki oranı ise sadece %6,93'tür. Toptan ve perakende sektöründe yer alan şirketlerin toplam İHA büyüklüğü içindeki oranı ise %3,45'tir. Aynı dönemde 6 adet teknoloji sektöründe yer alan şirketin İHA' sı yapılmış olup, bu şirketlerin İHA büyüklüklerinin toplam içindeki oranı %0,8'dir. Geriye kalan %21,28'lik İHA büyüklüğü ise diğer sektörlerde yer alan şirketlere aittir.

2.2.3. Çalışma Kapsamına Dahil Edilen Şirketlerin İHA Verileri

2002-2010 dönemi içinde BİST’ de İHA’ sı gerçekleşen 76 şirketin 41 adedi çalışma kapsamına dahil edilmiştir. Faaliyet ve bilanço yapılarının farklı olmasından dolayı; bankalar, sigorta şirketleri ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları analiz kapsamı dışında tutulmuştur. Çalışma kapsamına dahil edilen şirketler daha önce de belirtildiği gibi sanayi ve ticaret şirketleri olarak gıda, içki ve tütün; dokuma, giyim eşyası ve deri sanayi; kağıt ürünler ve basım; metal eşya, makine ve gereç yapım; teknoloji; tarım, orman, ve balıkçılık; eklektik, gaz ve su, toptan ve perakende alanında faaliyet gösteren şirketlerdir. Bu şirketlere ilişkin İHA verileri sektörler bazında Tablo 2.7’de yer almaktadır.

Tablo 2.6. Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin Sektörlere Göre İHA Verileri

Sektör	Performansı		İHA Tutarı	
	Hesaplanan Şirket Sayısı	%	(Nominal TL)	%
Mali Kuruluşlar	4	9,76	212.449.300	17,39
İmalat Sanayi Sektörü	13	31,71	151.716.987	12,42
Toptan ve Perakende Sektörü	7	17,08	166.543.135	13,63
Teknoloji Sektörü	6	14,64	26.147.500	2,14
Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler	5	12,20	58.894.958	4,82
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama	4	9,76	553.450.000	45,29
Diğer	2	4,88	47.600.000	3,90
Toplam	41	100,00	1.222.014.380	100,00

Kaynak: BİST

Yukarıdaki tablo incelendiğinde çalışma kapsamında yer alan sektörler göre yapılacak değerlendirmede İHA sonucu gerçekleştirilen hisse senedi satışından sağlanan en yüksek tutarın 553.450 Milyon TL ile ulaştırma, haberleşme ve depolama sektöründe olduğu görülmektedir. Bu tutar çalışma kapsamındaki şirketlerin büyüklüğünün %45,29’una eşittir. Bu sektörde performansı hesaplanan şirket sayısı 4 olmasına rağmen

nominal tutar bakımından ilk sırada yer almaktadır. Bunda en büyük pay 525.000 Milyon TL'lik nominal tutar ile Türk Telekomünikasyon A.Ş.'ye aittir. Ulaştırma, haberleşme ve depolama sektörünü 212.449 Milyon TL İHA ile mali kuruluşlar takip ederken toptan ve perakende sektöründe ise İHA tutarı 166.543 Milyon TL olmuştur. Genel toplam içinde eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörünün payı %4,82 olurken teknoloji sektörünün payı %2,14 olarak gerçekleşmiştir.

Çalışma kapsamını oluşturan 41 şirketin ilk halka arz oranları ve mevcut halka arz durumundaki halka arz oranları EK 2'de gösterilmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. İLK HALKA ARZIN ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ

İlk Halka Arzın şirket performansı üzerindeki etkisinin incelendiği ve çalışmanın uygulama bölümünü oluşturan üçüncü bölüm kendi içinde üç bölümden oluşmaktadır. Uygulama bölümünün ilk kısmında öncelikle konuya ilişkin literatür çalışması yapılmıştır. Bu konuda yurtiçi ve yurtdışında yapılan başlıca çalışmaların değerlendirildiği ilk bölümden sonra araştırmanın konusu ve amacı, veri seti ve kısıtları ile yöntemi üzerinde durulmuştur. Son bölümde ise İHA' nın şirket performansı üzerindeki etkisi performans göstergesi oranları ortalamalarıyla, istatistiksel göstergeler ile ve istatistiksel karşılaştırma analizi ile incelenmiştir.

3.1. Literatür İncelemesi

İHA'nın şirketlerin performansı üzerindeki etkisinin incelenmesine yönelik literatürde birçok çalışma yapılmıştır. Bu bölümünde öncelikle konuya ilişkin yurt içinde yapılan başlıca çalışmalar üzerinde bilgiler verilecek daha sonrasında ise yurtdışında yapılan çalışmalar üzerinde durulacaktır. Bu çalışmaların büyük bir bölümünde halka arzın (halka arz öncesi, halka arz süreci ve halka arz sonrası) şirketlerin performansı üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Teker ve Ekit (2003) tarafından yapılan çalışmada, 2000 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası(İMKB)'nda ilk halka arzı(İHA) yapılan hisse senetlerinin performansları incelenmiştir. Bu analizde literatürde yaygın olarak kullanılan olay çalışması yöntemi uygulanarak halka ilk arzı yapılan 34 şirketin 30 günlük arz sonrası performansı ölçülmüştür. Elde edilen sonuçlara göre, halka arzın ilk iki gününde yatırımcıların normalüstü getiri elde etmelerinin mümkün olduğu görülmüştür.

Özboyacı (2010) tarafından yapılan çalışmada İMKB’de 1990 ve 2008 yılları arasında halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin ve özellikle Halkbank’ın ilk günlük fiyat performansları ve halka arz ile birlikte elde edilen getirinin ve buna bağlı olarak devam eden günlerdeki hareketlerin uyumluluğu incelenmiştir. Yapılan bu incelemelerin sonuçlarında hisse senetlerinin performansında genel olarak pozitif yönlü bir başlangıç ve pozitif devamlılık olduğu ortaya konmuştur. Yapılan incelemeler sonucunda araştırma yapılan şirketlerin hemen hemen tamamında İHA’dan sonra önemli kayıplar yaşanmadığı, özellikle kriz ortamlarında piyasanın tamamında yaşanan düşüşlerden sonra bile hızlı toparlandıkları görülmektedir. Çalışmanın ikinci bölümünde ise gerçekleşen halka arzların büyük bir kısmının, ilk günler itibariyle yüksek getiriler sağlasa da ilerleyen dönemler itibariyle normalleşmeye başladığı görülmüştür.

Saraç (2007) yaptığı çalışmada şirketlerin halka açıldıktan sonra faaliyet performansındaki ve belirli finansal göstergelerindeki değişimi görgül olarak analiz etmiştir. Analizler Türkiye’de 1990 ve 1998 yılları arasında halka arz edilen 81 imalat şirketini kapsamaktadır. Örnek kütledeki her bir şirketin halka arzdan üç yıl öncesi, arz yılı ve arzdan sonraki dört yılı olmak üzere sekiz yılına ait veriler incelenmiştir. Analiz sonucunda, İHA sonrası faaliyet karlılığında, varlıkların devir hızında, sabit sermaye yatırımlarının varlıklara oranında ve borçlanma maliyetinde önemli ölçüde düşüş olduğu, borç oranında bir artış olduğunu kanıtlamaktadır. Borçlanmayla ilgili beklentiler doğrulanmakta ve şirketin algılanan değerindeki artış, borçlanma önündeki zorlukların kalkması, bankalar karşısında artan pazarlık gücü ve düşen borçlanma maliyetleri nedeniyle finansal kaldıraç yükselme eğilimi göstermiştir. Çalışmanın sonucunda halka arz sonrası faaliyet performansında önemli ölçüde düşüşlerin meydana geldiği sonucuna ulaşılmıştır. Halka arzdan önceki yıldan itibaren arzdan sonraki dört yıla kadar altı yıllık bir süre içinde şirketlerin çeşitli ölçümlere dayalı performanslarında önemli ölçüde düşüşler meydana gelmiştir. Satış ve sermaye harcamalarındaki artışa rağmen arz öncesi performans seviyesi devamlılık göstermemiştir. Hatta varlık devir hızında da önemli ölçüde azalmalar olmuştur.

Mhagama (2014) çalışmasında 2003-2011 yılları arasında Borsa İstanbul(BİST)’da İHA’sı gerçekleştirilen 38 şirketin finansal performansı ile İHA’sı arasındaki ilişki incelenmiştir. Belirtilen dönemde toplan 95 İHA olmasına rağmen faaliyet ve bilanço

yapılarının farklı olmasından dolayı bankalar, sigorta şirketleri ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları analiz kapsamı dışında tutulmuştur. Çalışmada medyan değişim analizi ve panel veri analizi olmak üzere iki farklı yöntem kullanılmıştır. Çalışma sonunda şirketin finansal performansının İHA öncesi yıla göre İHA yılında ve İHA sonraki yılda düştüğü sonucuna varılmıştır. Panel veri sonuçlarına göre İHA yılında satışların karlılığı oranındaki düşüş %3,8 iken İHA sonrası bu oran %6,8 olmuştur. Diğer bir ölçü olan aktiflerin karlılığı oranındaki düşüş İHA yılında %2,90 iken halka arz sonrasında bu oran %4,75 olmuştur. Üçüncü bir model olan özkaynakların karlılığı oranındaki düşüş ise İHA yılında %8,54 iken İHA sonrasında bu oran %13,03 olmuştur.

Küçükyaylı (2013) çalışmasında, BİST’de 1992-2005 yılları arasında halka arz edilen 82 şirket incelenmiştir. Halka arzın finansal performansa etkisi, finansal performans oranları kullanılarak ölçülmüştür. Halka arzdan önceki yıl, arz yılı ve arz sonrası üç yılın finansal performansı ile karşılaştırılmış ve finansal performanstaki değişim Wilcoxon işaretli sıralar testi ile ölçülmüştür. Endüstri düzeltmesinden sonra finansal performansındaki değişim ile şirketlerin kendi endüstrilerindeki diğer şirketlerin performanslarındaki değişimi karşılaştırırken Mann-Whitney U testi uygulanmıştır. Çalışmada ayrıca, ekonomik rantabilite oranının, arz sonrası üçüncü yılda arz öncesi yıla göre gerçekleşen değişiminde; aktif büyüklüğün, halka arz oranı, borç ve satış artış oranının ve hasılat, yaş değişkenlerinin etkili olup olmadığını ölçmek için Çoklu Doğrusal Regresyon analizi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, özellikle karlılık oranları ve faaliyet oranlarında arz öncesi yıla göre, arz yılı ve sonrası üç yılda önemli derecede azalma olduğu görülmüştür. Regresyon sonuçlarına göre, ekonomik rantabilite oranındaki değişime, borç oranı ve satış artış oranının pozitif yönde anlamlı bir etkisi varken, toplam hasılat, aktif büyüklük, halka arz oranı ve yaş değişkenlerinin anlamlı bir etkisi görülmemiştir.

Kıymaz (1999) çalışmasında Türkiye’deki halka İHA’larda ilk ve piyasa sonrası getirisini incelemiştir. Örnek kütleyle İstanbul Borsasında(BIST) 1990-1996 yılları arasında halka arz edilen 163 ticari şirket oluşturmaktadır. Sonuçlar Türk halka arzlarında ilk işlem günü düşük fiyatlandırma oranının ortalama %13,1 olduğunu göstermiştir. Endüstri şirketlerinde düşük fiyatlandırma oranı %11,7, finansal şirketlerde %15 diğer şirketlerde ise %17,6 olarak tespit edilmiştir. Alt sektörler açısından en yüksek getiri Turizm-

Taşımacılık grubunda iken en düşük getiri ise Makine-Ekipman grubunda elde edilmiştir. Bankacılık grubu hariç tüm alt sektörler istatistiksel olarak başlangıçta anlamlı düşük fiyatlandırmayı denemiştir. İlk halka arz performansını etkileyen faktörler incelendiğinde kullanıcıların büyüklüğü, halka arz tarihi ve ilk işlem hacmi arasında yükselen borsa durumu, kurumsal sahiplik ve öz kullanıcı tekliflerinin düşük fiyatlandırmanın önemli belirleyicileri oldukları görülmüştür. Bu ampirik çalışmada İstanbul Borsasında halka arzlar incelenerek halka arz üzerindeki kanıtlara ek olarak İstanbul borsasının gelişmekte olan ve hızlı büyüyen piyasalardan biri olduğu kanıtlanmaya çalışılmaktadır. İlk pazar düzeltilmiş anormal getiri ortalaması tüm şirketler için % 13,1'dir. Sanayi sektöründe anormal getiri %11,7 iken finansal sektör getirisi %15 ve diğer getirilerde %17.4 seviyesindedir. İlk hafta sonunda kümülatif anormal getiri oranının %8,8 olduğu ve ilk işlem gününe oranla bir düşüşün söz konusu olduğu tespit edilmiştir. Aynı şekilde ilk hafta sonunda endüstri sektöründe kümülatif anormal getiri %7,3, finans sektöründe %5,7 ve diğer sektörlerde de %30,3 olduğu tespit edilmiştir. Daha uzun dönem getiriler incelendiğinde de benzer şekilde bir düşüşün söz konusu olduğu görülmektedir.

1992-2000 yılları arasında Borsa İstanbul (BIST)'de İHA'sı gerçekleşen 205 şirkete ilişkin 2008 yılında Kurtaran ve Er tarafından yapılan çalışmada şirketlerin halka arz sonrası finansal performanslarında seçilen performans ölçülerine göre genel anlamda düşüşler olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Kurtaran ve Er'in çalışmalarında seçmiş oldukları performans ölçüleri aktiflerin karlılık oranı, aktiflerin faaliyet karlılığı oranı, faaliyet kar marjı, özsermaye devir hızı oranı, işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı ve satışların büyüme oranıdır. Çalışmanın sonuçlarına göre, halka arz yılı ve halka arz sonrası birinci, ikinci ve üçüncü yıllarda aktif karlılık oranının medyan değişimleri sırasıyla %-0,086, %-0,180, %-0,279 ve %-0,327 olarak hesaplanmıştır. Aktiflerin faaliyet karlılığı oranının medyan değişimleri sırasıyla %-0,150, %-0,273, %-0,504 ve %-0,516 olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet kar marjının medyan değişimleri ise sırasıyla %-0,087, %-0,275, %-0,371 ve %-0,355 olarak hesaplanmıştır. Özsermaye devir hızı oranının medyan değişimleri ise sırasıyla %-0,229, %-0,219, %-0,199 ve %-0,226 olarak tespit edilmiştir. Aktiflerin devir hızı oranının değişimleri sırasıyla %-0,229, %-0,219, %-0,199 ve %-0,226 olarak hesaplanmıştır. İşletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranının medyan değişimleri ise sırasıyla %-0,063, %-0,137, %-0,127 ve %-0,179 olarak

hesaplanmıştır. Son olarak satışlardaki büyüme oranının medyan değişimleri sırasıyla %0,126, %0,909, %2,277 ve %4,556 olarak bulunmuştur.

Alanazi ve diğerleri (2011) yaptıkları çalışmalarında 2003 ve 2009 yılları arasında Suudi Arabistan Borsasında (Tadawul) halka arz olan 16 şirketin halka arz öncesi ve halka arz sonrası performanslarını Aktif Karlılık ve Satış Karlılığını dikkate alarak incelemiştir. Bu çalışmanın temel amacı Suudi borsasında halka arzların arzdan önceki ve sonraki finansal performanslarını ölçmektir. Çalışma ayrıca halka arz öncesi ve sonraki finansal performanstaki değişim ile ilgili faktörleri incelemeyi amaçlamaktadır. Eşleştirilmiş çiftler metodolojisi regresyon analizi ile kombine edilmiştir. Suudi halka arzlarda performanslar karşılaştırıldığında aktif karlılık ve satış karlılığı açısından önemli düşüşlerin olduğu görülmektedir. Halka arzdan sonraki ortalama aktif karlılık oranı halka arzdan önceki üç yıllık dönemin ortalamasından %30 daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca satış karlılığı ortalamasında da yaklaşık %12'lik bir düşüş olduğu gözlenmiştir. Performanstaki kötüye gidişin önemli ölçüde halka arz ile bağlantılı olduğu tespit edilmiştir. Performanstaki düşüşün nedenleri incelendiğinde ne fırsat eksikliği ne de ajans maliyetlerinin olmadığı ortaya çıkıyor. Suudi şirketlerin halka arz sonrasında satış ve yatırım harcamalarını makul tuttuğu görülmektedir.

Coakley ve diğerleri (2007) çalışmalarında 1985-2003 dönemi boyunca Londra Borsasında girişim destekli olan 316, girişim destekli olmayan 274 İngiliz halka arzının faaliyet performansını analiz edilmiştir. Benzer, geçerliliğini kaybetmemiş Amerikan ve İngiliz çalışmaları için arz öncesi ve arz sonrası duruma göre beş yıllık dönemde faaliyet performansında önemli bir düşüş olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte yakın analizler bu genel bulguların sağlam olmadığını ortaya koymaktadır. Daha ziyade 1985-1997 ve 2001-2003 yıllarında piyasaya sunulan halka arzların performansında bir düşüş olmaz iken piyasada dalgalanmaların olduğu 1998-2000 yıllarındaki dönemlerde dramatik bir performans düşüşünün olduğu anlaşılmıştır. Bulgular girişim destekli olan ve olmayan tüm halka arzlarda önemli faaliyet performansı düşüşlerinin piyasa dalgalanmalarını olduğu 1998-2000 döneminde ortaya çıktığını göstermektedir. Tipik regresyon örneği sonuçları geçmiş kazançlar üzerinde artışın anlamlı ve pozitif olarak %1 düzeyinde olduğunu göstermiştir.

Tapa ve Mazlan (2013) çalışmalarında Malezya'daki halka arzların faaliyet performansını araştırmışlardır. Çalışmada 1989-2008 yılları arasında halka arz edilen şirketler örnek kütle olarak kullanılmıştır. Şirketlerin arzdan önceki üç yıl ve arzdan sonraki üç yılı dikkate alınmıştır. Ayrıca faaliyet performansı ile uzun dönem piyasa performansı arasındaki ilişkide incelenmiştir. Faaliyet performansı araştırılırken şirketlerin Faiz Vergi Öncesi Kar, Aktif Karlılık, Satış Karlılığı ve Net Satış verileri dikkate alınmıştır. Tüm bulgular şirketlerin borsaya katıldıktan sonraki faaliyet performanslarında düşüşler olduğunu göstermektedir. Ayrıca tüm faaliyet performansı değişkenlerinde (FVÖK, AK, SK, NK) düşük fiyatlandırmanın arz sonrası faaliyet performansı üzerindeki etkisinin önemsiz olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sonuçlar yatırımcıların yatırım kararı alırken şirketlerin muhasebe tarafından incelenen esas değerlerini dikkate aldığını göstermektedir. Bununla birlikte sonuçlar faaliyet performansının birinci yıldan önce zayıflamaya başladığını ve üçüncü yıla kadarda performanstaki düşüşlerin devam ettiğini göstermektedir.

Wong (2012), çalışmasında, Hong Kong borsasında 1991-2000 yılları arasında işlem gören 418 Halka arzın kazanç performansını araştırmıştır. Çalışmada, IPO şirketlerinin halka arz öncesi üç yıldan başlayarak halka arz sonrası beşinci yıla kadar birçok karlılık ölçümleri analiz edildiğinde, halka arz edilen şirketlerin performansları; halka arz edilen yılda ve halka arz edilmeden önceki yıl tavan yapmış, ancak, en geç halka arz edilen yılı takip eden ilk mali yılda arz sonrası karlılıkta büyük bir düşüş sergiledikleri görülmüştür. Bu halka arzların %30'dan fazlasının arzdan üç yıl sonra büyük bir düşüş yaşadıkları bulunmuştur. Arz sonrası performansların kötüleşmesinin; küçük şirketlerde, yüksek borç stokuna sahip şirketlerde, hızlı büyüyen teşebbüslerde, ilk sahipleri tarafından az oranı elde tutulan şirketler ve karlılığını halka arz sırasında yüksek tutan şirketlerde daha ciddi boyutlarda olduğu tespit edilmiştir. Bu gözlemler halka arz sırasında yüksek acente maliyetine sahip ve uzun vade faaliyetinde şirketinde zirvede olduğu dönemde halka arz etmeye karar veren yöneticilerin olduğu şirketlerle de tutarlı olduğu belirtilmiştir.

1976-1998 yılları arasında Amerika'da ilk halka arzı gerçekleştirilen 682 şirket üzerine Jain ve Kini (1994) tarafından yapılan çalışmada; halka arz sonrasında şirketlerin faaliyet ve finansal performanslarında önemli derecede düşüşler ve artışlar olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmada şirketlerin performans göstergesi olarak beş farklı

ölçü kullanılmıştır. Bunlar sırasıyla aktif karlılık oranı, işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı, satışların büyüme oranı, Aktif devir hızı oranı ve sermaye harcamasının büyüme oranlarıdır. Çalışma sonuçlarına göre, halka arz yılı ve halka arz sonrası birinci, ikinci ve üçüncü yıllara kadar olan dönemde aktiflerin faaliyet karlılığındaki medyan değişimler sırasıyla %-3,58, %-7,60, %-10,53 ve %-9,09 olarak tespit edilmiştir. Şirket faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranındaki medyan değişimler ise aynı dönemlerde sırasıyla %-3,92, %-7,92, %-7,40 ve %-6,44 olarak gerçekleşmiştir. Üçüncü bir performans ölçüsü olan satışların büyüme oranındaki medyan değişimler ise sırasıyla %37,22, %69,92, %108,09 ve %143,15 olarak bulunmuştur. Dördüncü bir performans ölçüsü olan aktif devir hızı oranındaki medyan değişimler ise sırasıyla %-20,25, %-22,33, %-26,58 ve %-23,44 olarak bulunmuştur. Söz konusu çalışmada ayrıca şirketlerin yönetici-sahiplik düzeyi ile ilk halka arzda gerçekleşen düşük fiyatlandırmanın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini de incelemek amacıyla yatay kesit regresyon analizi de yapılmıştır. Yatay kesit regresyon analizinde bağımlı değişken olarak aktiflerin faaliyet karlılığı ve işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, aktiflerin faaliyet karlılığı ve işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı üzerinde şirketlerin yönetici-sahiplik düzeyinin etkili olduğu görülmüştür. Çalışmanın diğer bağımsız değişkeni olan düşük fiyatlandırmanın ise bağımlı değişkenler üzerinde bir etkisi tespit edilememiştir.

Mikkelsen ve diğerleri (1997), çalışmalarında inceledikleri ABD “deki 1980-1983 döneminde 283 İHA’nın arz sonrası başarısında düşüş olduğunu bildirmişlerdir. Bununla birlikte, birinci yıldan sonraki başarıdaki devam eden düşüşler görece daha düşüktür. Jain ve Kini (1994)’in aksine, halka arzdan kaynaklanan öz sermaye mülkiyetindeki değişimin, faaliyet başarısını değiştirmediğini bulmuşlardır. Elde tutulan öz sermayenin büyüklüğü, yöneticilerin diğer hissedarların teşviklerine yeterince karşı koyabilmeleri için önemli olduğunu önermişlerdir. Bunun yerine, değişim şirketlerin büyüklüğü ve yaşıyla ve ikincil satışların varlığıyla açıklanmaktadır. Genç ve küçük şirketler, yüksek başlangıç faaliyet masrafı ya da zamanla azalan agresif fiyatlama stratejisiyle açıklanan düşük başarıyla ilişkilendirilmiştir. Bununla birlikte daha büyük ve köklü şirketlerin performanslarında büyük düşüş yaşadıklarını bulmuşlardır.

Cai ve Wei (1997) 1971-1992 yılları arasında Tokyo Borsası'nda ilk halka arzı gerçekleştiren 180 şirket üzerine yaptıkları çalışmada; halka arzdan beş yıl sonrasına kadar dönemi kapsayan sürede şirketlerin finansal performanslarında düşüşler olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Aktiflerin dönem karlılığı, aktiflerin faaliyet karlılığı, işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı ve faaliyet karının büyüme oranı bu çalışmada finansal performans ölçüsü olarak kullanılmıştır. Toplam aktiflerde de sıradan gelirlere oranlara sırasıyla %3 ve %1,6 oranında önemli düşüşler olmuştur. Arzdan sonraki beş yılda her bir şirket için eşit miktarda yatırım stratejisi %10 olmasına karşın bu oran halka arz olmamış benzer piyasa kapitalizasyonlarında %15 olarak tespit edilmiştir. Aynı çalışmada Japonya'da ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin finansal performansları üzerinde nelerin etkili olduğunu incelemek amacıyla yatay kesit regresyon analizi yapılmıştır. Bu analizde bağımlı değişken olarak aktiflerin karlılığı oranı kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler ise aktif büyüme oranı, halka açılma oranı ve yönetici-sahiplik düzeyidir. Çalışma sonuçlarına göre, aktiflerin büyüme oranı dışındaki diğer bağımsız değişkenlerin aktif karlılığı üzerinde istatistikî olarak bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Alanazi ve Liu (2013) çalışmalarında Körfez İşbirliği Konseyinde'ki (GCC) altı ülkede 2003-2010 yılları arasında halka arz olan 52 şirketin finansal ve faaliyet performansını incelemişlerdir. Araştırmada değerlendirme ölçüsü olarak aktif karlılık ve satış karlılığı kullanılmıştır. Sonuçlar halka arzdan sonra karlılık ölçülerinde bir azalma olduğunu ortaya koymuştur. Arz sonrasında aktif karlılık ve satış karlılığında sırasıyla %47 ve %25 oranında bir azalmanın olduğu tespit edilmiştir. Performans azalması ajans maliyetlerinin artmasından dolayı halka arz tasarrufuna geçen şirketler ile bağlantılıdır. Halka arz sonrası dönem ile halka arz öncesi dönem karşılaştırıldığında şirketin anapara maliyetinde ve satışlarındaki büyüme arz öncesi dönemde daha güçlü olduğundan fırsat teorisinin eksikliğini kanıtlayan bulgulara da ulaşılmıştır. Buna rağmen potansiyel yatırımcılara arzı cazibeli hale getirmek için broşürlerde halka arz figürlerini artıran olasılığı göz ardı edemeyiz. Sonuçta bir halka arzın faaliyet performansındaki azalma için yapılan açıklama, birçok faktörün karmaşık fonksiyonudur. Tek bir teori veya hipotez bu azalmayı açıklayamaz.

1990-2000 yılları arasında Malezya Borsası'nda İHA'sı gerçekleşen 180 şirket üzerine 2008 yılında Ahmad tarafından yapılan çalışmada; halka arzdan üç yıl sonrasına kadar dönemi kapsayan sürede şirketlerin finansal performanslarında düşüşler olduğuna ilişkin sonuçlara ulaşılmıştır. Bu çalışmada, aktiflerin karlılığı ve satışların karlılığı oranı finansal performans ölçüsü olarak kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre ilk halka arzdan bir yıl öncesinde, halka arz sürecinde ve halka arz sonrası birinci, ikinci ve üçüncü yıllarda aktiflerin karlılığındaki medyan değerleri sırasıyla %14,28, %12,91, %8,22, %6,89 ve %4,89 olarak hesaplanmıştır. İkinci finansal performans ölçüsü olan satışların karlılığı oranının medyan değeri ise sırasıyla %13,93, %14,25,%9,75, %8,97 ve %5,94 olarak gerçekleşmiştir.

3.2. Araştırmanın Konusu ve Amacı

Bu çalışmada şirketlerin ilk halka arz öncesi ve sonrası finansal performanslarının karşılaştırılması amaçlanmıştır. Halka arz edilen şirketlerin finansal performans değişimleri belirlenirken halka arzdan bir önceki yılı, halka arz yılı ve halka arzdan sonraki üç yıllık dönem ele alınmıştır. Performanstaki değişimler finansal oranlar kullanılarak ölçülmüştür. Şirketlerin arz sonrası yılları ve arz öncesi yıl ile karşılaştırılarak istatistiksel olarak anlamlı bir değişim olup olmadığı ve değişimin yönü belirlenmeye çalışılmıştır. Şirketlerin performansları incelenirken aktif karlılık, aktif devir hızı, özsermaye karlılık, faaliyet kar marjı ve net kar Marjı oranlarından yararlanılmıştır.

Çalışma 2001-2013 dönemini kapsamakla birlikte veri olarak BİST' de 2002-2010 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 41 şirketin halka arz öncesi ve halka arz sonrası performansları karşılaştırılmış ve böylece halka arzın şirketlerin finansal performansları üzerindeki etkilerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

3.3. Araştırmanın Veri Seti ve Kısıtları

Araştırma kapsamında, Türkiye'de 2002-2010 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren şirketler incelenmiştir. 2002-2010 yılları arasındaki ilk halka arzların dikkate alınmasının sebebi, arzdan önceki performansın ölçümünde arzdan bir yıl öncesinin ve arzdan sonraki performansın ölçümünde ise arzdan sonraki üç yılın verilerinin

gerekli olmasıdır. Sigorta, yatırım şirketleri, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve bankalar bilanço yapılarındaki farklılıklar dolayısıyla analiz kapsamına alınmamıştır. Araştırmada ayrıca finansal tabloları eksik olan şirketler analiz dışında tutulmuştur. Açıklanan kısıtlar sonucu araştırmaya dahil edilen şirket sayısı 41 olarak alınmıştır.

Halka arzı gerçekleştirilen şirketler BİST' in web sayfasında yer alan halka arz verilerinden elde edilmiştir. Hisse senetlerini halka arz eden şirketin halka arzdan önceki yılı, arz yılı ve arzdan sonraki üç yılı kapsayan bilançoları dikkate alınmıştır. Faaliyet performansını ölçmek için faaliyet kar marjı, net kar marjı, aktif karlılık, aktif devir hızı ve özsermaye karlılık oranları kullanılmıştır. Çalışma kapsamında ele alınan şirketler Tablo 3.1' de gösterilmiştir.

Tablo 3.1. Yıllar İtibariyle Veri Setini Oluşturan Halka Arzlar

YIL	FİRMA
2002	GALATASARAY SPOR TİF SİNİ VE TİCARİ YATIRIMLAR A.Ş
	BJK FUTBOL YATIRIMLARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş
	METEMTUR OTELCİLİK VE TURİZM İŞLETMELERİ A.Ş
2003	KOZA DAVETİYE MAĞAZA İŞLETMELERİ VE İHRACAT A.Ş
	GERSAN ELEKTRİK TİCARET SANAYİ A.Ş
2004	FENERBAHÇE SPOR TİF HİZMETLER SAN. VE TİC. A.Ş.
	DESA DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş
	BURÇELİK VANA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş
	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.
	İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ MÜHENDİSLİK A.Ş
	PLASTİKKART AKILLI KART İLETİŞİM SİSTEMLERİ A.Ş
AFM ULUSLARARASI FİLM PRODÜKSİYON A.Ş	
2005	TRABZONSPOR SPOR TİF YATIRIM VE TİCARET A.Ş.
	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.
	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ A.Ş
2006	REYSAŞ TAŞIMACILIK VE LOJİSTİK TİCARET A.Ş.
	DATAGATE BİLGİSAYAR MALZEMELERİ TİCARET A.Ş.
	VESTEL BEYAZ EŞYA SAN. VE TİC. A.Ş.
	SELÇUK ECZA DEPOSU TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
	ARMADA BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
	SİLVERLINE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
KAREL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	
2007	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
	TEKFEN HOLDİNG A.Ş

2008	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
2009	RAN LOJİSTİK HİZMETLERİ A.Ş.
2010	KOZA ALTIN İŞLETMELERİ AŞ
	LATEK LOJİSTİK TİCARET A.Ş.
2010	AKFEN HOLDİNG AŞ
	AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.
	MANGO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
	İHLÂS GAZETECİLİK A.Ş.
	ANEL ELEKTRİK PROJE TAAHHÜT VE TİC. A.Ş.
	ÇEMAŞ DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.
	EKİZ YAĞ VE SABUN SANAYİİ A.Ş.
	İHLAS YAYIN HOLDİNG A.Ş.
	KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
	UYUM GIDA ve İHTİYAÇ MADDELERİ SANAYİ ve TİCARET AŞ
	DESPEC BİLGİSAYAR PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.

3.4. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmada halka arz öncesi ve sonrası performans göstergeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir değişim olup olmadığını ölçmek amacıyla kullanılacak yonteme karar verebilmek için öncelikle “Kolmogorov-Smirnov” normallik testi yapılmıştır. Bu analiz için test edilen hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_0 : Verilerin dağılımı normal dağılıma uyar

H_1 : Verilerin dağılımı normal dağılıma uymaz

Bir sonraki aşamada Wilcoxon işaretli sıralar testi ile halka arz öncesi ile sırasıyla halka arz yılı, arzdan sonraki ilk yıl, ikinci yıl ve son olarak üçüncü yıl için şirketlerin faaliyet ve finansal performansları karşılaştırılmıştır.

Wilcoxon işaretli sıralar testi tekrarlanan değerler için kullanılmaktadır. Araştırmaya konu olan örneklem iki durumda ya da iki farklı koşulda ölçülüyorsa Wilcoxon işaretli sıralar testi kullanılabilir. Bu test diğer standart parametrik olmayan testler gibi gözlemlerin bağımsız olduğunu varsaymaktadır. Tekrarlanan ölçekli t-testinin nonparametrik alternatifidir. Fakat ortalamaların karşılaştırılması yerine, Wilcoxon testi,

değerleri sıralamak ve karşılaştırmak için iki farklı zaman dilimine dönüştürür ve bu iki zaman dilimi arasında, değerlerde bir değişim olup olmadığını test eder. (Kalaycı, 2006,)

3.5. Araştırmanın Bulguları

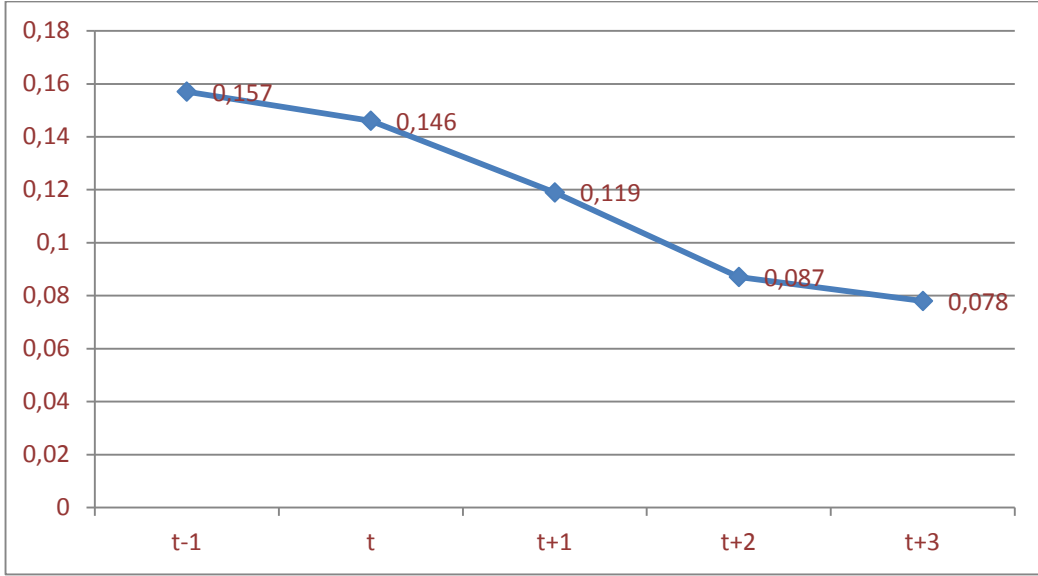
Araştırma kapsamında elde edilen sonuçlar üç farklı aşamada değerlendirilmiştir. Birinci aşamada performans göstergesi olarak kullanılan oranların 5 yıllık dönem içinde oluşan ortalamaları ele alınmıştır. İkinci aşamada istatistiksel göstergeler ile ortalama arasındaki ilişki incelenmiştir. Üçüncü aşamada ise Wilcoxon işaretli sıralar anlamlılık testi ile yıllar itibariyle bir fark olup oluşmadığı istatistiksel olarak incelenmiştir.

3.5.1. İHA'nın Etkisinin Performans Göstergesi Oranları Ortalamalarıyla İncelenmesi

Bu bölümde çalışma kapsamında ele alınan şirketlerin halka arz öncesi, halka arz yılı ve halka arzdan sonraki üç yıllık dönemde oluşan aktif karlılık oranı, özsermaye karlılık oranı, aktif devir hızı, net kar marjı ve faaliyet kar marjının ortalamaları ele alınmıştır. Beş yıllık dönem boyunca belirtilen oranlarda genel anlamda bir düşüş olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Grafik 3,1'de 2002-2010 yılları arasında halka arz edilen 41 şirketin 5 yıl boyunca oluşan aktif karlılık oranlarının ortalamaları yer almaktadır.

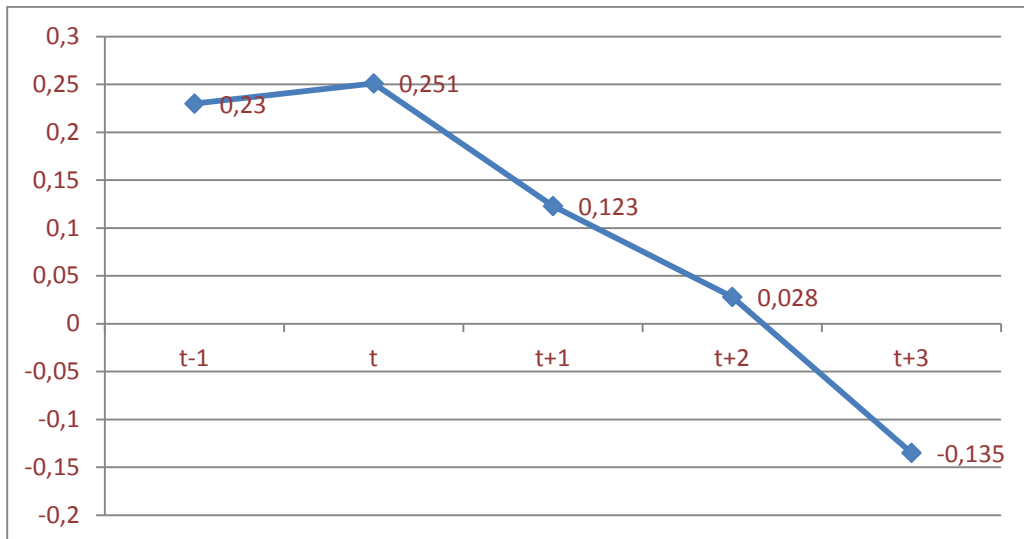
Grafik 3.1.Yıllar İtibariyle Aktif Karlılık Oranı Ortalamaları



Grafik incelendiğinde halka arzdan önceki yılda %15 seviyelerinde olan aktif karlılık oranı ortalaması halka arz yılında ve sonraki üç yılda da azalmaya devam etmiştir. Halka arzdan sonraki üçüncü yılda da 57 seviyelerine kadar gerilemiştir.

2002-2010 yılları arasında halka arz edilen 41 şirketin 5 yıl boyunca oluşan özsermaye karlılık oranlarının ortalamasını gösteren grafik aşağıda yer almaktadır.

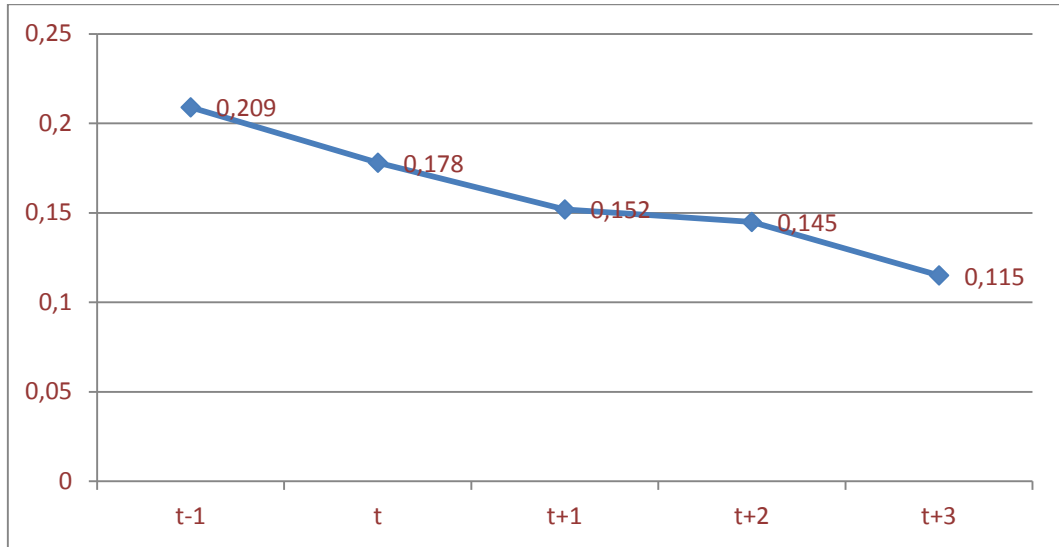
Grafik 3.2.Yıllar İtibariyle Özsermaye Karlılık Ortalamaları



Grafik3.2 incelendiğinde halka arzdan önceki yılda %23 seviyelerinde olan özsermaye karlılık oranı ortalaması halka arzla birlikte %25 seviyelerine yükselmiştir. Fakat arzdan sonraki ilk yıldan itibaren düşüş eğilimine girmiş ve üçüncü yılda eksi seviyelere kadar gerilemiştir.

2002-2010 yılları arasında halka arz edilen 41 şirketin 5 yıl boyunca oluşan faaliyet kar marjının ortalamasını gösteren grafik aşağıda yer almaktadır.

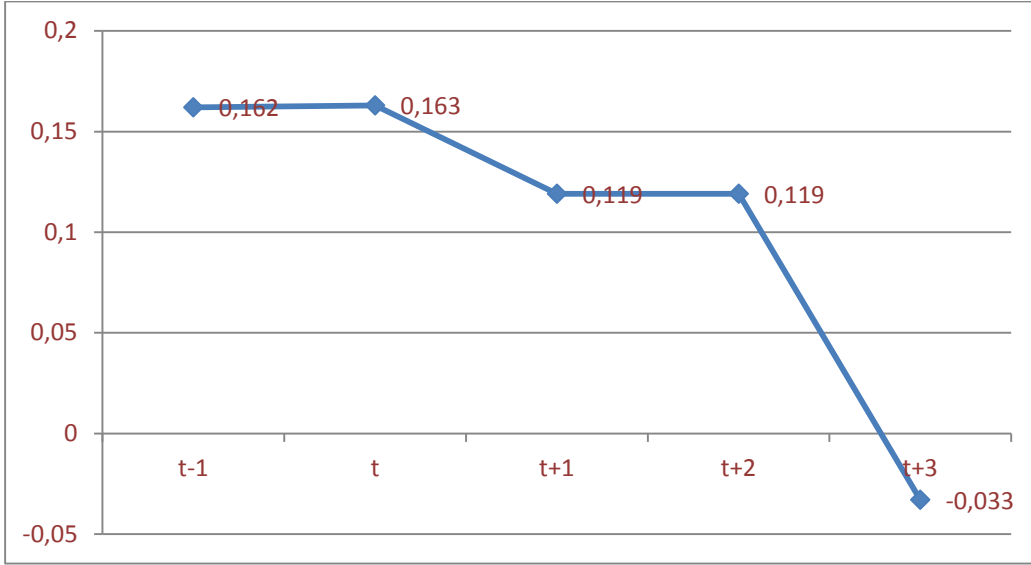
Grafik 3.3.Yıllar İtibariyle Faaliyet Kar Marjı Ortalamaları



Grafik 3.3 incelendiğinde halka arzdan önceki yılda %20 seviyesinde olan faaliyet kar marjı oranı ortalaması halka arzla birlikte düşüş eğilimine girmiş ve sırasıyla %17, %15, %14 ve %11 seviyelerine kadar gerilemiştir.

2002-2010 yılları arasında halka arz edilen 41 şirketin 5 yıl boyunca oluşan net kar marjı oranı ortalamasını gösteren grafik aşağıda yer almaktadır.

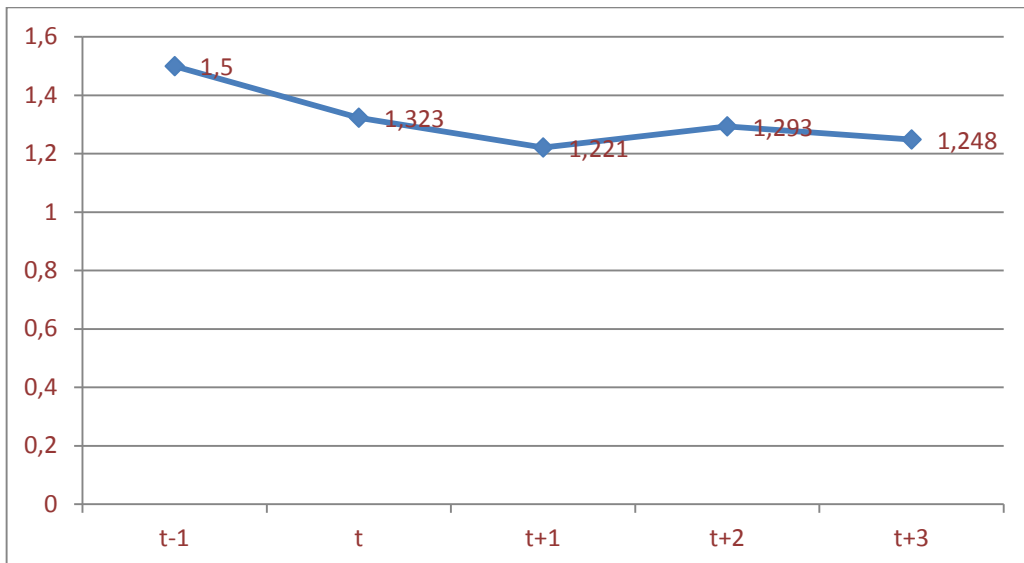
Grafik 3.4.Yıllar İtibariyle Net Kar Marjı Oranı Ortalamaları



Grafik 3.4 incelendiğinde halka arzdan önceki yılda %16 seviyelerinde olan net kar marjı ortalaması halka arz yılında aynı seviyeyi korumuş fakat arzdan sonraki ilk yıldan itibaren düşüşe girmiş ve arzdan sonraki üçüncü yılda da eksi seviyelere kadar gerilemiştir.

2002-2010 yılları arasında halka arz edilen 41 şirketin 5 yıl boyunca oluşan aktif devir hızı oranı ortalamasını gösteren grafik aşağıda yer almaktadır.

Grafik 3.5 .Yıllar İtibariyle Aktif Devir Hızı Oranı Ortalamaları



Grafik 3.5 incelendiğinde halka arzdan önceki yılda 1,5 seviyelerinde olan aktif devir hızı ortalaması arz yılından itibaren düşüş eğilimine girmiş ve sırasıyla 1,323, 1,221, 1,293 ve 1,248 olarak gerçekleşmiştir.

3.5.2. İHA'nın Şirket Performansına Etkisinin İstatistiksel Göstergeler İle İncelenmesi

Tablo 3.2. Aktif Karlılık Oranı ile İlgili İstatistiksel Göstergeler

	YILLAR				
	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Gözlem Sayısı	41	41	41	41	41
Minimum(%)	-5	-1	-9	-31	-81
Maximum(%)	92	67	86	57	85
Ortalama(%)	16	15	12	9	8
Medyan(%)	12	9	7	7	6
Stand. Sap.(%)	16,51	15,67	18,16	16,74	22,76

Tablo 3.2'ye bakıldığında çalışma kapsamındaki şirketlerin halka arzdan önceki aktif karlılık oranı ortalaması %16 olarak tespit edilmiştir. Bu oran bundan sonraki yıllarda sırasıyla %15, %12, %9 ve %8 olarak gerçekleşmiştir. Aktif karlılık oranının en yüksek olduğu dönem %92 ile arzdan önceki yıl olmuştur. En yüksek orana ulaşan şirket ise Galatasaray Sportif AŞ'dir.

Tablo 3.3. Özsermaye Karlılık Oranı İle İlgili İstatistiksel Göstergeler

	YILLAR				
	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Gözlem Sayısı	41	41	41	41	41
Minimum(%)	-54	-12	-32	-229	-794
Maximum(%)	121	183	80	58	65
Ortalama(%)	23	25	12	3	-13
Medyan(%)	16	12	8	5	8
Stand. Sap.(%)	29,429	40,776	22,625	45,280	129,220

Tablo 3.3 'e bakıldığında çalışma kapsamındaki şirketlerin halka arzdan önceki özsermaye karlılık oranı ortalaması %23 olarak tespit edilmiştir. Bu oran bundan sonraki yıllarda sırasıyla %25, %12, %3 ve %-13 olarak gerçekleşmiştir. Özsermaye oranının en yüksek olduğu dönem %183 ile arz yılı olmuştur. En yüksek orana ulaşan şirket ise Türk Traktör A.Ş'dir.

Tablo 3.4. Net Kar Marjı İle İlgili İstatistiksel Göstergeler

	YILLAR				
	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Gözlem Sayısı	41	41	41	41	41
Minimum(%)	-18	-8	-48	-30	-277
Maximum(%)	100	108	114	101	112
Ortalama(%)	15	15	11	11	0,6
Medyan(%)	6	6	3	4	2
Stand. Sap.(%)	25,434	26,977	30,888	28,438	52,951

Tablo 3.4 'e bakıldığında çalışma kapsamındaki şirketlerin halka arzdan önceki net kar marjı oranı ortalaması %15 olarak tespit edilmiştir. Bu oran bundan sonraki yıllarda sırasıyla %15, %11, %11 ve %0,6 olarak gerçekleşmiştir. Net kar marjının en yüksek

olduğu dönem %108 ile arz yılı olmuştur. En yüksek orana ulaşan şirket ise Fenerbahçe Sportif AŞ'dir.

Tablo 3.5. Faaliyet Kar Marjı İle İlgili İstatistiksel Göstergeler

	YILLAR				
	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Gözlem Sayısı	41	41	41	41	41
Minimum(%)	-5	-3	-34	-19	-196
Maximum(%)	108	100	124	92	186
Ortalama(%)	21	18	15	14	11
Medyan(%)	10	10	7	5	4
Stand. Sap.(%)	28,676	25,227	29,530	29,069	55,241

Tablo 3.5 'e bakıldığında çalışma kapsamındaki şirketlerin halka arzdan önceki faaliyet kar marjı oranı ortalaması %21 olarak tespit edilmiştir. Bu oran bundan sonraki yıllarda sırasıyla %18, %15, %14 ve %11 olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet kar marjının en yüksek olduğu dönem %186 ile arzdan sonraki üçüncü yıl olmuştur. En yüksek orana ulaşan şirket ise Akfen Holding'dir.

Tablo 3.6. Aktif Devir Hızı İle İlgili İstatistiksel Göstergeler

	YILLAR				
	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Gözlem Sayısı	41	41	41	41	41
Minimum	-0,15	-0,27	-0,25	-0,12	-0,3
Maximum	5,51	5,18	4,70	5,65	5,06
Ortalama	1,43	1,25	1,15	1,21	1,18
Medyan	1,05	0,83	0,80	0,82	0,75
Stand. Sap.	1,21	1,18	1,01	1,15	1,10

Tablo 3.6'ya bakıldığında çalışma kapsamındaki şirketlerin halka arzdan önceki aktif devir hızı ortalaması 1,43 olarak tespit edilmiştir. Bu oran bundan sonraki yıllarda sırasıyla 1,25, 1,15, 1,21 ve 1,18 olarak gerçekleşmiştir. Aktif devir hızının en yüksek olduğu dönem 5,65 ile arzdan sonraki ikinci yıl olmuştur. En yüksek orana ulaşan şirket ise Datagate Bilgisayar A.Ş'dir.

3.5.3.İstatistiksel Karşılaştırma Analizi

Bu kısımda ilk olarak şirketlerin arz öncesi yıl ile bundan sonraki yıllarda performans göstergelerinin normal dağılıma sahip olup olmadığı araştırılmış daha sonra bulgular arasında bir fark olup olmadığı Wilcoxon işaretli sıralar testi ile incelenmiştir.

3.5.3.1.Normallik Testi Sonuçları

Şirketlerin halka arz öncesi ile halka arz yılı, arzdan sonraki ilk, ikinci ve üçüncü yılların performans göstergelerinin normal dağılıma sahip olup olmadığı ile ilgili Kolmogorov-Smirnovanaliz sonuçları Tablo 3.7' de gösterilmiştir.

Tablo 3.7. Normallik Testi İstatistikleri

	(t-1) dönemi			Skewness	Kurtosis
Aktif Karlılık Oranı	,180	41	,002	2,843	11,194
Özsermaye Karlılık Oranı	,224	41	,000	0,993	3,350
FaaliyetKar Marjı	,310	41	,000	2,015	3,005
Aktif Devir Hızı	,175	41	,003	1,623	2,617
Net Kar Marjı	,266	41	,000	2,132	4,212
(t) dönemi					
				Skewness	Kurtosis
Aktif Karlılık Oranı	,194	41	,000	1,770	2,898
Özsermaye Karlılık Oranı	,250	41	,000	3,003	9,652
FaaliyetKar Marjı	,272	41	,000	2,340	4,971
Aktif Devir Hızı	,253	41	,000	1,900	3,014
Net Kar Marjı	,311	41	,000	2,724	6,834
(t+1) dönemi					
				Skewness	Kurtosis
Aktif Karlılık Oranı	,263	40	,000	2,291	6,488
Özsermaye Karlılık Oranı	,131	40	,009	0,799	1,277
FaaliyetKar Marjı	,345	40	,000	2,182	5,297
Aktif Devir Hızı	,265	40	,000	2,004	3,651
Net Kar Marjı	,336	40	,000	2,339	5,993
(t+2) dönemi					
				Skewness	Kurtosis
Aktif Karlılık Oranı	,191	41	,001	0,815	1,754
Özsermaye Karlılık Oranı	,252	41	,000	-3,462	17,182
FaaliyetKar Marjı	,300	41	,000	1,635	1,805
Aktif Devir Hızı	,245	41	,000	2,346	6,103
Net Kar Marjı	,273	41	,000	1,926	3,509
(t+3) dönemi					
				Skewness	Kurtosis
Aktif Karlılık Oranı	,218	39	,000	-2,34	8,294
Özsermaye Karlılık Oranı	,347	39	,000	-5,781	35,510
FaaliyetKar Marjı	,310	39	,000	0,192	8,388
Aktif Devir Hızı	,226	39	,000	1,910	3,858
Net Kar Marjı	,316	39	,000	-3,549	20,921

Tablo 3,7'ye bakıldığında tüm dönemler için değişkenlerin Kolmogorov-Smirnov değerleri istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Dolayısıyla verilerin normal dağılım gösterdiğini söyleyen hipotez reddedilir. Yani analizde kullanılan performans değişkenleri normal bir dağılıma sahip değildir. Bu sebeple karşılaştırma yapılırken çalışmada parametrik olmayan hipotez testlerinden Wilcoxon işaretli sıralama testi kullanılmıştır.

3.5.3.2. İHA' nın Şirket Performansına Etkisinin Wilcoxon Anlamlılık Testi İle İncelenmesi

Wilcoxon işaretli sıralama anlamlılık testinde yıllar itibariyle bulgular arasında bir fark oluşup oluşmadığı istatistiksel olarak incelenmiştir. Her bir oranın arz öncesi yılı ile arz yılı ve sonraki üç yılı ele alınarak karşılaştırma yapılmıştır.

3.5.3.2.1. Aktif Karlılık Oranı İncelemesi

Çalışmanın bu bölümünde ele alınan şirketlerin halka arz yılı ve sonraki üç yılı halka arzdan önceki yıllarla karşılaştırılarak aktif karlılık oranı açısından anlamlılık düzeyi tespit edilmeye çalışılmıştır. 0,05 anlamlılık düzeyi 5 birbiriyle

Tablo 3.8. Aktif Karlılık Oranı Wilcoxon Test Sonuçları

	tile t-1	t+1 ile t-1	t+2 ile t-1	t+3 ile t-1
Z Değeri	-1,406	-2,767	-3,078	-3,220
Anlamlılık Düzeyi	,160	,006	,002	,001
Pozitif Olanların Sayısı	17	13	11	12
Negatif Olanların Sayısı	24	28	30	29
Toplam	41	41	41	41

t-1 yılı ile t yılı kıyaslandığında; tablo 3.8' de bu döneme ait Wilcoxon değerinin -1,406 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi kabul edilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen

şirketlerin arz öncesi ve arz yılındaki aktif karlılık oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmamıştır.

t-1 yılı ile t+1 yılı kıyaslandığında; tablo 3.8'de bu döneme ait Wilcoxon değerinin 2.767 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan bir yıl sonraki aktif karlılık oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

t-1 yılı ile t+2 yılı kıyaslandığında; tablo 3.8'de bu döneme ait Wilcoxon değerinin 3,078 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan iki yıl sonraki aktif karlılık oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

t-1 yılı ile t+3 yılı kıyaslandığında; tablo 3.8'de bu döneme ait Wilcoxon değerinin 3,220 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan bir yıl sonraki aktif karlılık oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

3.5.3.2.2.Faaliyet Kar Marjı İncelemesi

Çalışmanın bu bölümünde ele alınan şirketlerin halka arz yılı ve sonraki üç yılı halka arzdan önceki yıllarla karşılaştırılarak faaliyet kar marjı oranı açısından anlamlılık düzeyi tespit edilmeye çalışılmıştır.

Tablo 3.9. Faaliyet Kar Marjı Wilcoxon Test Sonuçları

	t ile t-1	t+2 ile t-1	t+2 ile t-1	t+3 ile t-1
Z Değeri	-,421	-1,756	-2,339	-2,149
Anlamlılık Düzeyi	,674	,079	,019	,032
Pozitif Olanların Sayısı	21	16	15	17
Negatif Olanların Sayısı	20	25	26	24
Toplam	41	41	41	41

t-1 yılı ile t yılı kıyaslandığında; tablo 3.9 ‘dabu döneme ait Wilcoxon değerinin -0,421 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi kabul edilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arz yılındaki faaliyet kar marjı oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmamıştır.

t-1 yılı ile t +1 yılı kıyaslandığında; tablo 3.9’ dabu döneme ait Wilcoxon değerinin -1,756 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi kabul edilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan bir yıl sonraki faaliyet kar marjı oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmamıştır.

t-1 yılı ile t+2 yılı kıyaslandığında; tablo 3.9’ dabu döneme ait Wilcoxon değerinin -2,339 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan iki yıl sonraki faaliyet kar marjı oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

t-1 yılı ile t+3 yılı kıyaslandığında; tablo 3.9’ dabu döneme ait Wilcoxon değerinin -2,149 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan

ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan üç yıl sonraki faaliyet kar marjı oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

3.5.3.2.3.Net Kar Marjı İncelemesi

Çalışmanın bu bölümünde ele alınan şirketlerin halka arz yılı ve sonraki üç yıl halka arzdan önceki yıllarla karşılaştırılarak net kar marjı oranı açısından anlamlılık düzeyi tespit edilmeye çalışılmıştır.

Tablo 3.10. Net Kar Marjı Wilcoxon Test Sonuçları

	t ile t-1	t+2 ile t-1	t+2 ile t-1	t+3 ile t-1
Z Değeri	-,136	-1,196	-1,963	-1,703
Anlamlılık Düzeyi	,892	,232	,049	,089
Pozitif Olanların Sayısı	19	17	16	16
Negatif Olanların Sayısı	22	24	25	25
Toplam	41	41	41	41

t-1 yılı ile t yılı kıyaslandığında; tablo 3.10' da bu döneme ait Wilcoxon değerinin -0,136 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi kabul edilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arz yılındaki net kar marjı oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmamıştır.

t-1 yılı ile t +1 yılı kıyaslandığında; tablo 3.10'da bu döneme ait Wilcoxon değerinin -1,196 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi kabul edilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan bir yıl sonraki net kar marjı oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmamıştır.

t-1 yılı ile t+2 yılı kıyaslandığında; tablo 3.10'da bu döneme ait Wilcoxon değerinin -1,963 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı

olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan iki yıl sonraki net kar marjı oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

t-1 yılı ile t+3 yılı kıyaslandığında;tablo 3.10'da bu döneme ait Wilcoxon değerinin -1,703 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi kabul edilir.. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan üç yıl sonraki net kar marjı oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmamıştır.

3.5.3.2.4. Özsermaye Karlılığı İncelemesi

Çalışmanın bu bölümünde ele alınan şirketlerin halka arz yılı ve sonraki üç yılı halka arzdan önceki yıllarla karşılaştırılarak özsermaye karlılığı oranı açısından anlamlılık düzeyi tespit edilmeye çalışılmıştır.

Tablo 3.11. Özsermaye Karlılığı Wilcoxon Test Sonuçları

	t ile t-1	t+1 ile t-1	t+2 ile t-1	t+3 ile t-1
Z Değeri	-1,704	-3,145	-3,777	-3,985
Anlamlılık Düzeyi	,088	,002	,0001	,00006
Pozitif Olanların Sayısı	11	10	8	6
Negatif Olanların Sayısı	30	31	33	35
Toplam	41	41	41	41

t-1 yılı ile t yılı kıyaslandığında;tablo 3.11'de bu döneme ait Wilcoxon değerinin -1,704 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi kabul edilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arz yılındaki özsermaye karlılık oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmamıştır.

t-1 yılı ile t +1 yılı kıyaslandığında;tablo 3.11'de bu döneme ait Wilcoxon değerinin -3,145 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan bir yıl sonraki özsermaye karlılık oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

t-1 yılı ile t+2 yılı kıyaslandığında;tablo 3.11'de bu döneme ait Wilcoxon değerinin -3,777 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan iki yıl sonraki özsermaye karlılık oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

t-1 yılı ile t+3 yılı kıyaslandığında;tablo 3.11'de bu döneme ait Wilcoxon değerinin -3,985 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan üç yıl sonraki özsermaye karlılık oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

3.5.3.2.5. Aktif Devir Hızı İncelemesi

Çalışmanın bu bölümünde ele alınan şirketlerin halka arz yılı ve sonraki üç yıl halka arzdan önceki yıllarla karşılaştırılarak aktif devir hızı oranı açısından anlamlılık düzeyi tespit edilmeye çalışılmıştır.

Tablo 3.12. Aktif Devir Hızı Wilcoxon Test Sonuçları

	t ile t-1	t+1 ile t-1	t+2 ile t-1	t+3 ile t-1
Z Değeri	-3,091	-2,809	-2,533	-2,693
Anlamlılık Düzeyi	,002	,005	,011	,007
Pozitif Olanların Sayısı	10	15	14	14
Negatif Olanların Sayısı	31	26	27	27
Toplam	41	41	41	41

t-1 yılı ile t yılı kıyaslandığında; tablo 3.12’ de bu döneme ait Wilcoxon değerinin -3,091 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arz yılı aktif devir hızı oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

t-1 yılı ile t +1 yılı kıyaslandığında; tablo 3.12’ de bu döneme ait Wilcoxon değerinin -2,809 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan bir yıl sonraki aktif devir hızı oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

t-1 yılı ile t +2 yılı kıyaslandığında; tablo 3.12’ de bu döneme ait Wilcoxon değerinin -2,533 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan iki yıl sonraki aktif devir hızı oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

t-1 yılı ile t +3 yılı kıyaslandığında; tablo 3.12’ de bu döneme ait Wilcoxon değerinin -2,693 olduğu görülmektedir. Bu değer 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki veri seti arasında fark bulunmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilir. Sonuç olarak 2002-2010 yılları arası halka ilk kez arz

edilmiş olan ve analize dahil edilen şirketlerin arz öncesi ve arzdan üç yıl sonraki aktif devir hızı oranları arasında istatistiksel olarak bir değişim olmuştur.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Küresel düzeyde rekabetin her geçen gün daha da yoğun hissedildiği günümüzde dünyada yaşanan makroekonomik gelişmeler ve şirketlerin sahip oldukları sınırlı finansman olanakları sermayenin önemli bir kaynağı olarak halka arzı ön plana çıkarmaktadır. Halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya diğer teşkilatlanmış piyasalarda devamlı işlem görmesini ve halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla hisse senetlerinin satışını ifade eder. Halka arzın halka açık olmayan bir anonim şirket tarafından ilk defa yapılması durumu için Halka Açılma veya İlk Halka Arz kavramları kullanılmaktadır.

Halka arz işlemlerinin kanunlara belirlenmiş olan kuralları vardır. Halka arz çalışmaları bu kurallar çerçevesinde yürütülür. Yapılacak ilk işlem, halka arz edilecek firmanın kanunlarla belirlenen kriterlere uyup uymadığının belirlenmesi aşamasıdır. Uzun süren incelemelerden sonra, halka arz aşamasına geçilerek, ilk önce halka arz yöntemi belirlenir. Daha önceden belirlemiş olan halka arz yöntemlerinden (mevcut hisselerin satışı, sermaye artırımı yolu veya bu iki yöntemin bir arada kullanıldığı karma yöntem) birisi seçilerek, halka arz işlemine artık başlanmış olur. Halka arz yönteminin belirlenmesinden sonra ise, halka arz edilecek hisse senetlerinin hangi yöntemle satışa sunulacağı belirlenir. Bu işlem yine daha önceden belirlenmiş olan bazı satış yöntemleri (talep toplama, talep toplamaksızın satış ve borsada satış) arasından seçilmek suretiyle gerçekleşir. Bu yöntemlerin içerisinde fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi en çok rağbet gören yöntem olarak dikkat çekmektedir.

İlk halka arz sürecinde uyulması gereken yükümlülükler şirketler açısından bir yük gibi görünmesine karşın, yatırımcıların korunması ve istismarların önlenmesi açısından çok yararlı olarak görülmelidir. Halka arzın bütün bu olumlu ve olumsuz yönlerine karşın, yıllar

geçtikçe Türkiye’de de, halka arzlarda artış görülmektedir. Bilinçli yatırımcılar, bu fırsatları değerlendirerek, büyük sermayelerin kar paylarından yararlanmaktadırlar.

Borsa İstanbul’daki yatırımcıların çoğunluğunu oluşturan yabancı yatırımcılar hisse senedi veya diğer yatırım araçlarını satın almak kaydıyla Türkiye’de yatırımlarını gerçekleştirmektedir. Bugün için Bora İstanbul’daki yabancı yatırımcı payı % 62’ler seviyesinde yer almaktadır.

Çalışmada Borsa İstanbul’da 2002-2010 yılları arasında halka ilk kez arz edilmiş 41 firmanın arz öncesi yılı, arz yılı ve sonraki üç yılı finansal performans değişimi ele alınmıştır. Halka arz edilen firmaların performansı aktif karlılık, finansal karlılık, özsermaye karlılığı, faaliyet kar marjı ve net kar marjı oranları ile ölçülmüştür. Halka arz yılı ve sonraki üç yılda arz öncesi yıla göre finansal performansındaki değişimin önemini tespit etmek için Wilcoxon işaretli sıralar testi kullanılmıştır. Böylece her oran için değişimin anlamlılık düzeyi belirlenmiştir. Özellikle karlılık oranlarında arz öncesi yıla göre arz sonrası yıllarda önemli derecede azalmalar görülmüştür.

Analiz sonuçlarına göre çalışma kapsamındaki şirketlerin ilk halka arz öncesi yıla (t-1) göre, ilk halka arz yılında (t) ve sonraki üç yıl (t+1, t+2, t+3)’da faaliyet performansı ve belirli finansal göstergelerdeki değişimler ayrı ayrı incelendiğinde halka arz öncesi yaklaşık %12 düzeyinde gerçekleşen aktif karlılık oranı medyan değerinin arzdan sonra %6 düzeylerine gerilediği görülmüştür. Bu göstergedeki en büyük değişim t-1 ile t+1 dönemleri arasında gerçekleşmiştir. Ortalamalar açısından da benzer sonuçlarla karşılaşılmıştır. Şirketlerin halka arz öncesi aktif karlılık oranı ortalaması % 16 düzeyinden arzdan sonraki dönemlerde yarı yarıya azalarak yaklaşık %8 düzeylerine gerilemiştir. Konuya istatistiksel analiz açısından bakıldığında söz konusu dönemlerdeki bu değişim t-1 ile t dönemleri haricinde en az %1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır.

Analiz sonuçları diğer bir performans göstergesi olan özsermaye karlılık oranı açısından değerlendirildiğinde yine benzer bir tablo ortaya çıkmıştır. İlk halka arz öncesi yaklaşık %16 düzeyinde gerçekleşen özsermaye karlılık oranı medyan değerinin arzdan sonra %8 düzeylerine gerilediği görülmüştür. Bu göstergedeki en büyük değişim aktif karlılık oranında olduğu gibi yine t-1 ile t+1 dönemleri arasında gerçekleşmiştir. Bu

göstergedeki tek istisna, arzdan sonraki üçüncü yılda bir önceki yıla göre artış göstermesi ve arzdan sonraki ilk yıl seviyelerine ulaşmasıdır. Ancak ortalamalar açısından daha olumsuz sonuçlarla karşılaşmıştır. Şirketlerin halka arz öncesi özsermaye karlılık oranı ortalaması % 23 düzeyinden arzdan sonraki dönemlerde yüksek oranlarda azalarak negatife dönmüştür. Arzdan sonraki üçüncü yıl özsermaye karlılık oranı ortalaması yaklaşık -%13 düzeylerine gerilemiştir. Konuya istatistiksel analiz açısından bakıldığında söz konusu dönemlerdeki bu değişim t-1 ile t dönemleri haricinde en az %1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır.

Şirketlerin ilk halka arzdan önceki ve sonraki durumları satış karlılık oranları açısından değerlendirildiğinde; net kar marjı ile faaliyet kar marjı medyan değerleri t-1 ile t dönemlerinde birbirine yakın sonuçlar vermiştir. Ancak daha sonraki dönemlerde yüksek oranlı düşüşler gerçekleşmiş ve t döneminde %6 düzeyinde olan net kar marjı medyan değeri t+3 döneminde %2 düzeylerinde seyretmiştir. Yine aynı şekilde t döneminde %10 düzeyinde olan faaliyet kar marjı medyan değeri t+3 döneminde %4 düzeylerine gerilemiştir. Ortalamalar açısından bakıldığında özellikle t-1 ile t dönemlerinde her iki satış karlılığı oranı birbirine oldukça yakın değerlerde çıkmıştır. Bu durum, ilk halka arzdan sonraki dönemlerde karlılık düzeyi ile birlikte satış düzeylerinde de benzer oranlarda bir azalmanın meydana geldiğine işaret etmektedir. Konuya istatistiksel analiz açısından bakıldığında her iki satış karlılık oranlarındaki değişimler tüm dönemler için en az %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Dolayısıyla faaliyet ve net kar marjları açısından şirketlerin performanslarında ilk halka arz öncesi ve sonrası bir fark bulunmamaktadır.

Performans değerlendirmesinde son olarak aktif devir hızındaki değişimle ilgili analiz sonuçlarına bakıldığında; aktif devir hızı medyan değerleri t-1 döneminde yaklaşık 1 düzeyinden her dönem görülen azalmayla birlikte t+3 döneminde 0,7 düzeylerine gerilemiştir. Bu durum kar marjlarında ortaya çıkan sonuçlarla örtüşmektedir. Diğer bir ifadeyle karlılık düzeyleri ile birlikte satış düzeylerinin de düştüğünün tespit edildiği göz önüne alındığında aktif devir hızındaki azalışın daha ziyade satışlardaki düşüşten kaynaklandığı söylenebilir. Aktif devir hızı ortalamaları da medyan değerlere yakın bir şekilde t-1 döneminde 1,4 düzeyinden t+3 dönemine gelindiğinde 1,1 seviyelerine

gerilemiştir. Konuya istatistiksel analiz açısından bakıldığında söz konusu dönemlerdeki bu değişim t-1 ile t+2 dönemi haricinde en az %1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır.

Wilcoxon analiziyle elde edilen bulgular ile karlılık oranlarının istatistiksel göstergelerinde yer alan sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde her iki analiz yöntemine göre de şirketlerin performansı genel itibariyle ilk halka arzdan etkilenmektedir. İlk halka arz yılında ve ilk halka arzdan sonraki yıllarda şirket performansı ilk halka arz öncesi yıla göre genel itibariyle düşmektedir. Bu sonuç literatürde Jaini ve Kini(1994), Cai ve Wei (1997), Bulut (1997), Kim ve diğerleri (2004), Kurtaran ve Er (2008), Pereira ve diğerleri (2012) tarafından bu konuda yapılan çalışmaların sonuçları ile benzerlik göstermektedir.

Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre şirketlerin performanslarının ilk halka arzdan sonraki dönemlerde genel itibariyle düştüğü görülmekle birlikte söz konusu bu performans değişiminin tamamıyla halka arzdan kaynaklanmış olabileceğini söylemek doğru olmaz. Bu durumda ilk akla gelen konuların başında şirketler tarafından yapılması muhtemel vitrin süslemesi gelmektedir. Bilindiği gibi şirketler finansal tablo kalemlerini bilanço dönemlerinde olduğundan daha olumlu göstermek için böyle bir yöntem başvurabilmektedir. Ancak böyle bir ihtimalin gerçek olup olmadığını anlayabilmek için ayrıntılı bir araştırma yapmak gerekecektir.

Bundan sonraki çalışmalarda bu ihtimal göz önünde bulundurularak özellikle 1 yıldan daha kısa dönemlerle analizler yapılabilir. Ayrıca bu çalışmada dikkate alınmayan sermaye yapısı oranları da risk ölçüsü olarak çalışmalara eklenebilir. Böylelikle şirketlerin karlılık oranlarındaki azalma ile birlikte finansal risklerinde ilk halka arzdan sonraki dönemlerde herhangi bir düşüş olup olmadığı tespit edilmiş olacaktır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Akbulak, Sevinç ve Akbulak, Yavuz (2004), **Türkiye Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, Beta Basım, 1. Baskı, İstanbul.
- Akdoğan, Nalan ve Tanker, Nejat (2010), **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, Gazi Kitabevi 13. Baskı, Ankara.
- Altan, Mikail ve Hotamış, Tefvik Nadi (2008), **Türkiye’de İlk Halka Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansı Analizi**, KMU İİBF Dergisi.
- Ayoğlu, Tolga (2008), **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, Vedat Kitapçılık Basın Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Dağlı, Hüseyin (2009), **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, Derya Kitabevi, Trabzon.
- Dizdar, Asım Anıl (2012), **Kobilerde Halka Arz Süreci El Kitabı**, Erta Bağımsız Denetim ve YYM Ltd.
- Elmas, Bekir (2012), **Halka Arz: Teori ve Uygulama**, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Kalaycı, Şeref (2009), **SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri**, Asil Yayınevi, Ankara.
- Koç, Özlem (1998), **Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama**, SPK, Yayın No: 118, Ankara.
- Küçükkoçaoğlu, Güray ve Alagöz, Ayşegül (2007), **İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi**, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, İzmir.
- Tanör, Reha (2000), **Türk Sermaye Piyasası: Halka Arz**, Özel Basım Garanti Yatırım, 2.Cilt, İstanbul.
- Aras, Güler (2010), **Şirketlerin Halka Arzında Aracılık Sürecinin Etkinliği**, Yıldız Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İstanbul.

- Akbulak, Sevinç ve Akbulak, Yavuz (2005), **Anonim Şirketlerin Halka Açılması**, Muğla Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Tartışma Tebliği Serisi.
- Başpınar, Ahmet (2008), **Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anormalliklerine Bağlı Çıkar İlişkileri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi, Ankara.
- Cai, Jun ve Wei, John (1997), **The Investment and Operating Performance of Japanese IPOs**, City University of Hong Kong.
- Chi, Jing ve diğerleri (2010), **The Performance and The Survivorship of New Zealand IPOs**, School of Economics and Finance, Massey University, New Zealand.
- Coakley, Jerry ve diğerleri (2007), **Post IPO Operating Performance, Venture Capital and Bubble Years**, Journal of Business Finance.
- Gökalp, Namık Kemal (2010), **İMKB’de Halka Arz Uygulamaları ve Analizi**, Kadir Has Üniversitesi, Finans ve Bankacılık Programı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.
- Huang, Guihai ve Song, Frank (2004), **The Financial and Operating Performance of China’s Newly Listed H-Firms**, The University of Hong Kong.
- Jain, Brahat ve Kini, Omesh (1994), **The Post Issue Operating Performance of IPO Firms**, The Journal of Finance.
- Khan, Çağlar (1999) , **Hisse Senetlerinin Halka Arzı ve Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Kıymaz, Halil (1999), **The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in Emerging Market; Evidence from İstanbul Stock Exchange**, University of Houston Clear Lakey.
- Kurtaran, Ahmet ve Er, Bünyamin (2008), **The Post Issue Operating Performance of IPOs, in an Emerging Market; Evidence from İstanbul Stock Exchange**, Trabzon.
- Kutsuna, Kenji ve diğerleri (2001), **Operating Structure Pre And Post IPOs and The Operating Performance of JASDAQ Companies**, University of Birmingham.

- Küçükaylı, Fatma (2013), **Halka Arzın Firmanın Mali Performansı Üzerine Etkisi; Türkiye Örneği**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Isparta.
- Liu, Benjamin ve Alanazi, Ahmed (2013). , **IPO Financial and Operating Performance; Evidence From The Six Countries of The GCC**, Australia.
- Alanazi Ahmed ve diğerleri (2011), **The Financial Performance of Saudi Arabian IPOs**, Griffithy University, Australia.
- Mhagama, Fenant (2014), **İlk Halka Arzın Şirketlerin Finansal Performansı Üzerine Etkisi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Mikkelsen, Wayne ve diğerleri (1997), **Ownership and Operating Performance of Companies That Go Public**, USA.
- Özboyacı, Mustafa (2010), **Halka Arzın Şirketlerin Performansı Üzerine Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Isparta.
- Özhan, Metin (2012), **Sermaye Piyasalarında Hisse Senedi Halka Arzları ve Sonrasında Uygun Fiyat İstikrarı Yöntemleri**, Yüksek Lisans Program Dönem Projesi, Galatasaray Üniversitesi, İstanbul.
- Saraç, Mehmet (2007), **The Effect of Public Ownership on Corporate Performance and Leverage in Emerging Markets; Evidence From Turkish Manufacturing Industry**, Mersin Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, Mersin.
- Tapa, Afuriddin ve Mazlan, Ahmad Rizal (2013), **Operating Performance of Malaysian IPO, International Conference on Management, Economic and Finance**, Malaysia.
- Teker, Suat. ve Ekit, Ömer (2003), **2000 Yılında İMKB’de İlk Halka Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Performansı**, İstanbul.
- <http://www.okul.pwc.com>, **Finansa Erişimde Önemli Seçenek Halka Arz**, Çözüm Ortaklığı Platformu, N:IX, (06.11.2014).

<http://www.hakanguclu.com>, **İMKB'ye Kabul Süreci**, (07.12.2014).

<http://www.spk.gov.tr>, **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklar-10**, Ankara (05.12.2012).

<http://www.ertadenetim.com>, Dizdar, Asım Anıl, **Kobilerde Halka Arz Süreci El Kitapçığı**, Erta Bağımsız Denetim ve YMM Ltd, (09.02.2015).

<http://www.borsaistanbul.com>, Borsa İstanbul (BİST), **Halka Arz Verileri**, (10.02.2015).

<http://www.imkb.gov.tr>, İMKB, Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, (09.12.2014).

<http://www.tesisguvenlikdanismanligi.com>, Tesis Güvenlik Danışmanlığı, **Halka Arz ve Kurumsal Finansman Hizmetleri**, Yıldız Teknik Üniversitesi, (10.02.2015)

İstanbul Üniversitesi (2013), **Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi (SERPAM), Araştırma Raporları**, 2012 Yılı Raporu, İstanbul

İstanbul Üniversitesi (2014), **Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi (SERPAM), Araştırma Raporları**, 2013 Yılı Raporu, İstanbul.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (2010), **Finansal Piyasalar Raporu**, Sayı 20.

Sermaye Piyasası Kurulu (2011), **Faaliyet Raporu 2010**, Ankara.

EKLER

Ek 1. 2002-2010 Yılları Arası BİST 'de Halka Arzı Gerçekleştirilen Şirketler

SIRA NO	ŞİRKET ADI	İHA YILI	NOMİNAL DEĞER	SEKTÖR
1	Atakule Gayrimenkul Yatırım Ort. A.Ş	2002	25.357.500	Mali Kuruluşlar
2	Galatasaray Sportif A.Ş	2002	28.327.200	Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler
3	BJK Futbol A.Ş	2002	18.773.750	Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler
4	Metemtur Otelcilik	2002	4.160.000	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
5	Gersan Elektrik	2003	1.350.000	İmalat Sanayi
6	Koza Davetiye A.Ş	2003	1.800.000	İmalat Sanayi
7	Fenerbahçe Sportif A.Ş	2004	3.750.000	Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler
8	Desa Deri Sanayi A.Ş	2004	7.612.500	İmalat Sanayi
9	Burçelik Vana Sanayi A.Ş	2004	2.200.000	İmalat Sanayi
10	Türk Traktör A.Ş	2004	11.747.963	İmalat Sanayi
11	Doğuş Otomotiv A.Ş	2004	37.950.000	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
12	İndeks Bilgisayar A.Ş	2004	2.700.000	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
13	Plastikkart A.Ş	2004	4.000.000	Teknoloji
14	AFM Film A.Ş	2004	1.794.008	Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler
15	Denizbank A.Ş	2004	72.500.000	Mali Kuruluşlar
16	İnfo Menkul Kıymetler A.Ş	2004	2.972.000	Mali Kuruluşlar
17	İş Girişim Sermayesi A.Ş	2004	8.481.250	Mali Kuruluşlar
18	Şeker Finansal Kiralama A.Ş	2004	2.823.530	Mali Kuruluşlar
19	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş	2005	6.713.000	Mali Kuruluşlar
20	Anel Telekomünikasyon	2005	9.000.000	Teknoloji

21	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş	2005	10.910.635	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
22	Evg Yatırım Ortaklığı A.Ş	2005	2.475.000	Mali Kuruluşlar
23	Hedef Menkul Kıymetler A.Ş	2005	1.250.000	Mali Kuruluşlar
24	İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	2005	4.970.000	İmalat Sanayi
25	Trabzonspor Sportif A.Ş	2005	6.250.000	Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler
26	Mert Gıda Giyim San. Ve Tic. A.Ş	2005	1.250.000	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
27	Türkiye Vakıflar Bankası A.Ş	2005	322.000.000	Mali Kuruluşlar
28	Armada Bilgisayar A.Ş	2006	3.000.000	Teknoloji
29	Asya Katılım Bankası A.Ş	2006	69.000.000	Mali Kuruluşlar
30	Başkent Menkul Kıymetler A.Ş	2006	1.350.000	Mali Kuruluşlar
31	Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler YO A.Ş	2006	1.530.000	Mali Kuruluşlar
32	Coca Cola İçecek A.Ş	2006	57.857.545	İmalat Sanayi
33	Datagate Bilgisayar A.Ş	2006	2.000.000	Teknoloji
34	Euro Menkul Kıymetler A.Ş	2006	2.969.996	Mali Kuruluşlar
35	Karel Elektronik A.Ş	2006	5.635.000	Teknoloji
36	Metro Menkul Kıymetler A.Ş	2006	2.700.000	Mali Kuruluşlar
37	Reysaş Taşımacılık A.Ş	2006	17.250.000	Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama
38	Selçuk Ecza Deposu A.Ş	2006	45.022.500	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
39	Silverline Endüstri ve Tic. A.Ş	2006	7.000.000	İmalat Sanayi
40	Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş	2006	4.250.000	Mali Kuruluşlar
41	Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş	2006	2.663.000	Mali Kuruluşlar

42	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Tic. A.Ş.	2006	59.800.000	İmalat Sanayi
43	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	2007	55.444.408	Mali Kuruluşlar
44	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2007	35.494.000	Mali Kuruluşlar
45	Merkez B Tipi Men. Kıy. Yat. Ort.A.Ş.	2007	2.965.000	Mali Kuruluşlar
46	Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007	9.999.946	Mali Kuruluşlar
47	Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007	7.000.000	Mali Kuruluşlar
48	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007	67.117.510	Mali Kuruluşlar
49	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	2007	44.562.500	Mali Kuruluşlar
50	Tekfen Holding A.Ş.	2007	102.386.800	Mali Kuruluşlar
51	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	2007	312.250.256	Mali Kuruluşlar
52	Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2008	4.494.996	Mali Kuruluşlar
53	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	2008	525.000.000	Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama
54	Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	2009	3.200.000	Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama
55	Akfen Holding A.Ş.	2010	8.000.000	Mali Kuruluşlar
56	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	2010	31.600.000	Elektrik, Gaz ve Su
57	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Tic. A.Ş.	2010	16.000.000	İnşaat ve Bayındırlık İşleri
58	Çemaş Döküm Sanayii A.Ş.	2010	9.300.000	İmalat Sanayi
59	Despec Bilgisayar Paz. ve Tic. A.Ş.	2010	2.512.500	Teknoloji
60	Do&CoRestaurantsandCatering A.Ş.	2010	3.105.226	Ulaştırma, Haberleşme veDepolama
61	Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	2010	2.048.979	İmalat Sanayi
62	Emlak Konut GYO A.Ş.	2010	625.000.000	Mali Kuruluşlar

63	Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2010	5.000.000	Mali Kuruluşlar
64	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2010	5.400.000	Mali Kuruluşlar
65	İdealist GYO A.Ş.	2010	2.500.000	Mali Kuruluşlar
66	İhlas Gazetecilik A.Ş.	2010	26.400.000	İmalat Sanayi
67	İhlas Yayın Holding A.Ş.	2010	57.500.000	Mali Kuruluşlar
68	Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Tic. A.Ş.	2010	3.000.000	İmalat Sanayi
69	Koza Altın İşletmeleri AŞ	2010	18.000.000	İmalat Sanayi
70	Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	2010	8.000.000	Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama
71	Mango Gıda San. Ve Tic. A.Ş.	2010	3.400.000	İmalat Sanayi
72	Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010	54.000.000	Mali Kuruluşlar
73	Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010	65.500.000	Mali Kuruluşlar
74	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010	56.352.942	Mali Kuruluşlar
75	TSKB Gyo A.Ş.	2010	57.500.000	Mali Kuruluşlar
76	Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2010	6.000.000	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar

Ek 2: Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin Halka Arz Oranları

S.NO	FİRMA	ARZ YILI	İLK ARZ ORANI (%)	MEVCUT ARZ ORANI (%)
1	GS SPORTİF	2002	16	28
2	BJK FUTBOL	2002	15	48
3	METEMTUR OTELCİLİK	2002	20	48
4	KOZA DAVETİYE	2003	45	44
5	GERSAN ELEKTRİK	2003	25,23	40
6	DESA DERİ	2004	30	22
7	BURÇELİK VANA	2004	38,26	54
8	TÜRK TRAKTÖR	2004	24,99	24
9	DOĞUŞ OTO	2004	34,5	26
10	İNDEKS BİLGİSAYAR	2004	15,34	41
11	FB SPORTİF	2004	15	19
12	PLASTİKKART	2004	28,57	35
13	AFM FİLM	2004	35,01	-
14	TS SPORTİF	2005	25	45
15	BİM	2005	43,13	60
16	ANEL TELEK.	2005	40,91	17
17	REYSAŞ TAŞIMACILIK	2006	34,5	57
18	DATAGATE	2006	30,3	33
19	VESTEL BEYAZ EŞYA	2006	31,5	7
20	SELÇUK ECZA DEP.	2006	20,01	15
21	COCA-COLA İÇECEK	2006	23,18	25
22	ARMADA BİLGİSAYAR	2006	30	35
23	SİLVRLİNE ENDÜSTRİ	2006	36,8	42
24	KAREL ELEKTRONİK	2006	30,96	29
25	TAV HOLDİNG	2007	18,4	40
26	TEKFEN HOLD.	2007	34,5	41
27	TÜRK TELEKOM	2008	15	13
28	RAN LOJİSTİK	2009	25,2	-

29	KOZA ALTIN	2010	30	29
30	LATEK LOJİSTİK	2010	26,67	89
31	AKFEN HOLDİNG	2010	7,12	21
32	AKSA ENERJİ	2010	5,47	21
33	MANGO GIDA	2010	34	92
34	İHLAS GAZETECİLİK	2010	33	31
35	ANEL ELEKTRİK	2010	39,48	45
36	ÇEMAŞ DÖKÜM	2010	40	23
37	EKİZ YAĞ SAN.	2010	28,55	71
38	İHLAS YAYIN HOLD.	2010	28,75	39
39	KATMERCİLER TİC.	2010	24	36
40	UYUM GIDA TİC.	2010	30	25
41	DESPEC BİLG.	2010	21,84	32

ÖZGEÇMİŞ

Samet BOSTAN 1983 yılında Trabzon'da doğmuştur. İlköğrenimini Kanuni İlkokulunda, ortaöğrenimini Cumhuriyet Ortaokulunda lise öğrenimini ise Trabzon Lisesinde tamamlamıştır. 2002 yılında Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümünde lisans eğitime başlamış ve 2006 yılında lisans eğitimini tamamlamıştır. 2011 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finans Programında yüksek lisans eğitime başlamıştır. 2015 yılı itibariyle Yüksek Öğrenim Kredi ve Yurtlar Kurumunda Yurt Yönetim Memuru olarak çalışmaktadır.