

T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

İŞLETMELERİN HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZI,
HİSSE SENETLERİN ARZ FİYATLARININ BELİRLENMESİ YÖNTEMLERİ VE
1999 YILINDA HALKA ARZ EDİLEN HİSSE SENETLERİN
PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

96037

HAZIRLAYAN
NİLGÜN TİLLE

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. HÜLYA TÜTEK

TC YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

MANİSA
2000

YÜKSEK ÖĞRETİM KURULU DÖKÜMANTASYON MERKEZİ				
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU				
YAZARIN	Merkezimizce doldurulacaktır.			
Soyadı : TİLLE				
Adı : NİLGÜN	Kayıt No :			
TEZİN ADI				
Türkçe : İşletmelerin Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Hisse Senetlerin Halka Arz Fiyatlarının Belirlenmesi ve 1999 Yılında Halka Arz Edilen Hisse Senetlerin Performanslarının Değerlendirilmesi				
İngilizce : Initial Public Offerings, Setting The Offering Price of Stocks and Price Performance of Initial Public Offerings in 1999				
TEZİN TÜRÜ				
Yüksek Lisans	Doktora	Doçentlik	Tıpta Uzmanlık	Sanatta Yeterlilik
<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
TEZİN KABUL EDİLDİĞİ				
ÜNİVERSİTE	:	Celal Bayar Üniversitesi		
ENSTİTÜ	:	Sosyal Bilimler Enstitüsü		
FAKÜLTE	:	İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi		
DİĞER KURULUŞLAR	:			
TARİH	:			
TEZ YAYINLANMIŞSA				
YAYINLAYAN	:			
BASIM YERİ	:			
BASIM TARİHİ	:			
ISBN	:			
TEZ YÖNETİCİSİNİN				
SOYADI, ADI	:	TÜTEK, HÜLYA		
ÜNVANI	:	PROF. DR.		

TEZİN YAZILDIĞI DİL: TÜRKÇE

TEZİN SAYFA SAYISI :99

TEZİN KONUSU

- 1- Hisse Senetlerin Halka Arzının Önemi ve Türkiye'de Sermaye Piyasasının Yasal Düzenlemeler Çerçevesinde Hisse Senetlerinin Halka Arzı
- 2- Hisse Senetlerin Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi Yöntemleri
- 3- 1999 Yılında Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönemde Performanslarının Değerlendirilmesi

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER

- 1- Halka Arz
- 2- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- 3- Sermaye Piyasası Kurulu
- 4- Hisse Senedi Halka Arz Fiyatını Belirleme Yöntemleri
- 5- Halka Arz Fiyatının Performansı

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER

- 1- Initial Public Offerings
- 2- Istanbul Stock Exchange
- 3- Capital Market Board
- 4- Methods Of Finding The Initial Public Offerings
- 5- Price Performance Of Initial Public Offerings

Başka vereceğiniz anahtar kelimeler varsa lütfen yazınız.

- 1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum.
- 2- Tezimden dipnot gösterilmek şartı ile bir bölüm fotokopisi alınabilir.
- 3- Kaynak gösterilme şartı ile tezimin tamamının fotokopisi alınabilir.

Yazarın İmzası:



Tarih:

14.09.2000

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum " İşletmelerin Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Hisse Senetlerin Halka Arz Fiyatlarının Belirlenmesi ve 1999 Yılında Halka Arz Edilen Hisse Senetlerin Performanslarının Deđerlendirilmesi " adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı dűşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden olduğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

Adı Soyadı

14.09.2000

Nilgün TILLİ



TUTANAK

Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün .../0./2000 tarih ve .. /.. sayılı toplantısında oluşturulan Jüri, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliğinin 8. Maddesine göre İşletme Anabilim Dalı Üretim Yönetimi ve Pazarlama Programı Yüksek Lisans öğrencisi Nilgün Tille'nin 'İşletmelerin Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Hisse Senetlerin Halka Arz Fiyatlarının Belirlenmesi ve 1999 Yılında Halka Arz Edilen Hisse Senetlerin Performanslarının Değerlendirilmesi' konulu tezi incelenmiş ve aday .. /.. /2000 tarihinde saat ...:00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra dakikalık süre içinde gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim Dallarından jüri üyelerince sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin olduğuna oy ile karar verildi.

BAŞKAN

ÜYE

ÜYE

ÖZET

İşletmelerin hisse senetlerini halka arz yoluyla sermaye piyasasından özsermaye şeklinde fon sağlamaları, işletme ve ortaklarına çok sayıda avantaj sağlamakta, ülke ekonomisi ve toplumunu da olumlu şekilde etkilemektedir. İşletmelerin halka açılma kararı; aktif yapısı, işletmenin büyüme arzusu, kontrol ve yönetimin paylaşılması, vergi düzenlemeleri gibi çeşitli etmenlerden etkilenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde işletmelerin borçlanma olanaklarının kısıtlı ve şartlarının elverişsiz olması nedeni ile özsermaye ile finansmanı tercih etmektedir.

Türkiye'de hisse senetlerinin halka arzı, Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu tebliğlerinin oluşturduğu yasal çerçeve içerisinde gerçekleşmektedir. 1999 yılında gerçekleşen halka arzların yarısı işletmenin sermaye artırımına gitmesi şeklinde gerçekleşmiştir. Halka arz edilecek hisse senetlerin Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınması zorunludur. 1999 yılında gerçekleşen halka arzların %80'inde sabit fiyat toplama, %20'sinde ise borsada satış yöntemleri gerçekleşmiştir. Halka arz edilen hisse senetlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kotuna alınması ve hisse senedi pazarlarında işlem görmesi Borsa Yönetim Kurulu'nun kararına bağlıdır.

Türkiye'de gerçekleşen halka arzlarda genelde kullanılan hisse senedi arz fiyatı belirleme yöntemleri; piyasa/defter değeri oranı, fiyat/kazanç oranı, temettülerin kapitalizasyonu ve serbest nakit akışlarının kapitalizasyonu yöntemleridir. Defter değeri, tasfiye değeri ve aktif değeri yöntemleri ise uygulamada çok nadir kullanılmaktadır.

Çalışmanın son bölümünde İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında 1999 yılında halka arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansı incelenmiştir. Halka açılma sonrası hisse senedi getirilerindeki gelişmeler ham ve anormal getiriler serilerinin incelenmesi sonucunda ortaya konulmuştur. Sonuçlar genel olarak, ilk işlem gününde yatırımcıya piyasa getirisi üzerinde getiriler sağladığını ortaya koymaktadır. Fakat, ilk gün sonrası 6 aylık bir dönemde, elde edilen birikimli anormal getiriler, alt gruplar arasında farklılık göstermektedir. Yatırım ortaklıkları grubundaki hisse senetleri ikinci işlem

gününden itibaren 6 ay süresince sürekli negatif getiriler sağlarken, gayrimenkul yatırım ortaklıkları sınıfındaki hisseler 5 aya kadar düşük fiyatlamanın etkisindedir. Diğer işletme grubundaki hisselerin birikimli anormal getirileri ise düşük fiyatlardan dolayı 6 ay boyunca sürekli artış göstermiştir.



ABSTRACT

Initial public offerings (IPO) provide companies and their founders, the related economy and the society with definite advantages. The decision to go public is based on asset structure, growth policy, sharing the control and management of the company, taxation issues. The companies in the emerging capital markets prefer stock finance as the terms and conditions of debt finance is not always favourable for them.

The legal base of public offerings of securities in Turkish Capital Market is arranged by The Capital Market Law and The Capital Market Board's Communiqués. A company can decide to go public; either by the sale of stock by the current owners or by the sale of newly issued stock to raise new capital. An analysis of IPO's occurred in 1999 in Turkey, indicates that %50 of the total number of IPOs was related to the new stock issues, %40 was related to stockholders' sale. The stocks that are to be publicly offered should be registered with the Capital Market Board.

In 1999, %80 of the registered stocks was sold by fixed priced and the rest of IPOs was sold at Istanbul Stock exchange Primary Equity Market. The publicly offered stocks needs the Istanbul Stocks Exchange Executive Council's approval in order to be listed to the Istanbul Stocks Exchange and to be traded in one of the several different stock markets of the Istanbul Stocks Exchange.

In Turkish Capital market, the methods in order to set the offering price are; price/book value, price/earnings ratios, capitalisation of free cash flow. Book value, liquidation value and asset value methods came out to be not favourable compared to the above mentioned methods.

In the last section of this study, the price performance of IPOs that have taken place in Istanbul Stock Exchange in 1999 have been analyzed over the short term period. The return structures have been documented using raw return series of IPOs for 120 event days following the offer. The results indicate that IPOs provide significant excess returns over the market in the first 4 days following the offer. But, cumulative abnormal returns which had been obtained in 6 months, shows differences among sub groups. When investment

companies' stocks has negative returns during 6 months, after the second event day, the real estate companies' stocks has effected by underpricing in first 5 months. In order to underpricing, cumulative abnormal returns of other stocks shows continious increases during 6 months.



İÇİNDEKİLER

Sayfa No

GİRİŞ _____	1
-------------	---

BİRİNCİ BÖLÜM FİNANSAL PİYASALAR

1. Finansal Piyasalar _____	3
1.1. Finansal Piyasaların Türleri _____	5
1.1.1. Para Piyasaları _____	5
1.1.2. Sermaye Piyasaları _____	6
1.1.2.1. Sermaye Piyasasının İşlevleri _____	9
1.1.2.2. Sermaye Piyasası Türleri _____	10
1.1.2.2.1. Birincil Piyasalar _____	11
1.1.2.2.2. İkincil Piyasalar _____	12
1.1.2.2.3. Üçüncü ve Dördüncü Piyasalar _____	14
1.1.2.3. Sermaye Piyasası Araçları _____	15
1.1.2.3.1. Hisse Senetleri _____	17
1.1.2.3.1.1. Hisse Senedi Türleri _____	17
1.1.2.3.2. Tahviller _____	19
1.1.2.3.2.1. Tahvil Türleri _____	20
1.1.2.3.3. Finansman Bonoları _____	22
1.1.2.3.4. Hazine Bonoları _____	22
1.1.2.4. Sermaye Piyasası Kurumları _____	22
1.1.2.4.1. Yatırım Bankaları _____	23
1.1.2.4.2. Kalkınma Bankaları _____	23
1.1.2.4.3. Aracı Kurumlar _____	24
1.1.2.4.4. Yatırım Ortaklıkları _____	25
1.1.2.4.5. Yatırım Fonları _____	25
1.1.2.4.6. Halka Açık İşletmeler _____	26

İKİNCİ BÖLÜM

HALKA ARZ

2.1.	Halka Arz Kavramı _____	29
2.2.	Türkiye'de Halka Arzın Tarihçesi _____	31
2.3.	Halka Arza Yönlendiren Unsurlar _____	34
2.4.	Halka Arza Engelleyen Unsurlar _____	37
2.5.	Halka Açık İşletmelere Tanınan Muafiyetler _____	38
2.6.	Halka Açılmada Katlanılacak Giderler _____	39
2.7.	Halka Arz Süreci _____	42
2.7.1.	Genel Süreç _____	42
2.7.2.	Yasal Süreç _____	46
2.8.	Hisse Senetlerin İMKB'de İşlem Görme Esasları _____	47
2.9.	Halka Arz Yöntemleri _____	48
2.9.1.	Mevcut Hisse Senetlerin Bir kısmının Borsada veya Borsa Dışında Halka Arz Edilmesi _____	49
2.9.2.	Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz _____	51
2.9.3.	Mevcut Hisse Senetlerinin Halka Arzı ve Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arzın Aynı Anda Yapılması _____	54
2.10.	Hisse Senetlerini Satış Yöntemleri _____	55
2.10.1.	Talep Toplama Yöntemine Göre Satış _____	56
2.10.1.1.	Sabit Fiyatla Talep Toplama _____	57
2.10.1.2.	Fiyat Teklifiyle Talep Toplama _____	58
2.10.2.	Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi _____	59
2.10.3.	Borsada Satış Yöntemi _____	59
2.11.	Hisse Senetlerinin Arz Fiyatını Belirleyen Yöntemler _____	60
2.11.1.	Hisse Senetlerinin Halka Arz Fiyatları Belirlenirken Dikkat Edilmesi Gereken Faktörler _____	61
2.11.1.1.	Piyasa İle İlgili Faktörler _____	61
2.11.1.2.	Karşılaştırılabilir İşletmeler _____	62
2.11.1.3.	Piyasa Araştırmaları _____	62
2.11.2.	Hisse Senedi Arz Fiyatını Belirleme Yöntemleri _____	62

	<u>Sayfa No</u>
2.11.2.1. Defter Değeri Yöntemi _____	63
2.11.2.2. Tasfiye Değer Yöntemi _____	63
2.11.2.3. Aktif Değer Yöntemi _____	64
2.11.2.4. Maddi Duran Varlık Değeri _____	64
2.11.2.5. Gerçek Aktif Değeri _____	65
2.11.3. Piyasa/Defter Değer Oranı Yöntemi _____	65
2.11.4. Fiyat/Kazanç oranı Yöntemi _____	66
2.11.5. Temettü Kapitalizasyonu Yöntemi _____	67
2.11.5.3. Sıfır Temettü Büyümesi Modeli _____	69
2.11.5.4. Sabit Temettü Büyümesi Modeli _____	70
2.11.5.5. Değişken Temettü Büyümesi Modeli _____	70
2.11.6. Serbest Nakit Akışlarının Kapitalizasyonu Yöntemi ____	71

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1999 YILINDA HALKA ARZ EDİLEN HİSSE SENETLERİNİN PERFORMANSLARININ DEğERLENDİRİLMESİ

3.1. Çalışmanın Amacı _____	73
3.2. Kullanılan Veriler _____	74
3.3. Kullanılan Yöntem _____	77
3.4. Hisse Senetlerin Kısa Dönem Performansları _____	78
3.4.1. İlk Gün Getirileri ve Günlük Ortalama Getiriler _____	78
3.4.2. İlk Günden Sonraki Düzeltilmiş Anormal Getiriler _____	79
SONUÇ _____	90
KAYNAKLAR _____	93

TABLO VE ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No

Tablo1.1. Para ve Sermaye Piyasalarında Faaliyet Gösteren Unsurlar	7
Tablo1.2. Para ve Sermaye Piyasalarının Karşılaştırılması	8
Tablo 2.1. 1999 Yılındaki Halka Açılan İşletmelerin Arz ve İlk İşlem Gününde Gerçekleşen Fiyatları	40
Tablo 2.2. 1990-2000(Haziran sonu) Yılları Arasında İMKB'de İşlem Gören İşletme Sayısı	48
Tablo 2.3. 1990-2000 Yılları Arasından Gerçekleşen Halka Arzlarda Kullanılan Yöntemlerin Dağılımı	55
Tablo 2.4. Türkiye'deki Yıllar İtibariyle Halka Arzlarda Uygulanan Satış Yöntemleri	60
Tablo 2.5. Yıllara Göre Fiyat/Kazanç Oranı Dağılımı	67
Tablo 3.1. 1999 Yılında Halka Arz Edilen Hisselere İlişkin İstatistikler	75
Tablo 3.2. Hisse Senetlerin İlk Gün Ham Getirileri	78
Tablo 3.3. Hisse Senetlerinin İlk 10 Günlük Anormal Getirileri	79
Tablo 3.4. Tüm Hisse Senetlerinin Birikimli Anormal Getirileri	80
Tablo 3.5. Yatırım Ortaklığı Hisselerinin Birikimli i Anormal Getirileri	80
Tablo 3.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Hisselerinin Birikimli Anormal Getirileri	83
Tablo 3.7. Diğer Hisse Senetlerinin Birikimli Anormal Getirileri	86
Şekil 1.1. Finansal Sistem Şeması	4
Şekil 2.1. İşletmenin Genel Halka Açılma Süreci	42
Şekil 3.1. Gedik Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Anormal Getirileri	81
Şekil 3.2. Ak Yatırım Ortaklığı A.Ş. Anormal Getirileri	81
Şekil 3.3. Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Anormal Getirileri	82
Şekil 3.4. Yatırım Finansman Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Anormal Getirileri	83
Şekil 3.5. İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Anormal Getirileri	84
Şekil 3.6. İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Anormal Getirileri	84
Şekil 3.7. Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Anormal Getirileri	85
Şekil 3.8. Goldaş Kuyumculuk Sanayi İthalat İhracat A.Ş.'nin Anormal Getirileri	86

Şekil 3.9. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin Anormal Getirileri _____ 87

Şekil 3.10. GSD Holding A.Ş.'nin Anormal Getirileri _____ 87



GİRİŞ

“İşletmelerin Hisse Senetlerinin Halka Arzı ve Arz Fiyatlarının Belirlenmesi” konulu bu çalışmada, işletmeler için halka açılmanın önemi ve başarılı bir halka açılmanın gerçekleşmesi için doğru arz fiyatının belirleme yöntemleri incelenmektedir.

Türkiye’de genel olarak işletmeler, belirli bir büyüklüğe gelinceye kadar fon ihtiyaçlarını iç kaynaklardan sağlamaktadırlar. İç kaynakların yetersiz kaldığı durumlarda ise, işletmeler para piyasalarına (banka kredileri gibi) başvurumaktadırlar. Para piyasalarına başvurmalarının nedenlerinden birisi de, Türkiye’de sermaye piyasasının gelişmemiş olmasıdır.

1980’li yıllarda sermaye piyasasının gelişmesi çalışmaları hızlanarak, 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çıkartılmıştır. Sermaye piyasası, 1985 yılına kadar para piyasası içerisinde etkili olamamış fakat 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın faaliyete geçmesi, özel ve kamu işletmelerinin uzun vadeli finansman kaynağı sağlamadaki imkanlarını arttırmıştır.

1990 yılına kadar Türkiye’de işletmeler, uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak için hisse senetlerini halka arz etme işlemine, ekonomik koşulların ve birincil piyasa ile ilgili yasal düzenlemelerin yetersizliğinden dolayı ilgi duymamışlardır. 1989 yılından sonra, İMKB’ye ilginin artması ile, halka arzlar yoğun bir şekilde gerçekleşmiştir.

Halka hisse senedi arzı ile özkaynak sağlanması, doğru zamanda ve doğru fiyatla gelişmiş sermaye piyasasında gerçekleştiği takdirde, işletmenin ihtiyaçlarına kolaylıkla cevap verebilen bir finansman yöntemidir. İşletmenin bu finansman kaynağından sürekli olarak yararlanabilmesi için yatırımcılarına tatminkar bir getiri sağlaması gerekmektedir.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, ilk olarak finansal piyasalar ve türleri genel olarak incelenmektedir. Daha sonra, finansal piyasaların türlerinden olan sermaye piyasası, işlevleri, türleri, araçları ve kurumları başlıkları altında açıklanmaktadır.

İkinci bölüm, işletmeler için bir finansman olan halka açılmanın tanımını ve önemini içermektedir. Halka açılmanın avantaj ve dezavantajlarını

değerlendirilerek hisse senetlerini halka arz etmeye karar veren bir işletmenin nasıl bir süreç izleyeceği hakkında bilgi verilmektedir. Sermaye Piyasası Kanunlarına göre halka arz yöntemleri ve hisse senedi satış yöntemleri incelenerek, Türkiye'de son 10 yıl içerisinde halka açılan işletmelerin genelde hangi arz ve hisse senedi satış yöntemlerini kullandıkları belirtilmektedir. Son olarak, işletmeler için halka açılmanın başarılı sonuç vermesine etken faktörlerden biri olan hisse senedi arz fiyatının doğru belirlenebilmesi için kullanılan yöntemler hakkında genel bilgi verilmektedir.

Bu çalışmanın üçüncü bölümünde ise, 1999 yılında halka açılan işletmelerin belirledikleri hisse senedi arz fiyatlarının ilk altı ay içerisindeki performansları, günlük, haftalık ve aylık olmak üzere ham ve anormal getiriler doğrultusunda değerlendirilmektedir.



BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALAR

1. Finansal Piyasalar

Ekonomik anlamda piyasalar, mal ve faktör piyasaları olarak ikiye ayrılabilir. Faktör piyasası, işgücü ve sermayeden oluşmaktadır. Bu nedenle, finansal piyasa, faktör piyasasının bir kısmını oluşturmaktadır. Finansal piyasalar, tasarruf fazlası olan kişilerin; tasarruflarını, tasarruf açığı olan kişilerin kullanımına sundukları piyasalardır¹. Bu durumda tasarruf fazlası olanlarla tasarruf açığı olanlar arasında fon transferini sağlayacak bir düzenlemeye ihtiyaç vardır. Finansal piyasalar, çeşitli teknikler, araçlar ve kurumlar yolu ile tasarrufların harekete geçmesiyle tasarruf fazlasını kişilerden kullanıcılara aktarılmasını sağlayan bir sistem olarak tanımlanabilir². Bu piyasalarda fonların el değiştirmesi, fon talep edenlerin fon arz edenlere bir belge vermesi yolu ile gerçekleşir. Bu belgeler hukuksal nitelikli olmalarından dolayı kıymetli evrak olarak değerlendirilmekte ve menkul kıymetler veya finansal varlıklar olarak adlandırılmaktadır. Bunlar aynı zamanda finansal piyasaların araçlarını oluşturmaktadır. Bu nedenle finansal piyasalar finansal araçların alınıp-satıldığı piyasalardır. Finansal piyasalarda alınıp-satılmasından dolayı değişime konu olan menkul kıymetler, hisse senedi, özel sektöre ait tahviller, hazine bonoları, devlet tahvilleri, poliçe, bono, çek vb. değerlerdir.

Finansal piyasalar, fon arz eden tasarruf sahiplerinden fon talep edenlere fon transferini sağlamak, menkul kıymetleri likide çevirmek, menkul kıymetlerin fiyatını oluşturmak ve de fonlar ile ekonomik kaynakları verimli olarak tahsis edilmesini sağlamak gibi fonksiyonlara sahiptir.

Finansal piyasalara fon arz eden tasarruf sahipleri (yatırımcılar), fon talep edenler bireyler, işletmeler ve devlet (ekonomik birimler), bunların piyasaya sundukları finansal varlıklar (menkul kıymetler) ve fon transferinin gerçekleşmesini sağlayan aracı kurumlar ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallar bir bütün olarak

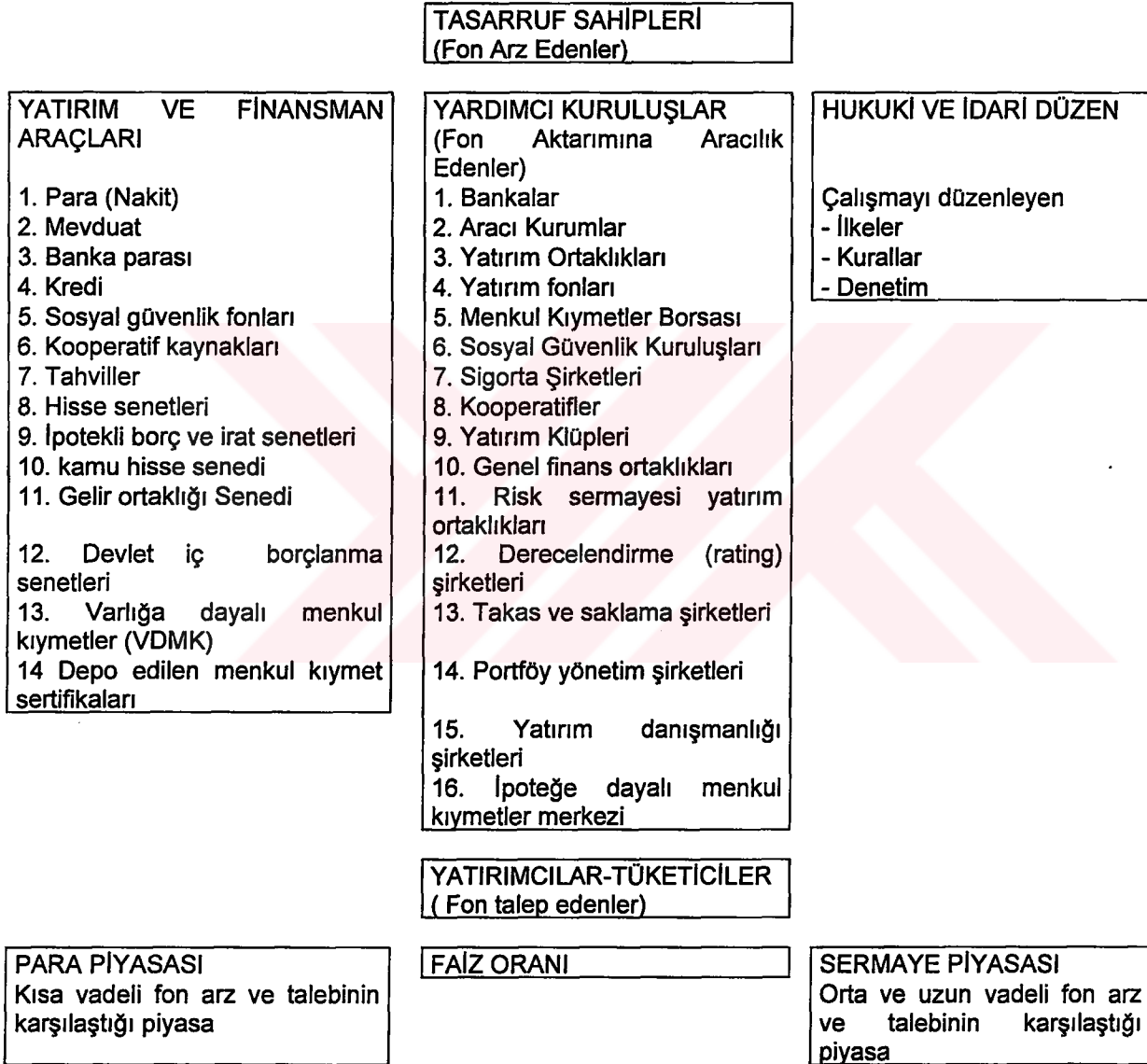
¹ Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Ekin Kitapevi, Bursa 2000, s.1.

² Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, 13. Basım, 1998, s.1.

"Finansal Sistemi" oluşturmaktadır³. Hukuki ve idari kuralların amacı ise piyasaların düzgün işleyişini sağlamak olup tarafların çıkarlarını korumak üzere kamu otoritesi tarafından uygulanır, ayrıca yönetim ve denetim birimlerini oluşturulabilmektedir.

Finansal sistemin öğeleri Şekil 1.1'deki şemada ayrıntılı olarak gösterilmiştir.

Şekil 1.1. Finansal Sistem Şeması



Kaynak: Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, s.2.

³ Atilla Gönenli, İşletmelerde Finansal Yönetim, Formül Matbaası, İstanbul 1983, s.10.

1.1. Finansal Piyasa Türleri

Finansal piyasalar birbirine bağılı birçok alt piyasalardan oluşmakta olup, farklı kriterlere göre sınıflandırılabilir. Bu sınıflandırma daha çok biçimsel olup, fonların transfer sürelerine, fon transferine konu olan finansal araçların niteliğine, finansal araçların sağlamış olduğu getiri ile hakları kullanım sürelerinin, fon kullanıcılarının niteliklerine, finansal piyasaların yöresel olup olmayışına göre ve de arz ile ilgili olarak birincil piyasa, ikincil piyasa, nakit ve türev piyasalar şeklinde olabilmektedir.

1.1.1. Para Piyasası

Para piyasası, bir yıl veya daha kısa süreli fonların arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Bu piyasada ekonomik birimlerin kısa süreli ve geçici nitelikteki fon gereksinimlerini karşılamak için kısa süreli kredi araçları, ticari senetleri kullanılmaktadır⁴. Para piyasaları bütün finansal piyasalar gibi, finansal araçların parayla değişimleri için bir mekanizma oluşturmakla birlikte, finansal sistemin diğer öğelerinden sadece kısa vadeli para gereksinimlerinin karşılanması için borçlanmaya verdiği öneme göre ayrılmaktadır⁵.

Para piyasasının en belirgin finansal kurumları, ticari bankalar ile devlet kurumlarıdır. İşletmeler genellikle ticari bankalardan sağladıkları kısa vadeli kredilerle işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Devlet ise; hazine bonosu, devlet tahvili gibi kısa vadeli finansal araçlar ihraç ederek sağladığı fonlarla kısa vadeli harcamaları gidermeye çalışmaktadır.

İşletmelerin ya da bireylerin yazdıkları ticari senetler, banka mevduat hesapları(vadeli, vadesiz) poliçeler, çekler, hazine bonoları, finansman bonoları, repo, varlığa dayalı menkul kıymetler, mevduat sertifikaları ve kredi kartları para piyasasının finansal araçları arasında sayılabilmektedir⁶.

⁴ Serpil Canbaş, Hatice Doğukanlı, Finansal Pazarlar, Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş., İstanbul 1997, s.12.

⁵ Peter S. Rose, Money and Capital Markets, Business Publications Inc, Texas 1983, s.244.

⁶ Mehmet Bolak, Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş., 1994, s.22.

Para piyasasının en önemli fonksiyonlarından birisi, fon transferini yaparak ekonomik gelişme ve büyümeye katkı sağlamaktır.

Para piyasası kendi içinde örgütlenmiş ve örgütlenmemiş olarak sınıflandırılabilir. Örgütlenmiş para piyasası bir bankalar sistemidir. İşletmelerin birbirleriyle ya da müşterileriyle olan kredi ilişkilerinden oluşmasıdır.

1.1.2. Sermaye Piyasası

Geniş anlamı ile sermaye piyasası, "tasarrufların yatırımlara yöneltilme faaliyetleri ile bu faaliyetleri yürüten kurumları içeren piyasadır. Buna göre sermaye piyasaları orta vadeli fonlar (1-5 yıl arası) ve uzun vadeli fonlardan (5 yıl üstü ve şirket hisse senetleri) oluşan bir mekanizma ve kurumları kapsamaktadır⁷. Yani sermaye piyasası menkul kıymetler yoluyla orta ve uzun vadeli fonların arzı ve talebinin karşılaştığı bir finansal piyasadır.

Dar anlamı ile sermaye piyasası hisse senetleri ile tahvillerin alınıp satıldığı bir piyasa olarak nitelendirilmektedir⁸. Uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı ve temel taşı olan "Menkul kıymetleştirme" (Securitisation-mobilierisation/titrisation) yoluyla kaynaklara geleneksel sistemden (banka kredisine dayalı finansman) daha kolay, daha yaygın ve daha düşük maliyetli el değiştirme olanağını sağlamaktadır⁹.

Sermaye piyasasının varolabilmesi için öncelikle iki unsurun varlığı gerekmektedir. Bunların ilki fon talep eden ekonomik birimler anonim şirketler ve devlettir. Devlet borçlanması, kamu kuruluşları tarafından ihraç edilen belirli bir faiz oranını ve geri ödeme koşullarını içeren devlet tahvilleri ve geri ödeme koşullarını içeren devlet tahvilleri ve hazine bonoları aracılığı ile gerçekleşmektedir. Gerekli unsurlardan ikincisi ise, tasarruflarını ya da çeşitli yollarla topladıkları fonları, anonim şirket ve devlet kurumlarının çıkardıkları menkul kıymetlere yatırmak isteyen kişi ve kurumların varlığıdır. Bunlar, sermaye piyasasının fon arzı bölümünü oluşturarak, sermaye piyasasına kaynak sağlamaktadırlar¹⁰.

⁷ Ümit Gücenme, Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No:181, Ankara, 1994, s.10.

⁸ Fulya Ergeç, Rüchan Hakkının Kantitatif Modeller ile Fiyatlandırılması, SPK Yayını No.65, 1997, s.4.

⁹ Reha Tanör, Türk Sermaye Piyasası, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş. İstanbul 1999, s.2.

¹⁰ Gücenme, s.10.

Sermaye ve para piyasalarında faaliyet gösteren unsurlar açısından değerlendirildiğinde, hem para hem de sermaye piyasasında ortak noktalar mevcuttur. Tablo1.1.'de "Para ve Sermaye Piyasalarında Faaliyet Gösteren Unsurlar" gösterilmiştir.

Tablo1.1. Para ve Sermaye Piyasalarında Faaliyet Gösteren Unsurlar

Para Piyasaları		Sermaye Piyasaları	
<u>Fon Arz Edenler</u>	<u>Fon Talep Edenler</u>	<u>Fon Arz Edenler</u>	<u>Fon Talep Edenler</u>
-Ticari Banka	-Devlet	-Sosyal Güvenlik Kurumları	-İşletmeler
-Finansal Şirketler	-Ticari Bankalar	-Küçük Tasarruf Sahipleri	-Devlet
-Merkez Bankaları	-Sosyal Güvenlik Kurumları	-Yatırım Ortaklıkları	
	-Finansal Şirketler	-Yatırım Kulüpleri	
		-Yatırım Fonları	

Kaynak: Berna Taner, Lale Polat, Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Serdar Ofset, İzmir 1992,s.13.

Sermaye ve para piyasalarında faaliyet gösteren unsurlar bakımından farklılıkların nedeni kaynakların vadelerinin özelliklerinden dolayıdır. Buna göre kısa vadeli kaynakları kullanan para piyasasının unsurları ticari bankalar, finans şirketleri, sosyal güvenlik kurumları, merkez bankaları, devlet iken sermaye piyasalarında bunlara ek olarak yatırım fonları, yatırım kulüpleri ve küçük tasarruflardan oluşmaktadır¹¹.

Bununla birlikte uygulamada sermaye ve para piyasalarını birbirinden kalın çizgilerle ayırabilmek mümkün olamamaktadır. Bunun nedeni ayırım için kullanılan kriterlerden unsurların her iki finansal piyasa türünde faaliyet göstermeleridir.

¹¹ Berna Taner, Lale Polat, Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Serdar Ofset, İzmir 1992, s.11-12.

Belirtilen ortak özelliklerine karşın süre, kullanım kaynakları, araçları ile getirileri bakımından farklılıkları mevcuttur.

Sermaye ve para piyasalarının farklılıkları Tablo 1.2'de gösterilmiştir.

Tablo1.2. Para ve Sermaye Piyasalarının Karşılaştırılması

Farklar	Para Piyasaları	Sermaye Piyasaları
Süre yönünden	Kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar	Uzun süreli fon arz ve talebin karşılaştığı piyasalar
Kullanım yönünden	Döner varlıkların finansmanı (işletme sermayesinin temini)	Duran varlıkların finansmanı
Kaynakları yönünden	Tasarruf sahipleri, vadesiz, resmi, ticari ve tasarruf mevduatı	Tasarruf sahipleri, vadeli (yılı aşan) resmi, ticari ve tasarruf mevduatı
Araç yönünden	Ticari senetler	Menkul değerler (Hisse senedi, Tahvil vb.)
Faiz getirisi yönünden	Düşük (uygulanan para politikalarına bağlı)	Yüksek

Kaynak: Ali Sait Yüksel, Gültekin Rodoplu, Sermaye Piyasası, Formül Matbaası, İstanbul 1980, s.7.

Kesin hatlarıyla, kısa vadeli fon transferinin yapıldığı ortam olarak tanımlanan "Para Piyasası" ile orta ve uzun vadeli fon aktarımının gerçekleştiği "Sermaye Piyasası" arasındaki bu klasik tanım ayrımı günümüzde giderek niteliğini yitirmekte, "vade"yi ön plana çıkaran ayırım yerini daha çok toplumsal ve ekonomik açılardan işlevsel olarak ortaya çıkan farklılıklara bırakmaktadır¹².

¹² Tanör, s.3.

1.1.2.1.Sermaye Piyasasının İşlevleri

Sermaye piyasalarının sosyal ve ekonomik açıdan bir çok işlevleri bulunmaktadır. Bunlar;

- Sermaye piyasaları, yatırımcılara ihraç edilmiş menkul kıymetlerin alınıp satılmasını kolaylıkla sağlamaktadır. Ayrıca ikincil piyasada menkul kıymetlerini elinden çıkaran yatırımcıların, birincil piyasadaki menkul kıymet alması sağlanarak, birincil piyasadaki menkul kıymet ihraçlarına olan talepler artırılabilir. Öte yandan menkul kıymet alıp satmakta güçlük çeken yatırımcıların menkul kıymetler borsalarından uzaklaşması da olasıdır. Fakat yatırımcıların ellerindeki menkul kıymetleri istedikleri an likiditeye çevirebilmeleri veya başka bir menkul kıymete yatırılabilmeleri sağlanması önemli bir gerekliliktir.

- Sermaye piyasalarının bir işlevi ise ekonomiye kaynak sağlamaktır. Piyasa ekonomisinin hakim olduğu ortamda, tasarruf seviyesinin yükseltilmesi ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılması sorununun çözümlenebilmesi için etkin bir piyasanın olması gerekmektedir. Böyle bir piyasada, bütçe açığını borçlanarak karşılamak isteyen ve ya ticari işletmelerini şirket haline getirerek bunları halka açmak isteyen devletin, kısa veya uzun vadeli borç senedi çıkararak borçlanmak isteyen özel sektörün ve hisse senedi çıkararak sermayesine ortak olacak yeni kişi ve kurumlar arayan sınai şirketlerin buluşacakları yer sermaye piyasalarıdır¹³.

- Etkin bir piyasada, sermaye arttırımına gitmek veya kaynak sağlamak amacıyla halka açılan işletmeler, hisse senetlerini küçük yatırımcılara sunarak mülkiyetini geniş kitlelere yayabilmektedirler. Kontrolü kaybetmek istemeyen işletmeler için bu çok önemlidir. Menkul kıymetleri borsada kote olmuş işletmeler, böylelikle varlıklarını daha çabuk duyurabilmekte ve menkul kıymetlerini daha kolay satabilmektedir.

- Halka açılmış işletmelerin hisse senetlerine göre düzenlenen menkul kıymet fiyat endeksleri, ülkenin genel ekonomik gidişi hakkında fikir veren ve gelecek

¹³ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgi Kılavuzu , s.10

hakkında tahminlerde bulunabilmek için bir veridir. Enflasyonun, yatırımların , gelişme ve kalkınmanın, ekonomi dışı etkenlerin (savaş tehlikesi, politik istikrarsızlık) ekonomideki etkilerinin en iyi izlenebildiği yerlerden biri sermaye piyasalarıdır¹⁴.

- Sermaye piyasalarında işlem görmek isteyen işletmeler belirli özelliklere sahip olmak zorundadırlar. Menkul kıymetlerini menkul kıymetler borsalarında kote ettiren işletmeler sürekli denetim ve gözetim altındadır. Bunun amacı yatırımcının haklarının korunmasıdır.

- Sermaye piyasalarında işlem gören işletmelerin mali yapısına ilişkin her türlü bilgiye kolaylıkla ulaşılabilmektedir. Bu bilgiler yatırımcıların sağlıklı yatırım kararlarını vermelerine yardımcı olmaktadır.

- Sermaye piyasaları, sanayide yapısal değişikliği kolaylaştırma ve sermayeye hareketlilik kazandırma işlevine de sahiptir. Ekonomide bir sektör ya da sektör içindeki bazı firmalar diğerlerine nazaran daha hızlı bir gelişme sağlarsa, sermaye o tarafa akmak ister¹⁵. İşletmelerin durumları kendi fiyatlarına yansımakta ve böylelikle yatırımcılar başarılı olan işletmelere yönelmektedir. Bunun sonucunda başarılı işletmelerin sermaye temininde hareketlilik söz konusu olacaktır. Borsada işlem gören mali durumları zayıflayan işletmelerin hisse senetlerini güçlü işletmelerin; toplama, birleşme (merger) ya da ele geçirme (take over) faaliyetlerini gerçekleştirmeleri mümkündür. Bu da, sanayide yapısal değişikliğin kolaylaşması, zayıf işletmelerin, başarılı kadrolara bırakılmasını sağlamaktadır¹⁶.

1.1.2.2. Sermaye Piyasası Türleri

Sermaye piyasası, tasarrufların hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlere dönüştürülmesine, aynı şekilde menkul kıymetlerin de istendiği zamanda paraya dönüştürülmesine olanak sağlayacak bir ortamı oluşturmaktadır. Sermaye piyasası, işlevlerini yerine getirirken, gereksinmelere göre biçimlenen ve ayrı özelliklere sahip bulunan değişik piyasa türleri içinde gerçekleştirilmektedir.

¹⁴ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgi Kılavuzu , s.10

¹⁵ Muharrem Karslı, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İrfan Yayıncılık, İstanbul,1994, s.155.

¹⁶ Bolak s.49.

Sermaye piyasası, kendi içerisinde tasarrufların transferinde kullanılan finansal araçların ilk sunumları ile daha sonraki alım-satım ile ilgili olarak sınıflandırılmaktadır. Sermaye piyasası içerisinde yer almakta olan piyasa türleri ise birincil, ikincil, üçüncül ve dördüncül piyasalar olarak nitelenmekte ve sıralanmaktadır.

1.1.2.2.1. Birincil Sermaye Piyasası

Birincil sermaye piyasası, menkul kıymetlerin arz edilmeleriyle oluşturulan piyasa türüdür. Birincil sermaye piyasasında, dolaşıma ilk defa çıkarılan hisse senetleri ve tahviller el değiştirmektedir¹⁷. Yani birincil sermaye piyasasına fon talebinde bulunan kullanıcıların gereksinim duydukları fonları sağlamak için, fon arz eden tasarruf sahiplerine ilk kez başvurdukları, finansal araçları (hisse senedi ve tahvil) sattıkları finansal piyasalardır¹⁸. Bundan anlaşılacağı üzere birincil sermaye piyasalarının en temel özelliği fon gereksinimi duyan ekonomik birimlerin (işletme ve devlet) niteliklerine göre tahvil, hisse senedi v.b. finansal araçları, birincil elden fon arz edenlere sunmalarıdır¹⁹. Böylelikle birincil sermaye piyasasında menkul kıymetlerin satımı yoluyla elde edilen fonlar menkul kıymetleri arz eden ekonomik birimlerin kullanımına aktarılmış olmaktadır.

Tasarruf sahipleri açısından ise, hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetleri direkt olarak arz eden ekonomik birimlerden ya da bunlara arzda aracılık eden finansal kurumlardan sağlamaları durumundan birincil sermaye piyasası söz konusu olup, tasarrufları iktisadi bakımdan yatırıma dönüşmektedir.

Arz ettiği menkul kıymetleri, doğrudan birincil sermaye piyasasına sunmak isteyen işletme veya devlet için iki arz yolu vardır. Bunlar doğrudan çıkarım ya da dolaylı çıkarımdır.

Menkul kıymet arz eden kurum, piyasaya fon arz edenlerle doğrudan ilişki kurma yolunu seçmişse, bu durum menkul kıymetlerin doğrudan çıkarımıdır²⁰.

Doğrudan çıkarımın avantajı, çıkarıma aracılık eden bir finansal kurumun olmamasından dolayı çıkarım maliyetlerinin düşük olmasıdır. Ancak bunda aracılık

¹⁷ Ceylan, Korkmaz, s.17.

¹⁸ Canbaş, Doğukanlı, s.9.

¹⁹ Halil Seyidoğlu, Uluslararası Finans, Gizem Yayınları, İstanbul 1994, s.198.

²⁰ Taner, Polat, s.46.

faaliyetlerinde uzmanlaşmış bulunan finansal kurumların satıştaki etkinliğiyle, kamu otoritesi tarafından belirtilen satış süresi içinde menkul kıymetleri satmama veya gerekli finansman kaynağını bulamama olasılığı gözardı edilmemelidir²¹.

Dolaylı çıkarım: menkul kıymet arz eden kurum tasarruflarını arz edenlerle bir aracı kurum yolu ile ilişki kuruyorsa, bu durum dolaylı çıkarım olarak nitelendirilmektedir. Bu biçimde iki türlü çıkarım söz konusudur. Birincisinde, aracı kurum hiçbir mali yükümlülüğün altına girmeksizin menkul kıymetlerin satış işlemine aracılık yapar. Satış süresi içinde satılamayan menkul kıymetleri arz eden kuruma iade eder. İkinci durumda ise, aracı kurum menkul kıymetlerin arzına garanti verir. Satış süresi içerisinde satılamayan menkul kıymetleri kendisi satın alarak menkul kıymet portföyüne ilave eder ve bedelini arz eden kuruma öder.

Menkul kıymet arzı sırasında arada bir aracı kurum bulunması menkul kıymet alımının birincil sermaye piyasasında olmasına engel değildir. Birincil sermaye piyasasında önemli olan menkul kıymetleri arz eden (çıkarmadan) almaktır²².

1.1.2.2.2. İkincil Sermaye Piyasası

İkincil sermaye piyasaları, daha önce birincil sermaye piyasasına arz edilmiş olan menkul kıymetlerin tekrardan alım-satım işlemlerinin yapıldığı finansal piyasalardır.

İkincil sermaye piyasaları yatırımcılara mevcut menkul kıymetleri kendi aralarında alıp-satma izni verir. Bundan dolayı menkul kıymetler borsaları gerçekte ikinci el menkul kıymetler piyasalarıdır, fakat kendilerini, daha anlamlı gibi gördüğünden, ikincil sermaye piyasaları diye tanımlamayı yeğlerler²³. İkincil sermaye piyasaları bu durumdaki menkul kıymetlerin paraya dönüştürülmesini sağlayan finansal piyasadır ve menkul kıymet borsaları bu piyasayı tanımlamada en iyi örnektir.

İkincil sermaye piyasalarında menkul kıymetlerin el değiştirilmesi ön plana çıkarken, birincil sermaye piyasasında uzun vadeli fonların tasarruf sahiplerinden

²¹ Taner, Polat, s.46.

²² Karslı, s.26.

²³ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus, İşletme Finansının Temelleri, Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı; Literatür Yayıncılık, İstanbul 1997, s.115.

işletmelere devri söz konusudur ve birincil sermaye piyasasında yapılan hisse senedi ve tahvil satışları sonucunda işletmeye yeni sermaye girişi olmaktadır. Oysa ikincil sermaye piyasasında alım-satımı yoluyla el değiştiren menkul kıymetlerden sağlanan fonların bunları çıkaran işletmeler ve devlet ile bir ilgisi yoktur²⁴.

Menkul kıymetleri birincil sermaye piyasalarından alanlar bunları tekrar paraya dönüştürmek istediklerinde, hisse senetlerinde hiçbir zaman, tahvillerde ise vadeden önce bunları arz eden kurumlara müracaat edemezler.

Gelişmiş sermaye piyasalarında ikincil sermaye piyasalarının işlem hacmi birincil sermaye piyasalarından daha büyüktür. İkincil sermaye piyasada, yatırımcılara menkul kıymet alım satımında aracılık eden birey ve kurumlar, kendi nam ve hesaplarına alım yapan tüccarlar (dealer) ile komisyon üzerine aracılık görevi gören komisyoncular (broker)dır²⁵.

Aynı şekilde birincil sermaye piyasalardaki menkul kıymetlerin çeşitliliği ve fazlalığı ikincil sermaye piyasalardaki işlem hacminin artışını beraberinde getirmektedir. Örneğin fon gereksinimi için bir şirketin tahvil veya hisse senedi arzı (ihracı) birincil sermaye piyasalarında gerçekleşmesine karşın daha sonra bu tahvil ve hisse senetlerinin alım satımlarıyla el değiştirilerek ticaretinin yapılması ikincil sermaye piyasalarda söz konusu olmaktadır. Diğer bir ifade ile, ikincil sermaye piyasalarının önemi menkul kıymetlerin likit hale gelmesini sağlamalarıdır.

İkincil sermaye piyasalarda niteliklerine ve niceliklerine göre menkul kıymetlerin ticaretinin yapılmasının ise iki temel nedeni bulunmaktadır. Bunlar, enformasyon ile likiditasyondur. Enformasyona dayanan işlemlerde işlemi gerçekleştiren yatırımcı diğer yatırımcılardan belirli bir menkul kıymetle ilgili olarak daha fazla bilgiye sahip olduğu kanısını taşımaktadır. Bu sahip olunan bilgi menkul kıymetin ikincil sermaye piyasalarda doğru değerde (fiyatta) işlem görmediği kanaatini uyandırarak, beklentiye göre ya satım ya da alım işlemi gerçekleştirir. Likiditasyon temeline göre hareket eden yatırımcıların, ikincil sermaye piyasalarda işlemlerini gerçekleştirmelerinin nedeni ise o anda içinde buldukları likidite durumlarıdır. Yatırımcılar, fazla nakite sahip iseler ikincil sermaye piyasalardan

²⁴ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgi Kılavuzu, s.3.

²⁵ Cevat Sarıkamış, Sermaye Pazarları, Alfa Basım Dağıtım, İstanbul 1995, s.93.

menkul kıymetler satın alırlar, likidite açısından yetersiz bir konumda iseler menkul kıymetleri elden çıkartmak suretiyle nakit ihtiyaçlarını karşılarlar²⁶.

İkincil sermaye piyasası kendi içinde örgütleniş biçimlerine göre ikiye ayrılmaktadır. Örgütlenmiş piyasalar menkul kıymetlerin belirli kurallar altında işlem gördüğü, fiziki bir yerleşim yerinin ve haberleşme kolaylıklarının bulunduğu borsa türünden piyasalardır²⁷. Bu tür örgütlenmiş ikincil sermaye piyasalarda kote edilmiş menkul kıymetler işlem görmekte ve işlemler aracılar vasıtasıyla yapılmaktadır. Menkul kıymetler borsasındaki işlemler arz ve talep kurallarına uygun olarak gerçekleştirildiğinden dolayı menkul kıymetler için doğru fiyatın oluşumunu sağlarken derinliğin de gelişmesine katkı sağlamaktadır.

Serbest piyasalar ise menkul kıymetlerin belirli bir fiziki yerleşim mekanı olmaksızın ve de kote edilmeden alım-satım işlemlerinin gerçekleştiği piyasalardır. Bu tür sermaye piyasalarında menkul kıymetlerin fiyatları pazarlık yoluyla oluşmaktadır.

İkincil sermaye piyasalarında menkul kıymetler el değiştirdiğinden fon kullananlar bu değişimden doğrudan etkilenmezler, ikincil sermaye piyasalarında alınıp satılan, sermaye fonları değil birtakım kıymetli kağıtlardır²⁸.

1.1.2.2.3. Üçüncü ve Dördüncü Piyasalar

Gelişmiş ülkelerin menkul kıymetler piyasalarında gerçekleşen bazı işlem türleri, ikincil piyasaların üçüncü ve dördüncü piyasalar olarak iki alt gruba ayrılmalarına neden olmuştur.

Üçüncü piyasa, kurumsal yatırımlar arasında borsaya kote menkul kıymetlerin bloklar halinde, bir komisyoncu tarafından borsa dışında alınıp satılmasının gerçekleştiği piyasadır. İkincil piyasanın diğer türü olan dördüncü piyasa ise, menkul kıymetlerin transferleri sırasında taraflar arasında aracının bulunmadığı, işlemlerin doğrudan gerçekleştiği piyasadır. Üçüncü ve dördüncü piyasalar örgütlü

²⁶ David Blake, *Financial Market Analysis*, McGraw-Hill Book Company, London 1990, s.16-17.

²⁷ Ahmet Aksoy, *Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi*, 1988,s.75.

²⁸ Karşlı, s.27.

olmayan piyasalar olup, bu piyasalar menkul kıymet alım satımında kurumsal yatırımcıların rolünün artmasıyla birlikte gelişmiş ve işlem masraflarını azaltmak amacıyla ortaya çıkmışlardır²⁹.

1.1.2.3. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasası araçları, Sermaye Piyasası Kanunu'nda "ortaklık ve alacaklılık sağlayan, belirli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren misli nitelikte, seri halde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirtilen kıymetli evrak" olarak tanımlanmıştır³⁰.

Tanımın en önemli unsurlarından birisi menkul kıymetlerin çok sayıda ve seri olarak çıkarılmasıdır. Bu durum menkul kıymetlerin dolaşım yeteneğini yükseltmekte, borsalarda kote edilmesine, alınıp satılmasına, bankalar tarafından saklanıp ilgili işlemlerin yapılmasına olanak vermektedir³¹.

Sermaye piyasası mevzuatımıza göre menkul kıymetlerin içinde değerlendirilen sermaye piyasasına ait finansal araçlar hisse senedi, hisse senedi türevleri, tahviller, hazine ve finansman bonoları ile kar ve zarar ortaklığı belgeleri v.b. dir.

1.1.2.3.1. Hisse Senetleri

Hisse senetleri anonim şirketler tarafından çıkartılan ve yatırımcıya sermaye payını temsilen, ortaklık hakkı, mali haklar veren kıymetli evrak niteliğindeki sermaye piyasası araçlarıdır³². Hisse senetleri, sahip olan yatırımcı açısından bir finansal varlık olurken, aynı anda arz eden işletme için de bir finansal sorumluluğu ifade etmektedir. Bir hisse senedi, ya bir gelir şeklinde ya da fiziki sermaye veya değer şeklindeki gerçek kaynaklara karşı sunulan bir hak iddiasıdır³³.

²⁹ Cemil Küçüksözen, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, SPK Yayın No:131, 1999 Mayıs, s.8.

³⁰ SPK madde

³¹ Zühtü Aytaç, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s.43.

³² Hamdi Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, 1992, s.33.

³³ Blake, s.12.

Hisse senedi, işletmelerde sahipliği gösteren bir belgedir. Hisse senedi, sahibi ile hisse senedini arz eden işletme arasında bir ortaklık bağına oluştururken aynı zamanda taraflara karşılıklı olarak hak ve yükümlülükler de yüklemiştir.

Hisse senedinin sahiplerine sağlamış olduğu haklar ise idari ve mali nitelikli haklar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İdari haklar, hisse senedi sahiplerine işletme genel kurullarına katılma, işletme yönetimine seçilme, işletme faaliyetleri hakkında bilgi alma ve denetleme hakkı ile iptal davası açabilme hakkıdır. Mali haklar ise, işletme gelirinden payı oranında gelir alma (temettü alma), sermaye artırımlarında öncelikli alma hakkı (rüçhan kullanım hakkı), işletme tasfiyesi halinde tasfiye bakiyesine katılma hakkıdır. Hisse senedinin devri ile bütün bu haklar yeni müktesibe geçer. İşletme açısından değerlendirildiğinde ise hisse senedi özkaynak niteliğinde finansman sağlayan finansal bir araçtır. Ayrıca işletme bakımından her hisse senedi bir "hukuki birim"i oluşturmakta ve hukuken bölünmesi mümkün olmamaktadır³⁴.

Anonim şirketler, öz sermaye gereksinimlerini hisse senedi arz ederek karşılamaktadırlar. Ancak bazı durumlarda işletmeler arz ettikleri hisse senetlerinin tümünü halka sunmayabilirler. Halka sunulmayan bu hisse senetleri işletme kasasında tutulduğundan (envanterinde) kasa hisse senetleri olarak adlandırılır³⁵. Yatırımcıların ellerinde bulundurdukları hisse senetleri çıkarılmış veya dolaşımdaki hisse senetleri olarak ifade edilir. Anonim şirketler açısından daha fazla fon temini sağlamak üzere, daha fazla hisse senedi çıkarılabilir. Ancak anonim şirketlerin ortaklarının onayı olmadan çıkarabilecekleri sermaye tavanı söz konusudur. Bu tavan ise kayıtlı sermaye olarak ifade edilir.

Hisse senedi sahipleri şirketin sermayesi üzerinde doğrudan ve kolayca çoğunluk sağlayabilmelerine göre etkili yatırımcı (involved investor) veya etkisiz yatırımcı (uninvolved investor) konumlarından birinde bulunabilirler. Etkili yatırımcılar, her biri çok sayıda hisseyi temsil eden, az sayıdaki hisse senedi sahipleridir. Etkisiz yatırımcılar ise, aksine, kişi başına ellerinde bulundurdukları hisse senedi sayısı çok az oluşu ve sermayenin atomize dağılımı nedeniyle sayılan

³⁴ Mustafa Sağcan, Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, İzmir 1987, s.58.

³⁵ Brealy, Stewart, Myers, s.343.

büyük hacimlere ulaşan hissedarlardır. Her iki grubun ortaklık ve mali hakların kullanımını açısından beklentileri bazen birleşmekte, ancak çoğunlukla farklılaşmaktadır. Etkili yatırımcılar için temel motif hisse senetlerinin piyasa değeri artışıdır, bunların dividant (temettü) politikasındaki genel tercihleri, otofinansman paylarının ağırlık taşımasıdır. Etkisiz yatırımcılar ise, beklentilerini öncelikle yüksek dividant düzeyleri üzerinde kurarlar. Her iki kesimin ortak düşüncesi hisse senedine yatırılan finansal kaynağın kısa dönemi aşan sürelerde, getiri sağlama şansının yaratılmasıdır³⁶.

Mevzuatımıza göre anonim şirketler ile hisseleri paylara ayrılmış komandit şirketler hisse senedi çıkarma hakkına sahiptirler. Buna karşın zorunlulukları yoktur. Hisse senedi ihraç etmeksizin de varlığını sürdürebilirler. Ancak bu paya tedavül kabiliyeti kazandırmak, halka arz etmek, hisse senetlerini borsaya kote ettirmek vb. sebeplerle hisse senedi ihraç etmektedirler. Menkul kıymetler borsasında sadece anonim şirketlere ait hisse senetleri gerekli şartları yerine getirmek kaydıyla kote edilebilir ve menkul kıymetler borsasında alım-satım işlemleri gerçekleştirebilirler³⁷.

1.1.2.3.1.1. Hisse Senedi Türleri

Hisse senetleri değişik açılardan türlere ayrılabilirler.

i-) Hisse senedi sahiplerine sağladıkları haklara göre hisse senetleri:

- Ayrıcalıklı (imtiyazlı) hisse senetleri
- Adi hisse senetleri

Ayrıcalıklı hisse senetleri, sahiplerine ekonomik ve hukuki açılardan bazı ayrıcalıklar tanımaktadır. Bu ayrıcalıklar, yönetim ayrıcalığı, kar payı ayrıcalığı veya tasfiye varlığı üzerinde ayrıcalıklar olarak belirmektedir. İşte, belirtilen türde ayrıcalıklarla çıkartılan hisse senetlerine ise imtiyazlı hisse senetleri denilmektedir. İmtiyazlı hisse senetlerinin sahibine sağladığı ayrıcalık konusu ve şartlarının işletme ana sözleşmesinde açıkça belirtilmesi zorunludur. Bu ayrıcalıklar, temelde

³⁶ Taner, Polat, s.129.

³⁷ Cevdet A. Kayalı, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Kurumsallaşma sürecini belirleyen Unsurların Analizi, Basılmamış Doktora Tezi, D.E.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir 1999, s.25

kazanılmış haklar olmayıp gerektiğinde sınırlandırılması, niteliklerinin değiştirilmesi ve kaldırılması mümkün olabilmektedir³⁸.

Günümüzde halka açık ortaklıklarında, imtiyazlı hisse senetleri grubu yaygın kullanım alanı bulmamaktadır. Bununla birlikte, daha önce ya da az sayıda ortak ile kurulmuş, başarı kazanmış, gerek bu başarının, gerekse piyasa değerindeki değişmelerin sonucu olarak özsermayesi nominal sermayesine göre aşırı değerlenmiş bir ortaklığın halka açılmasından, eski ortaklar, çoğunlukla yenilerin kendileriyle aynı haklara sahip olmalarını pek istemediklerinden, bunu engellemek için, bedelsiz sermaye artırımını ile sermayenin sulandırılması yoluna gidebilmektedirler. Ayrıca ana sözleşmede değişiklik yapıp, eski hisseleri kar dağıtımına katılma ya da oy hakkı açısından ayrıcalıklı duruma getirerek ve bunlara A grubu hisse senedi adını verip, daha sonra halka açılarak yeni ortaklara B grubu olarak adlandırılan adi hisse senetlerini ihraç edebilmektedirler³⁹.

Adi hisse senetleri ise, sahiplerine işletme sermayesindeki oranı kadar oy hakkı verirken aynı zamanda şirket sermayesindeki oranı kadar pay alma hakkı vermektedir.

ii-) Dolaşım yeteneğine göre hisse senetleri:

- Ada (nama) yazılı
- Taşiyana (hamiline) yazılı

Ada (nama) yazılı hisse senetleri, işletme pay defterinde yazılı kişi adına düzenlenir. Bunlar ancak ciro ve devir yoluyla el değiştirirler. Doğal olarak pay defterindeki kaydın da devirden sonra değiştirilmesi gereklidir⁴⁰.

Ada (nama) yazılı hisse senedi çıkartılabilmesi için hisse bedellerinin tamamının ödenmiş olması ve işletme ana sözleşmesinde bu konuya ilişkin hüküm bulunması gerekmektedir. Taşiyana (hamiline) yazılı hisse senedinde ise sadece hisse senedinin hamiline olduğu belirtilir. Taşiyana (hamiline) yazılı hisse senetlerinin yatırımcıya sağladığı en önemli üstünlük, hisse senedi sahipliğinin teslim ile devredilebilir olmasıdır.

³⁸ Bolak, s.77.

³⁹ Karşlı, s.343.

⁴⁰ Canbaş, Doğukanlı, s.33.

iii-) Primli ve primsiz hisse senetleri:

Nominal değerleriyle çıkarılan hisse senetlerine primsiz, nominal değerinin üzerinde bir değer ile çıkarılan hisse senetlerine primli hisse senedi adı verilmektedir. Türk Ticaret Kanunumuza göre nominal değerinin altında bir bedel ile hisse senedi çıkarılamaz⁴¹.

iv-) Bedelli-bedelsiz hisse senetleri:

Bedelli hisse senetleri yeni taahhüt ve ödeme yolu ile çıkarılan ve karşılığında ortaklık dışı kaynaklardan ortaklığa fon akışını sağlayan senetlerdir. Bu hisse senetleri ya kuruluş aşamasında ya da sermaye artırımlarından rüçhan hakkı kullanımıyla eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınırlar⁴².

Bedelsiz hisse senetleri ise, yedek akçe, alıkonulan karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonu, taşınmaz mal satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılan ve karşılığında işletme dışından yeni bir ödeme söz konusu olmayan senetlerdir. Bu nedenlerden ötürü bu hisse senetlerini sahip olma hakkı, özkaynaklar içinde zaten yer alan bazı kalemlerin esas sermayeye katılması karşılığında çıkarıldığı için, mevcut ortaklara ait olmaktadır.

1.1.2.3.2. Tahvil

Tahvil, devletin veya anonim şirketlerin dış finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere arz (ihraç) ettikleri uzun vadeli borç senetleridir. Senet hamiline, tespit edilmiş muayyen bir miktar faizi, tespit edilmiş zaman boyunca ve vade sonunda söz konusu borcu geri ödeme konusunda taahhütlerini ihtiva eden borç delili ve sertifikasıdır⁴³.

Tahvillerin tanımı, Türk Ticaret Kanunu'nun 420. maddesinde yapılmıştır. Buna göre, "Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine tahvil denir" şeklindedir⁴⁴.

⁴¹ TTK. Madde 286.

⁴² Bolak, s.77.

⁴³ Oğuz Kürşat Ünal, Menkul Kıymetler, Afşaroğlu Matbaası, Ankara 1988, s.69.

⁴⁴TTK., madde 420.

Tanımdan anlaşılacağı gibi, yasa tahvil çıkarma olanağını sadece anonim şirket statüsündeki işletmelere tanımıştır. Ancak özel yasalarla, anonim şirketler dışında bazı kamu tüzel kişilerinin de tahvil çıkarmalarına olanak sağlamıştır.

Uzun vadeli finansman ihtiyacını tahvil çıkarma yoluyla sağlamaya çalışan anonim şirket, tahvil sahipleri ile geçici bir ilişki kurmaktadır. Tahvil sahipleri ile anonim şirket arasındaki ilişki ödünç sözleşmesi mahiyetindedir. Bu ilişki, anonim şirketin çıkardığı tahvil şartlarına göre değerlendirilir. Başka bir ifadeyle, anonim şirket ile tahvil sahipleri arasındaki ilişkiyi, taahhütname veya izahname çıkarılmış olduğu hallerde bu belgeler tayin etmektedir⁴⁵.

Anonim şirketlerin açısından tahviller, özsermayeyi destekleyen yabancı ve dış sermayeyi getirmektedir. Şirket, özellikle işletme sermayesi gereksinimi durumunda, hisse senetlerini halka arz etmek yoluyla sermaye artırımına yönelmek yerine, tahvil ihracı yolu ile finansman ihtiyacını gidermektedir. Şirket yönetiminin bu yola başvurmasındaki nedenler şüphesiz finansman maliyeti faktörünün yanında şirket yönetimini elde tutma arzusudur.

1.1.2.3.2.1. Tahvil Türleri

Uygulamada tasarruf sahiplerinin ilgisini çekebilmek ve tahvil ihracında başarılı olabilmek için alacak hakkından başka, bazı ek haklar ile güvenceler sağlayan yeni tahvil tipleri geliştirilmiştir. Bunları değişik açılardan sınıflandırmak mümkündür.

i-) Borçlu kurumun niteliğine göre tahviller

Borçlu kurumun niteliğine göre tahviller iki gruba ayrılmaktadır:

- Kamu sektörü tahvilleri
- Özel sektör tahvilleri

Kamu tahvilleri, devletlerin ve diğer kamu kuruluşlarının bütçe açıklarını kapatmak, kısa veya uzun vadeli finansman gereksinimlerini karşılamak ya da kamu yatırımlarının finansmanını sağlamak amacıyla direkt olarak finansal kurumlara veya halka arz ettikleri tahvillerdir. Kamunun arz (ihraç) etmiş olduğu tahvilleri faiz ve

⁴⁵ Ali Bozer, Celal Göle, Bankacılar İçin Kıymetli Evrak Hukuku Bilgisi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Yayın No: 298, Zirve Ofset, Ankara 1996, s.258.

anapara ödemeleri açısından bir risk unsuru taşımamalarının nedeni devlet teminatı altında olmalarıdır. Bununla birlikte devlet tahvilleri, enflasyon nedeniyle meydana gelebilecek paranın değer kaybı açısından sınırlı da olsa bir risk unsuru taşımaktadır. Günümüzde devletlerin üstlendikleri görevleri yerine getirebilmek açısından yeterli finansman kaynaklarına sahip olamamaları borçlanma gerekliliğini artırırken, devlet tahvillerinin önemini, hem ulusal hem de uluslararası sermaye piyasalarında işlem hacimleri bakımından önemli konuma getirmiştir⁴⁶.

Özel sektör tahvilleri ise, anonim şirketler tarafından uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamak üzere çıkarılmış tahvillerdir.

ii-) Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil

Genelde yeni kurulmuş olan işletmelerin karlılık performanslarının yüksek olmaması, buna bağlı olarak hisse senedi değer artışlarının kısa vadede düşük olması kuruluş aşamasında istenen ölçüde hisse senedi arzını gerçekleştirmelerine engel olmaktadır. Bu durumda işletme uzun vadeli finansman ihtiyacını tahvil arz (ihraç) etmek suretiyle karşılamak isteyecektir. Tahvil arzı (ihracı) sırasında şirket tahvil sahiplerine bir süre sabit faiz gelirinden yararlanma ve dilerse belirli bir süre sonra tahvilini hisse senedi ile değiştirilerek işletme ortağı durumuna geçme olanağı sağlamaktadır. Böylelikle hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil de yatırımcı tahvil gibi menkul kıymetlerin gelir yönünden belirli olma özelliğini hisse senetlerinin değer kazanma potansiyeli ile birleştirme olanağına kavuşmaktadır⁴⁷.

iii-) Güvence durumlarına göre tahviller

Güvence unsuruna göre tahviller iki alt grup altında incelenmektedir;

- Güvencesiz tahviller
- Güvenceli tahviller

Güvencesiz tahviller, faiz ve anapara geri ödemesine göre bir öncelik ve kefaletin bulunmadığı tahvillerdir.

Güvenceli tahviller ise, faiz ve anapara geri ödemelerinde bir teminatın verildiği tahvilleri ifade etmektedir. Bu teminat tahvil bedelinin zamanında ödenmesi

⁴⁶ Kayalı, s.33.

⁴⁷ Canbaş, Doğukanlı, s.45.

ile faizinin de karşılanacağını ifade edebileceği gibi, bunlardan yalnız birisi için de geçerli olabilmektedir⁴⁸.

1.1.2.3.3. Finansman Bonoları

Finansman bonusu, kredibilitesi yüksek güçlü işletmelerin kısa süreli, genelde güvencesiz ve taşıyan adına (hamiline) çıkardıkları borçlanma senetleridir.

Nitelikli işletmeler, işletme sermayesi gereksinimini karşılamak amacıyla bu senetleri çıkarmaktadırlar. Bu senetleri talep eden yatırımcılar ise; para piyasası elemanları, örneğin likit fazlalığı bulunan kişi ve kurumlar ile kurumsal yatırımcılardır⁴⁹.

Finansman bonoları şirketler tarafından birincil sermaye piyasalarında tasarruf sahiplerine direkt iskontolu olarak ihraç edilmekte ve ikincil sermaye piyasalarında ise alım-satımı yapılmaktadır.

1.1.2.3.4. Hazine Bonoları

Kamunun zaman açısından gelir gider arasındaki kaymaları, ileriki dönemlerde sağlanacak bütçe gelirlerine karşı ortaya çıkan açıkları kapatma, enflasyon ile mücadelede piyasada bulunan emisyon hacmini daraltmada ve kamu kesiminin sermaye piyasasından yararlanmasını sağlamak üzere iskontolu olarak çıkartılan finansal araçlardır⁵⁰.

Hazine bonoları, kısa vadeli ve risk unsuru taşımaması nedenlerinden dolayı talebi artarken, kamu borçlanma kağıtları içerisindeki nisbi önemi artmaktadır.

1.1.2.4. Sermaye Piyasası Kurumları

Sermaye piyasalarında fon arz edenlerle, fon talep edenler arasında fon akışını düzenleyen finansal araçlar vardır. Bu finansal kurum niteliğindeki araçlar, fon akışı sağlamanın yanında finansal araçların çeşitliliği, vade, miktar ve risk

⁴⁸ Bozer, Göle, s.259.

⁴⁹ Abdurrahman Fettahoğlu, Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No: 255, Adalet Matbaacılık Tic. Ltd. Şti., Ankara 1991, s.67-68.

⁵⁰ Fettahoğlu, s. 86.

ayarlama ile fon aktarma maliyetlerinin düşüklüğünü de sağlayarak tasarrufların yatırımlara dönüşmesine olanak sağlamaktadırlar.

1.1.2.4.1. Yatırım Bankaları

Uzun vadeli fon transferinin gerçekleşmesini sağlayan bir aracı kurum niteliğindeki yatırım bankaları; ticaret/mevduat bankası gibi mevduat kabul etmedikleri gibi, mevcut fonlarını da yatırıma yöneltmezler⁵¹. Başlıca faaliyet alanları ise, işletmelerin uzun vadeli fon gereksinimleri için çıkarmış olduğu menkul kıymetleri (tahvil, hisse senedi) satın alarak kendi nam ve hesaplarına halka arzı taahhüt etmek, (underwriting) menkul kıymet çıkaracak olan işletmelerle, kurumsal yatırımcı kurumlar arasında aracılık yapmak, işletmelerce ihraç edilecek tahvillerin ana para ve faizlerinin vadelerinde ödeneceğinin garanti edilerek satışlarını kolaylaştırmak, işletmelere halka arz gibi konularda, yatırımcılara ise fonlarını değerlendirmede ve çıkarlarını korumada danışmanlık hizmeti vermektedir⁵².

1.1.2.4.2. Kalkınma Bankaları

Kalkınma bankaları, özellikle sermaye piyasalarının gelişmemiş olduğu ve bankacılık sisteminin girişimlere yatırımların gerektirdiği biçim ve ölçüde kaynak sağlamada yetersiz kaldığı az gelişmiş ülkelerde, bir yandan yatırımlara orta ve uzun vadeli yeterli kaynak sağlamaya çalışırken, öte yandan kalkınmayı engelleyen teknoloji, bilgi ve tecrübe yetersizliği, yönetim becerisi eksikliklerini giderici destekler sağlarken, bu alandaki sorunları çözme yoluyla ülke kalkınmasını hızlandırmayı amaçlayan finansal kurumlardır⁵³. Çoğunluğu kamu desteğiyle kurulmuş olan kalkınma bankaları sanayileşmenin, başlangıç aşamasında girişimciliğe teşvik edici olmanın yanında orta ve uzun vadeli fon temini, sanayileşmenin hızlanma aşamasında ise, sermaye piyasalarının hisse senedi arzıyla gelişmesine katkıda bulunmaktadır. Gerektiğinde sermaye piyasasının bir aracı kurumu gibi çalışarak,

⁵¹ Gönenli, s.433.

⁵² Öztin Akgüç, Orta ve uzun Vadeli Krediler ve Finansman Kurumları, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No:47, Ankara, 1975, s.258.

⁵³ M. Kemalettin Çankar, Kalkınma Bankacılığı ve Türkiye'deki Uygulaması, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:374, Eskişehir 1988, s. 52.

hisse senedi ve tahvil arzında aracılık yaparak, garantiler vererek, böyle bir piyasanın çekirdeğini oluşturmaktadırlar⁵⁴.

1.1.2.4.3. Aracı Kurumlar

Kurumlaşmış bir yapı içinde tasarruf sahipleri, sermaye piyasası araçlarını satın alarak, tasarruflarını fon talep edenlere aktarmaktadırlar. Böylece ortaklık veya alacaklık ilişkisi kurulmaktadır. Bu sistemde tasarrufçu, hem iyi gelir getiren, hem de güvenli bir yatırım yapmak istemektedir. Fakat sermaye piyasasında, verimlilik hesapları yapmak, risk unsurunu değerlendirmek başlı başına uzmanlık istemektedir. Bunun yanında, tasarruf sahibi mevzuattan, ekonomik ve mali gelişmelerde habersizdir. Bu nedenle halkın tasarruflarını, sermaye piyasasına kanalize etmesini zorlaştırmakta ve atıl durumda kalmasına yol açabilmektedir⁵⁵.

Tasarrufçunun, birikimlerini çeşitli yatırım alanlarına dağıtarak üstlenilen riske göre en verimli şekilde değerlendirilmesini sağlamak üzere sermaye piyasasında bazı aracı kurumlar söz konusudur. Bu aracı kurumlar, tasarrufçularının kazançlarını maksimize etmenin yanında sermaye piyasasından fon talep edenler için de gereklidirler. Bunun nedeni de, kendi içerisinde bir kurallar bütünü olan sermaye piyasasına arz edilen menkul kıymetlerin tasarruf sahiplerine pazarlanmasının sağlanması, gerekli araştırmaların yapılması, piyasada oluşan fiyat ve faiz dalgalanmalarına karşı tedbirlerin alınması, bu konularda uzmanlaşmış kurumlarla gerçekleşmesini zorunlu kılmaktadır.

Ayrıca, arz edilen menkul kıymetlerin bizzat arz eden tarafından sermaye piyasasına sunulması, çoğunlukla işletmenin normal faaliyet konusu dışındadır. Menkul kıymet arzının hacmi ve de hedef kitlesinin fazla geniş olmadığı takdirde, işletmenin menkul kıymetlerini, borsa komisyoncuları kanalı ile sermaye piyasasında pazarlaması mümkünse de, büyük işletmeler mutlaka bir aracı kurumla anlaşmaktadırlar⁵⁶.

⁵⁴ Öztin Akgüç, Kalkınma Finansmanında İhtisas Bankacılığı, Sempozyum Tebliği, Desiyab A.Ş. Yayınları, No:18, Ankara 1983, s. 35.

⁵⁵ Çağlar Manavgat, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Yayın No:251, Feryal Matbaacılık San. Ve Tic. Ltd. Şti., Ankara1991, s.12.

⁵⁶ E.R. Willet, Fundamentals of Securities Markets, Rev. Edition, New York 1971, s.9.

Birincil sermaye piyasalarında hem tasarruf sahipleri, hem de fon talep edenler açısından büyük önem taşıyan aracı kurumlar, aynı zamanda menkul kıymetlerin ikincil sermaye piyasalarında ticaretin yapılması aşamalarında yer almaktadır. Böylelikle aracı kurumlar, sermaye piyasasının gelişmesiyle derinlik kazanmasında, hem de sermaye piyasalarında güven ve istikrar ortamının oluşmasına katkı sağlamaktadırlar.

Aracı kurumların faaliyet alanları ülkelere göre değişiklik göstermekle beraber, ticaret/mevduat bankaları, yatırım ve kalkınma bankaları, bankerlik kurumları ile borsa komisyoncuları aracı kurum olarak değerlendirilmektedir.

1.1.2.4.4. Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları, arz ettikleri hisse senetleri karşılığında toplamış oldukları fonlarla, esas olarak hisse senetleri ve tahvillerden oluşan menkul kıymetler portföyü kurup yöneten kurumsal yatırımcılardır⁵⁷. Yatırım ortaklıklarının portföylerinde değişik sektörlerde faaliyet gösteren işletmelere ait menkul kıymetlerin bulunması, ayrıca bunların yanında kamuya ait menkul kıymetlerin de bulunması riski dağıtmakta, yatırımcılardan bir kısmı beklenenin aksine zarar ediyor olsa bile, diğer karlı menkul kıymetlerin getirileri, zararı karşılama olanağı yaratmaktadır⁵⁸.

Bugün için gelişen ve karmaşık hale gelen bir sermaye piyasasında, bireysel tasarrufluların yatırım yapacakları menkul kıymetleri seçmeleri oldukça güçtür. Tasarruf sahipleri, menkul kıymetleri işletmelerden doğrudan satın aldıkları durumda, risk dağılımını sağlayamamaktadırlar. Yatırım ortaklıkları, farklı alanlara ve farklı menkul kıymetlere yatırım yaptıklarında risk dağılımını sağlayabilmektedirler.

1.1.2.4.5. Yatırım Fonları

Yatırım fonu, aynı finansal hedefleri paylaşan kişiler ve kurumlar yararına yatırım yapan bir ortaklıktır. Fon, değişik miktarlarda yatırım yapan birçok kişinin parasını bir havuzda toplamasıdır. Profesyonel fon yöneticileri, havuzdaki bu parayı

⁵⁷ Selim Soydemir, Kurumsal Yatırımcı Olarak Yatırım fonları ve Ortaklıkları, İşletme ve Finans Dergisi, Nisan-Mayıs 1993, s.11-12.

⁵⁸ K. Frank Reilly, Investment Analysis and Portfolio Management, The Dryden Press, 1994, s.878.

pay sahiplerinin finansal hedeflerine ulaşmalarına yardımcı olacağı farklı hisse senetleri, tahviller ve para piyasasının araçlarını almak için kullanılmaktadırlar. Yatırım fonlarında önemli olan bir husus da, tasarruf sahiplerinin yatırımının değerini bilmesi için bir yol, yani fon içindeki menkul kıymetlerin günlük fiyatlanması ile tasarruf sahiplerinin istedikleri anda yatırmış oldukları paranın bir kısmını geri alabilmek için bir yol, diğer bir deyişle fonun günlük olarak alınıp satılabilir olmasıdır⁵⁹. Böylelikle yatırım fonları, küçük tasarruf sahiplerine yatırımlarında risk dağıtımını, portföy yönetimi ile likidite olanaklarını sağlarken, işletmelerin kısa vadeli likit fazlalarını değerlendirme olanağı sağlamaktadır.

Yatırım fonları, pay sayısının değişebilirliğine göre kapalı ve açık uçlu fonlar olmak üzere ayrılabilirler. Açık uçlu yatırım fonları, yatırımcılar tarafından talep edildiğinde pay sayısı arttırılabilen, yatırımcılar tarafından paylar iade edildiğinde ise pay sayısı azaltılabilen fonlardır. Açık uçlu yatırım fonlarını, yatırım açısından cazip kılan iki özelliği vardır. Bunlar, istenildiği anda paraya dönüşebilme özelliği (likidite) ve pay fiyatının günlük olarak ayarlanabilmesidir⁶⁰.

Kapalı uçlu yatırım fonları ise katılma belgelerinin sayısı belirli ve sınırlıdır. Yatırım fonları, yeni katılım belgesi arz edemez veya geri satın alamaz. Bu belgeler menkul kıymet borsasına kota edilebilir nitelikte olup, değeri ikincil finansal piyasalarda oluşturulabilmektedir⁶¹.

1.1.2.4.6. Halka Açık İşletmeler

Bir işletme Sermaye Piyasası Kanunu kapsamına, menkul kıymetlerini yani tahvil, hisse senedi ve benzeri araçlarını halka arz ettiğinde girmektedir. Bu kanuna göre, işletmenin halka açık veya kapalı olduğu dikkate alınmamaktadır. Halka kapalı işletme bu kanun kapsamına, finansmanını tahvil ihraç ederek sağladığında girmektedir. Bu işletmelerin, hesap ve raporlarında açıklık olması ve ilan edilme esası kanunda belirtilmektedir ve Sermaye Piyasası Kurulu denetimi altına girmektedir.

⁵⁹ Gürman Tevfik, Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama, İş Bankası Kültür Yayınları No:342, Tisamat Basım Sanayi, Ankara 1995, s.5.

⁶⁰ Gürman, s.6-7.

⁶¹ Bolak, s. 91.

Halka açık işletmeler ise, kanunda hisse senetlerini halka arz eden ortaklıklar olarak ifade edilmektedir ve Sermaye Piyasası Kanunu, bu işletmeleri daha sıkı denetlemektedir ⁶².

Menkul kıymetlerini arz eden kurumlar, devlet ve diğer kamu kuruluşları ile anonim şirketlerdir. Devlet ve kamu kuruluşlarının menkul kıymetlerini arz etmelerinin nedenleri, bütçe açıklarını kapamak, hazinenin kısa vadeli ihtiyaçlarını karşılamak, kamu yatırımlarının finansmanını sağlamaktır. Anonim şirketler, sermayelerini genişletmek üzere hisse senedi çıkarabilmekte ve büyük miktarlarda borç sermaye toplamak için tahvil çıkarabilmektedir ⁶³.

Sermaye piyasasına arz edilecek sermaye piyasası araçlarının büyük bir bölümünü çıkaran anonim şirketler, Türk Ticaret Kanunu'na göre '... bir ünvana sahip, esas sermayesi muayyen ve paylara bölünmüş olan borçlarından dolayı yalnız mal varlığı ile sorumlu olan şirketlerdir' (madde 269). Anonim şirket için, sermayesi paylara bölünmüş ticari ve sermaye şirkettir diye genel bir tanımlama yapılabilmektedir.

Anonim şirketler yasa ile yasaklanmamış her türlü 'iktisadi maksat ve konular' için, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın izniyle kurulabilmektedirler. Esas sözleşmede ortaklığın konusunun sınırlarının açıkça belirtilmesi şarttır.

Anonim şirketlerin asgari sermayesi 5 milyar olup, sermayesini hisse senetleri temsil etmektedir. Hisse senetlerinin itibari değeri en az 500 liradır (TTK madde 399) ⁶⁴.

2499 sayılı SPK'nun hükümlerinde kesin bir ayrıma tabi tuttuğu iki türlü anonim şirkete yer verilmiştir. Bunlar; ⁶⁵

- Menkul kıymetleri halka arz olunan ortaklık
- Halka açık anonim ortaklıktır.

⁶² Karslı, s.75.

⁶³ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgi Kılavuzu, s.26-31.

⁶⁴ Vural Günel, Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri, IMKB Yayınları, İstanbul 1997, s.185-187.

⁶⁵ Ünal Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, Es Yayınları, İstanbul 1982, s.35.

2499 sayılı kanunda, 'Menkul kıymetleri halka arzolunan ortaklık' kavramı birçok yerde kullanılmasına karşılık, 'Halka açık anonim ortaklık' kavramına rastlanılmamaktadır. Fakat 23.04.1992 tarih ve 3794 sayılı kanunun bazı maddelerini değiştirmiş ve yeni düzenlemede 'halka açık anonim ortaklık' kavramını tanımlamıştır. Madde 2/g: Halka Açık Anonim Ortaklık: Hisse senetlerini halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıktır.

Burada dikkati çeken nokta, sermaye paylarını temsil eden hisse senetlerinin halka arzıdır; diğer menkul kıymetlerin halka arzedilmiş olması halinde, bunları arzetmiş ortaklıklara ise 'menkul kıymetleri halka arz olunmuş anonim ortaklıklar' denilmektedir.

'Menkul kıymetleri halka arzolunan ortaklık' ile 'Halka açık anonim ortaklık' kavramları incelendiğinde, ilk kavramın daha kapsamlı olduğu anlaşılmaktadır. Halka açık anonim ortaklık, aynı zamanda menkul kıymetleri halka arzolunan ortaklıktır. Fakat bunun tersi doğru değildir. Mesela, bir aile anonim şirketi tahvil ihraç etmiş ise menkul kıymetlerini (tahvilleri) halka arz etmiş demektir. Fakat, halka açık anonim şirket kimliğine sahip değildir.

Halka açık anonim ortaklıklara, TTK'na tabi diğer anonim ortaklıklara şu ayrıcalıklar getirilmiştir:

- Kayıtlı sermaye sistemi, madde 12,
- Tahvil çıkarma, madde 13,
- Kar dağıtımı, madde 15,
- Kamuyu aydınlatma, madde 16,
- Denetim, madde 11.

Türkiye'de halka açık şirketlerin sayısında görülen artış, sanayideki gelişmeyle paralellik göstermektedir. Ortaklıkların, sorumluluk ve risklerinin sınırlı tutulması, küçük tasarruf sahiplerinin sanayi kuruluşlarına para yatırmalarını kolaylaştırmaktadır⁶⁶.

⁶⁶ Günal, s. 187.

İKİNCİ BÖLÜM

HALKA ARZ

2.1. Halka Açılma Kavramı

İşletmeler, belli bir büyüklüğe ulaşıncaya kadar sermaye ihtiyaçlarını içsel kaynaklardan sağlamaktadırlar. Büyüklük arttıkça içsel kaynaklardan sağlanan fonlar yeterli olmamaktadır. Özellikle enflasyon oranının yüksek olduğu piyasalarda, dışsal kaynak ihtiyacı daha da artmaktadır.

İşletmeler fon ihtiyaçlarını, kendi kaynakları dışında, para ve sermaye piyasasından karşılamaktadırlar. Para ve sermaye piyasalarından işletme fon ihtiyaçlarını karşılarlarken, mali yapısını, borç/özsermaye oranını bozmayacak şekilde davranmak zorundadır. Bunun anlamı, işletmenin dönen varlıkları kısa vadeli finansal kaynaklarla sermaye piyasalarından sağlanmasıdır⁶⁷.

İşletmelerin sermaye ihtiyaçlarını sağlama yollarından birisi, hisse senetlerini halka arz etmeleridir, yani tabana yaymalarıdır. Sınırlarını genişletme imkanları, yalnızca borçlanma ve gerçek sahipleri, işletmenin varolan hissedarları ile uzun süreli olarak finanse edilemediği takdirde, işletme halka açılmaya karar verir⁶⁸. Bir işletmenin halka açılma nedeni, hissedar sayısını ve sermaye kaynaklarını arttırmaktır, böylelikle fon ihtiyacını karşılayabilmekte ve değerini yükseltmektir.

Halka arz kavramının genel tanımı, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için, her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini, hisse senetlerinin borsalar veya diğer teşkilatlanmış piyasalarda devamlı işlem görmesidir. Sermaye Piyasası Kanununa göre ise halka arz, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla payların veya hisse senetlerinin satışı şeklindedir⁶⁹.

⁶⁷Yavuz Akbulak, Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk:Halka Açılma, Bankacılar Dergisi, Sayı 15,1995, s.52.

⁶⁸ J. Fred Weston, Besley, Eugene F. Brigham, Essentials of Managerial Finance, 11th ed., 1996,s.682.

⁶⁹ 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı SPK, m. 3/c.

İşletmenin halka açılması ile halka arzı ifadelerini birbirinden ayırmak gerekmektedir. Halka açılma, halka kapalı bir işletmenin hisselerini ilk olarak hisse senedi piyasasına (birincil sermaye piyasasına) sunmasıdır. Halka arz ise, daha önceden de hisselerini piyasaya sunmuş yani halka açık işletmenin, büyümesini sürdürebilmek için zaman zaman zaman hisse senetlerini veya tahvil ihraç etmesidir⁷⁰.

Herhangi bir menkul kıymet arzı işletmenin yönetim kurulu tarafından resmen onaylanmak zorundadır. Eğer bir hisse senedi arzı, işletmenin kayıtlı sermayesinde bir artış gerektirirse, hissedarların onayı alınmalıdır .

Halka açık işletmeler ya tüm yatırımcılara arz ederek, ya da sadece mevcut hissedarlarla sınırlı rüçhan haklı arz yaparak menkul kıymet arz edebilmektedirler. Son durumda işletmeler hissedarlara 'cazip' bir fiyattan biraz daha hisse senedi satın alma fırsatını veya hakkını önermektedirler.

İşletmeler, ek sermaye arttırımına gitmeden de halka açılabilirler. Örneğin, Ford Motor şirketine sadece Ford ailesi sahip idi. Henry Ford ölünce, kendi hissesinin büyük bir bölümünü Ford şirketine bıraktı. Sonra şirket, bu hisselerin bir bölümünü halka arz ettiğinde, Ford Motor Şirketi, bu işlemle hiç sermaye arttırımı yapmadan halka açılmış oldu⁷¹.

Bir işletme, halka açılma kararı sonrasında yapısında en az dört temel değişiklik gerçekleştirecektir⁷²;

- Finansal planlama ve kontrolde Du Pont sistemi ve rasyo analizi gibi finansal tekniklere duyulan ihtiyaç artacaktır.
- Kurucular, kontrolün çoğunluğunu ellerinde tutsalar da, bilgilerin belirli zaman aralıklarında yatırımcılara rapor şeklinde sunulması gerekecektir.
- Artan işi etkin bir şekilde yerine getirebilmek için yönetim kademelerinin genişletilmesi gerekecektir.
- Halka açık işletme, halktan kişilerin temsil edildiği yönetim kurulu tarafından idare edilecektir.

⁷⁰ Eugene F.Brigham, Fundamentals of Financial Management, 7th, ed., s.512,

⁷¹Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski ,Ehrhard, Financial Management. Theory and Practice, 9th ed., The Dryden Press, 1999,s. 328.

⁷² Hatice G. Düzakın, Halka Açılma Türkiye'de Şirket Eğilimleri, Başak Dergisi,Sayı:97, Ocak-Şubat 1998,s.191-192.

Bazı ülkeler halka açılma işlemini, kalkınmak için sermaye birikiminin sağlanmasında, bir de sermayenin adil dağılımının oluşmasında ekonomik bir amaç için gerçekleştirmektedir. Para ve sermaye piyasaları gelişmiş ülkeler, halka açık işletmelerin artması için bazı teşvik edici tedbirler almıştır⁷³.

Ülkemizde ise, uygulanan sanayileşme politikaları, halka açılmayı özendirmekten uzak kalmıştır. Çünkü ekonomik kalkınmada ve sanayileşme kamu kesimine önemli görevler yüklemiştir. Ekonomik konjonktürün elverişli olması, dış rekabete kapalı sanayileşme, negatif reel faiz politikasının sonucu olarak banka kredilerinin avantajlı olması gibi nedenler halka açık olmayı ikinci plana bırakmıştır. Bunu sonucunda, işletmelerin aile işletmeleri ve küçük anonim ortaklıklar olarak kalmalarına neden olmuştur. Fakat 1970'li yıllarda ekonomik olumsuzluklar, işletmeleri yeni kaynak arayışına yöneltmiş ve halka açılmaya özendirmiştir⁷⁴.

2.2. Türkiye'de Halka Arzın Tarihçesi

Sermaye piyasalarının gelişmesiyle derinleşmesinde etkili olan unsurlardan birisi de menkul kıymetler borsalarında işlem gören hisse senedi sayısı ile miktarının çokluğudur.

Türkiye'de sermaye piyasasının canlandırılması için, 1929'dan başlayarak çeşitli yasal düzenlemeler yapılmıştır. Ancak Cumhuriyetin ilk yıllarında tasarrufların yetersiz oluşu şirketleşmeye olanak sağlamamış, kurulmuş olan işletmeler ise kamu işletmeleri niteliğindedir. Menkul kıymet borsasında, hem hisse senedi sayısının hem de miktarının az olması sermaye piyasasının gelişmesine de katkıda bulunmamıştır. Daha sonraki yıllarda ise şirketleşme artmasına karşın, var olan şirketlerin aile şirketi özelliği taşıması finansman ihtiyaçlarını banka kredilerinden sağlama yoluna yöneltmiştir. 1960'larda Almanya'da çalışanların tasarrufları ile kurmuş oldukları işçi şirketlerinin çoğunun ya işletme sermayesi yetersizliğinden ya da yönetim becerisi eksikliğinden başarısızlığa uğraması tasarruf sahiplerinin sermaye piyasasına olan güvenlerini yitirmesine neden olmuştur⁷⁵.

⁷³ Akın İkin., Halka Açık Şirketlerin Durumu ve Ekonomiye Etkileri, ISO Dergisi, sayı:259,Eylül 1987, s.11.

⁷⁴ Özlem Koç, Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama, SPK,Yayın No:118,1998,s.10.

⁷⁵ Kenan Bulutoğlu, Para ve İnsan, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul1984, s.175.

Bu olumsuzlukların yanında sermaye piyasasının gelişimine olumlu katkılarda bulunan oluşumlar da söz konusu olmuştur. Bunlar, bir holding, buna bağlı bir banka ve küçük tasarrufluların katılımları ile gerçekleşen ortaklıklar ile Türkiye Sanayi Kalkınma Bankasının çabalarıdır. Türkiye Sanayi Kalkınma Bankası, kuruluşta iştirak ettiği veya dış kredi sağlamış olduğu işletmelerin kuruluş dönemi tamamlanıp kara geçmelerinden sonra, portföyündeki hisse senetlerindeki primli olarak halka arz etmek sureti ile hem sermaye piyasasına kaynak sağlamış, hem de sağlamış olduğu fonlar ile yeni kuruluşları desteklemiştir⁷⁶.

1970'li yılların başında kuruluş aşamasında halka arz yolu ile çok ortaklı olarak kurulan Lassa ve Çanakkale Çimento, Meysu gibi şirketler olmakla beraber kuruluş aşamalarının uzun sürmesi ve yüksek enflasyon nedenlerinden ötürü, yatırım yapmış olan küçük yatırımcılar zarar görmüşlerdir.

2.Ocak.1986 tarihinde İMKB'nin faaliyete geçmesi ile birlikte günlük olarak hisse senetlerinin alım-satımının gerçekleşmeye başlaması şirketlerin menkul kıymetler borsasına girmesine neden olmuştur. Ayrıca toplu konut ve kamu ortaklığı kurumu 7 iştirak hissesini İş Bankası aracılığıyla Mart 1990 tarihinden itibaren parti parti halka arz edeceğini açıklamış ve bu çerçevede Arçelik A.Ş., Bolu Çimento, Çelik Halat, Çukurova Elektrik, Erdemir, Kepez Elektrik ve Hektaş'taki kamu paylarını birer hafta arayla İş Bankası şubelerinden halka arz etmiştir⁷⁷.

1988 yılında, Teletaş'ın kamuya ait hisse senetlerini özelleştirmesi ile tek bir halka arz işlemi gerçekleşmiştir. 1989-1990 döneminde ise özel sektörde, 1970'li yılların ilk yarısında başlayıp, ara verdiği halka açılmaya yeniden yönelerek başta Sabancı Grubu olmak üzere, Net Holding, Okan Tekstil, İktisat Finansal Kiralama, Gentaş ve Peg Profilo sermayelerinin %15'ine denk gelen hisselerini halka arz etmişlerdir. Böylelikle şirketler yeni finansman kaynağına yönelirken tasarruf sahipleri de yeni bir yatırım aracına kavuşmuş olmaktadır. Bu dönemde halka arzların artmasının nedeni İMKB konjonktürünün elverişli olmasıdır.

⁷⁶ M. Kemalettin Çankar, Kalkınma Bankacılığı ve Türkiye'deki Uygulama, A.Ü.Y. No:374, Eskişehir,1988,s. 217.

⁷⁷ Abdurrahman Yıldırım,Tophanede Büyük Oyun, Güncel Yayıncılık,İstanbul 1995, s. 131.

1990 yılında 35 işletmenin halka arzı yoluyla İMKB'de işlem görmeye başlaması, 1991 yılında Petrol Ofisi, Tüpraş, Tofaş, Migros'unda içinde bulunduğu 22 işletmenin hisse senetlerini halk arzı Türkiye'deki küçük yatırımcı sayısının artmasına ve sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmuştur.

1994 yılında yaşanan ekonomik krizden fazla zarar görmemek için işletmeler hisse senetlerini halka arz etme yoluna gitmişlerdir. Bu işletmelerin 8 tanesi 5 Nisan'dan önce, 17 tanesi ise 5 Nisan'dan sonra halka açılmışlardır. Böylelikle sermaye piyasası işletmelerin finansman kaynağı haline gelmiştir.

1990-1997 dönemi arasında işletmelerin hisse senetlerini halka arz etmeleriyle toplamış oldukları kaynak miktarı yaklaşık 2.25 milyar \$ dır.

1998 yılında ise 20 işletmenin hisse senetlerini halka arzetmiştir. Bu işletmelerin arasında yer alan İş Bankası 300 milyon \$'lık satış gerçekleştirerek 95.000 yerli yatırımcıya hisse senedi satmıştır. Bu yıl içerisinde yaşanan global krizlerden (Uzakdoğu ve Rusya krizleri) Türkiye ekonomisinin etkilenmesinden dolayı halka arz sayısı 20 ile sınırlı kalmıştır⁷⁸.

İşletmeler için 1999 yılı halka açılma açısından çok kısıtlı bir yıl olmuştur. Bu yılda halka açılmayı planlayan birçok işletme, global kriz, borsanın kötü gidişi ve doğal afet nedeniyle bu planını ertelemek zorunda kalmışlardır. 1999 yılında sadece 10 işletme halka açılmıştır. Bu işletmelerin 7'si yatırım ortaklığı idi. Gerçekleşen halka arzlardan elde edilen hasılat sadece 90.722.366 \$dır.

1999 yılının aksine 2000 yılı şimdiye kadar gerçekleşen halka arzlar dikkate alınırsa, tam bir arz yılı olduğu söylenebilir. Temmuz ayının ortasına kadar 21 işletme hisse senetlerini halka arz etmiştir. 12 işletme de borsada işlem görmek için başvuruda bulunmuştur.

1990 yılından sonra en yüksek hasılat 578.216.000 \$ (Tüpraş Halka arzı hariç) ile 2000 yılında gerçekleşmiştir. Bu rakam Mayıs ayına kadar elde edildiği göz önünde bulundurulursa halka arz hasılatlarının daha da artacağı görülmektedir. Tüpraş'ın hisse senetlerinin halka arzı ise aynı zamanda 100.000'den fazla küçük yatırımcının hisse senedi ile tanışmasını sağlarken hükümetin izlemekte olduğu

⁷⁸ Milliyet /Ekonomi sayfası com.

ekonomik istikrar programına da olumlu katkı sağlamıştır. Yıllar itibari ile incelendiğinde, 1990 yılından sonra en yüksek halka arz hasılatı 420 milyon\$ ile 1997 yılında sağlanmıştır. Son 10 yılın en düşük halka arz hasılatı da 1999 yılında yaşanmıştır.

2.3. İşletmeleri Halka Arza Yönelten Unsurlar

Halka açık olmayan işletmeleri, halka açık olmaya yöneltmek için bir takım cazip unsurları olması gerekmektedir. Halka açık olma, işletmeye belirli maliyetler de eklemektedir. İşletme, cazip unsurlar ile ek maliyetler karşılaştırarak halka açık olma ve olmama konusunda bir karar vermektedir.

Hisse senetlerin halka arz edilmesinin sağlayacağı avantajlar şu şekilde özetlenebilir:

- Bir işletme, halka açılarak ek fon ihtiyacını karşılamaktadır. Elde edilen fon, doğrudan işletmenin bünyesine girmektedir ve yeni ürün geliştirilmesinde, mali yapısındaki özkaynak oranının artırılmasında, işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında, fabrika ve teçhizata yatırımda, borç geri ödemesinde, araştırma-geliştirme bölümünün faaliyetlerine katkıda bulunma gibi yerlerde kullanılmaktadır ⁷⁹.
- Hisse senedi ile finansmanda hisse senedi sahiplerine ödeme yapma zorunluluğu yoktur. İşletme ancak kar elde ettiği zaman kar payı ödemesi yapabilir. Borçla finansmanda ise faaliyet durumuna ve nakit akımlarına bakılmaksızın faiz ödemesi yükümlülüğü vardır ⁸⁰.
- Halka açılan işletmelerin kurumsallaşma süreci hızlanmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşmaktadır.
- Hisse senetlerin menkul kıymetler borsasında işlem görmesi ile birlikte işletmelerin hisse senetleri bankalar ve benzeri kurumlarca teminat olarak kabul edildiğinden bankacılık kesiminden daha fazla kaynak temini mümkün olmaktadır.

⁷⁹ Koç, s.16.

⁸⁰ J. Fred Weston ,Eugene F. Brigham, Essentials of Managerial Finance, 10th ed. ,Florida,The Dryden Press,1993,s.712.

- İşletme büyüdükçe ve güçlendikçe, kurucuların maddi varlıklarının giderek daha büyük bir kısmı işletmeye bağlı kalmaktadır. Mevcut ortaklar, sahibi oldukları hisse senetlerinin bir kısmını halka satmaları durumunda, yatırımlarını çeşitlendirmeye gidecekler ve yatırım portföylerinin riskini de bu sayede azaltma imkanı bulabileceklerdir ⁸¹.
- Halka açılma işletmenin prestijini, saygınlığını, itibarını artırarak ek fon gereksiniminin karşılanmasını kolaylaştırabilmektedir. Halka açılma, ortaklığa kamuya doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetime tabi olma gibi mali ve sosyal sorumluluklar yüklenmekte; bu özellikler ortaklığa, yatırımcıların finansman kurumlarının gözünde güven kazandırmaktadır ⁸².
- Halka açılma işletmenin likiditesini arttırmaktadır. Halka açık olmayan işletmenin hisse senetleri likit değildir. Hisse sahiplerinden birisi, hissesini satmak istediğinde fiyatını belirlemek ve potansiyel alıcı bulmak zor olmaktadır. Halk açık işletmelerde bu sorunlar ortadan kalmaktadır ⁸³. Hisse senetleri piyasada işlem görmesi hisse senetlerinin fiyatının ve işletme değerinin belirlenmesinde önemli rol almaktadır. Hisse senetlerinin piyasa fiyatının ve işletmenin değerinin belli olması, işletmeye gelecekteki finansal imkanlarını arttırmada yardımcı olmaktadır.
- Halka açılma, hisse senetlerin kendi pazarını oluşturmasını sağlamakta ve pazarlanabilirliğini kolaylaştırmaktadır. Bunun sonucu olarak işletmenin likiditesi de artmaktadır. Halka açık işletme, halka kapalı işletmelere oranla likiditesinin yüksekliği nedeniyle derecelendirme kurumlarınca yüksek notla değerlendirilerek, böylece hisse senetlerinin fiyatı yükselmektedir ⁸⁴.
- Hisse senetlerinin menkul kıymetler borsasında işlem görmesi sonucu, işletme yabancı yatırımcılar tarafından da tanınmış olacağından, işletmenin ürünlerinin sahip olduğu pazarın sınırlarının genişleyerek, ihracatta artış sağlanabilecektir. Ayrıca işletmenin halka açık olma özelliğini taşıması yabancı kuruluşlarla ortak girişimlerde bulunmada önemli rol oynamaktadır ⁸⁵.

⁸¹ Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski, Financial Management, Dryden Press, ABD, 1991, s.576,

⁸² Öztin Akgüç, Finansal Yönetim, 7. Baskı, Avcıol Basım, 1998, s.766.

⁸³ Eugene F. Brigham, Fundamentals of Financial Management, 7th ed., 1995, s.513.

⁸⁴ Sevinç Akbulak, Şirketlerin Halka Açılması, Yeterlilik Etüdü, Ankara, SPK, 1991, s.10.

⁸⁵ Weston ,Brigham, s.713.

- Vergi Kanunları, halka açık anonim şirketlere ayrıcalık sağlamaktadır.⁸⁶ 5422 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun 25. maddesinin birinci ve ikinci fıkraları halka açık anonim şirketler lehine göre değiştirilmiştir. Değişiklik şu şekildedir:

Kurumlar Vergisi, bu Kanun'a göre tesbit olunan kurum kazancından %46 nispetinden alınır. Bankalar Kurulu, bu vergi nisbetini %50 oranına kadar arttırmaya veya Kanun'da yazılı orana kadar indirmeye yetkilidir.

Bakanlar Kurulu, %80'i nama yazılı olup, hisse senetleri borsaya kayıtlı bulunan sermaye yapısı ortaklar pay defterinden tespit edilen halka açık anonim şirketlerde vergi nispetini aşağıdaki şekilde indirebilir veya indirilmiş nispetleri birlikte veya ayrı ayrı olarak en fazla 6 puana kadar artırabilir. Şu kadar ki indirilmiş nispetlerin uygulanabilmesi için aşağıdaki bentlerde tespit edilmiş şartların, ilgili hesap döneminin ilk altı ayında gerçekleşmesi şarttır. Şartların kaybedildiği hesap dönemi kazancına indirimli nispet uygulanmaz.

- a) Anonim şirketin ödenmiş sermayesinin en az %25'inin, sermayedeki payları %1'in altında olan 200'den fazla gerçek veya tüzel kişiye ait olması halinde, vergi nispeti %40'a,
- b) Anonim şirketin ödenmiş sermayesinin en az %51'inin, sermayedeki payları %1'in altında olan 200'den fazla gerçek veya tüzel kişiye ait olması halinde, vergi nispeti %35'e,
- c) Anonim şirketin ödenmiş sermayesinin en az %80'inin, sermayedeki payları %1'in altında olan 200'den fazla gerçek veya tüzel kişiye ait olması halinde, vergi nispeti %30'a,

Yukarıda tanımlanan kurumlardan her birinin, sermayelerinin en az %80'ine sahip oldukları anonim şirketlerde vergi nispeti ise;

- a bendinde kayıtlı şirketlerin iştirak ettiği anonim şirketler için %40'a,
- b bendinde kayıtlı şirketlerin iştirak ettiği anonim şirketler için %35'e,
- c bendinde kayıtlı şirketlerin iştirak ettiği anonim şirketler için %30'a indirilebilir.

Anlaşıldığı gibi, hükümetler de halka arzı teşvik edici düzenlemelere gitmişlerdir. İşletmelerin sermayelerini tabana yayarak çok ortaklı hale gelmeleri, ödeyecekleri

⁸⁶ Düzakın, s.192-193.

kurumlar vergisi oranını %16 civarında aşağıya çekme olanağını kendilerine sağlayabilecektir. Tabii ki burada, kurum kazancından elde edilen vergi gelirlerinin düşmesi sonucunda, sermayeyi tabana yaymanın getirisi ise tartışılabilir bir fayda-maliyet konusu olmaktadır.

2.4. İşletmeleri Halka Arza Engelleyen Unsurlar

İşletmelere halka açılmanın sağlayacağı avantajların yanında dezavantajlar da bulunmaktadır.

- Halka açık bir işletme, Türk Ticaret Kanunu'nun yanı sıra Sermaye Piyasası Kanunu'na da tabi olacaktır. SPK'na tabi olmak, Kurul denetimi altına girmeyi, onun getirdiği bürokrasi ve formalitelerin külfetine katlanmayı ve kar dağıtım şartına uymayı gerektirmektedir⁸⁷.
- İşletme hisse senetlerini halka arz etmekle bünyesine yeni ortakların katılmasına neden olacaktır. İşletmenin ortakları artıkça, yönetimde esnekliği azalmaktadır. Yani, ortakların sürekli işletme hakkında bilgilendirilmeleri, yöneticilerin karar alma insiyatiflerini sınırlandırmaktadır⁸⁸.
- Halka açık olan işletme, kamuyu aydınlatma ilkesine bağlı kalarak, faaliyet raporlarını, işletme verilerini belirli dönemler itibariyle halka sunması gerekmektedir. Bu veriler, rakip işletmeler için yararlı olabilmektedir. Ayrıca faaliyet raporlarının açıklanması işletme için ek bir maliyet oluşturmaktadır⁸⁹.
- Halka açılmak için, Kurul kaydının gerekli olması, halka açılmayı sınırlandırmaktadır. Tüm anonim ortaklıklar kurul kaydı için gerekli koşulları taşımamakta ya da yerine getirememektedir⁹⁰.
- Halka hisse senedi arzının maliyeti çok yüksek olmaktadır. Halka arz tutarı az ise ve/veya aracılar kanalıyla özellikle yüklenimli aracılık (underwriting) yöntemiyle halka sunulacak ise, çıkarma giderleri daha fazla olmaktadır.

⁸⁷ Akgüç, s.767.

⁸⁸ J. Fred Weston, Tom Copeland, Managerial Finance, Dryden Press, ABD, 1992, s.905.

⁸⁹ Brigham, s.512.

⁹⁰ Akgüç, s.767.

- İlk halka açılmada çıkarma maliyeti genelde piyasada oluşacak fiyatın altında olmaktadır. Düşük fiyatlandırma, işletmeyi sağlayabileceği bir kaynaktan yoksun bırakarak kaynak maliyetini artırıcı bir etki yapmaktadır.
- Yasal düzenlemeler ve/veya ortaklardan gelen baskı nedeniyle halka açık anonim ortaklıklarda kar dağıtım oranı yüksek olmakta, bu durum ortaklığın yaratılan iç kaynaklarla özkaynak artışını sınırlamaktadır⁹¹.

2.5. Halka Açık Anonim Şirketlere Tanınan Muafiyetler

Halka açık anonim ortaklıklara SPK'nca bir takım imtiyazlar tanınmaktadır. Bu imtiyazlar, ortaklıkları halka açılmaya yönlendirmektedir. SPK'nca, halka açık anonim ortaklıklara tanınan muafiyetler şu şekildedir⁹².

a) Bağımsız Denetim Muafiyeti

SPK'unca belirlene standartlara uygun olarak hazırlanmış, son yıllık mali tablolarına göre aktif toplam 50 milyar TL.'sını aşmayan halka açık anonim şirketler, mali tabloları için bağımsız denetim yükümlülüğünden, talep üzerine SPK tarafından muaf tutulmaktadır. Sermaye artırımını veya mevcut payların ortaklarca halka satışı yolu ile hisse senetlerinin ilk kez halka arz olunması ve şirketlerin devir ve birleşmesi hallerinde, bağımsız denetim yaptırma yükümlülüğünden muafiyet hükmü uygulanmamaktadır.

ii) İlan Muafiyeti

Aktif toplamı 50 milyar TL.'sını aşmayan halka açık anonim şirketlerin mali tablolarının ilanı yükümlülüğünün yerine getirilmesinde, ilanın yapılacağı gazeteler için Türkiye çapında yayın şartı aranmaz.

iii) Kar Dağıtım Muafiyeti

- Aktif toplamı 50 milyar TL.'sını aşmayan halka açık anonim şirketlerde, SPK düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabilir birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin %10'undan daha düşük olması,

⁹¹ Akgüç, s.767.

⁹² SPK.,Seri IV,No:9,İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği, R.G. No:22154, R.G. Tarihi:27.12.1994 ,md.3.

- Aktif toplamı 50 milyar TL.'sı ve üstünde olan halka açık anonim şirketlerde, SPK düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabilir birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin %5'inden daha düşük olması,

hallerinde, ortaklığın başvurusunun SPK 'unca uygun görülmesi şartı ile, ilgili hesap dönemleri için birinci temettü dağıtılabilmektedir. Ancak bu hükme göre dağıtılmayan temettü, daha sonraki dönemlerde yapılacak muafiyet hesaplamalarında temettü kalemi olarak dikkate alınmaktadır.

Sermayelerinin %95'i veya fazlası en fazla 20 ortağa ait olan ve hisse senetleri menkul kıymetler borsasında işlem görmeyen ortaklıklar, SPK'unca başvuruları halinde bağımsız denetim ve ilan yükümlülüklerinden muaf tutulabilmektedirler.

2.6. Halka Açılmada Katlanılacak Giderler

Spread: Hisse senedini tabana yayma işleminde aracılık eden kuruluşa, halka açılacak olan işletme tarafından ödenen toplam katkıyı belirtmektedir⁹³. İşletmelerin halka arz edecekleri hisse senetleri aracı kuruma belli bir fiyattan satmaktadır. Aracı kurum bu hisse senetleri satınaldığı fiyatın üzerinde halka sunarken, oluşan fiyat farkına spread denmektedir⁹⁴. Hisse senedini halka ulaştırma kanallarında konsorsiyum, dealer, broker şeklinde katılımlar, oldukça hisse senedine halkın ödeyeceği fiyat artacaktır.

Düşük Fiyatlama: Hisse senetlerin, kendi gerçek değerinin altında saptanmış bir fiyattan halka sunulmasıdır⁹⁵. Halka arz edilen hisse senedinin gelecek performansının belirsizliğinden dolayı hisse senedi düşük fiyatlandırılmaktadır⁹⁶. İşletme yöneticileri, kendi hisse senetlerini güvence altına almak için düşük fiyatlandırmadan yana değillerdir. Fakat aracı kurumlar, hisse senedine olacak talebin belirsizliğinden dolayı, düşük fiyatlandırma yolu ile yatırımcıları hisse senedini almaya yönlterek talebi arttırmak ve halka arzı yatırımcılara pazarlama maliyetini düşürmek istemektedirler.

⁹³ Koç, s.38

⁹⁴ F. K. Reilly, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 4.th ed., The Dryden Press, 1994, s.767.

⁹⁵ Richard A. Brealey, Steward C. Myers, Alan C. Marcus, Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı; *İşletme Finansının Temelleri*, Literatür Yayıncılık, İstanbul 1997, s.376.

⁹⁶ Kıymaz, s.83.

Hisse senedinin arz fiyatının düşük fiyatlaması sonucu belirlenen fiyat, hisse senedinin ilk işlem gününde piyasaya uyum sağladığı tespit edilmiştir ⁹⁷.

1999 yılında Türkiye’de gerçekleşen 10 işletmenin halka arzında, 8 tanesinin düşük fiyatlandırıldığı Tablo 2.1.’de görülmektedir.

Tablo 2.1. 1999 Yılındaki Halka Açılan İşletmelerin Arz ve İlk İşlem Gününde Gerçekleşen Fiyatları

İşletme Ünvanı	Halka Arz Fiyatı (TL)	Gerçekleşen Fiyat (TL)
Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1130	1025
Gedik Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1224	1225
Ak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1500	1675
Yatırım Finansman Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1550	1575
GSD Holding A.Ş.	8000	8800
İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1400	1725
İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2050	2525
Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2500	3050
Goldaş Kuyumculuk Sanayi İthalat İhracat A.Ş.	11000	13500
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	22000	26485

Kaynak: İMKB.gov.tr.

⁹⁷ Reilly, s.218

SPK'ya Ödenen Ücretler: Hisse senetlerini halka arz edecek olan işletme, Sermaye Piyasası Kurulu hisse senetlerinin arz değerinin %0.2'si tutarında kayıt ücreti vermek durumundadır.

İMKB'ye Ödenen Ücretler: Hisse senetleri ulusal pazarda işlem görmeye başlayan işletmeden kotasyon, bölgesel veya yeni işletmeler pazarında işlem görmeye başlayan işletmeden ise pazar kayıt ücreti alınmaktadır.

Kotasyon ücreti ve bölgesel pazar için pazar kayıt ücreti, işletmenin nominal sermayesinin %0.1'i olarak hesaplanmaktadır. Yeni işletme pazarı için pazar kayıt ücreti ise, işletmenin nominal sermayesinin %0.05'i kadardır.

Ayrıca işletme hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmeye başlamasına ilişkin ilan ile halka arz izahnamesinin Borsa günlük bülteninde ilanı nedeni ile de ilan masrafı ödenmektedir.

Diğer Maliyet Unsurları: Halka açılan işletmenin, halka arz işlemleri sırasında yukarıda belirtilen ücretleri ek olarak karşılaştığı diğer maliyet unsurları şunlardır:

- Bağımsız denetim kuruluşuna bağımsız denetim raporları için ödenen ücretler,
- Hisse senetlerinin basımı için kağıt ithali ve hisse senedi baskı masrafları,
- Yurtdışı ve yurtiçi tanıtım masrafları,
- Reklam,vb. diğer masraflar ⁹⁸.

Diğer Dolaylı Maliyetler: ⁹⁹

- Normal üstü fiyat performans maliyeti: Halka arz eden işletmelerde, ihraç duyurusunun yapılması ile birlikte mevcut hisse senedi fiyatlarında meydana gelen %1-2'lik düşümedir.
- Green Shoe opsiyonu: Aracı kurumlara, arzı takip eden belli bir sürede, arz fiyatından ek hisse senedi alma hakkının tanınması nedeniyle arz eden işletmenin maliyetidir.

⁹⁸ İMKB Yayını, Halka Arz ve Borsa'da İşlem Görme,2000.

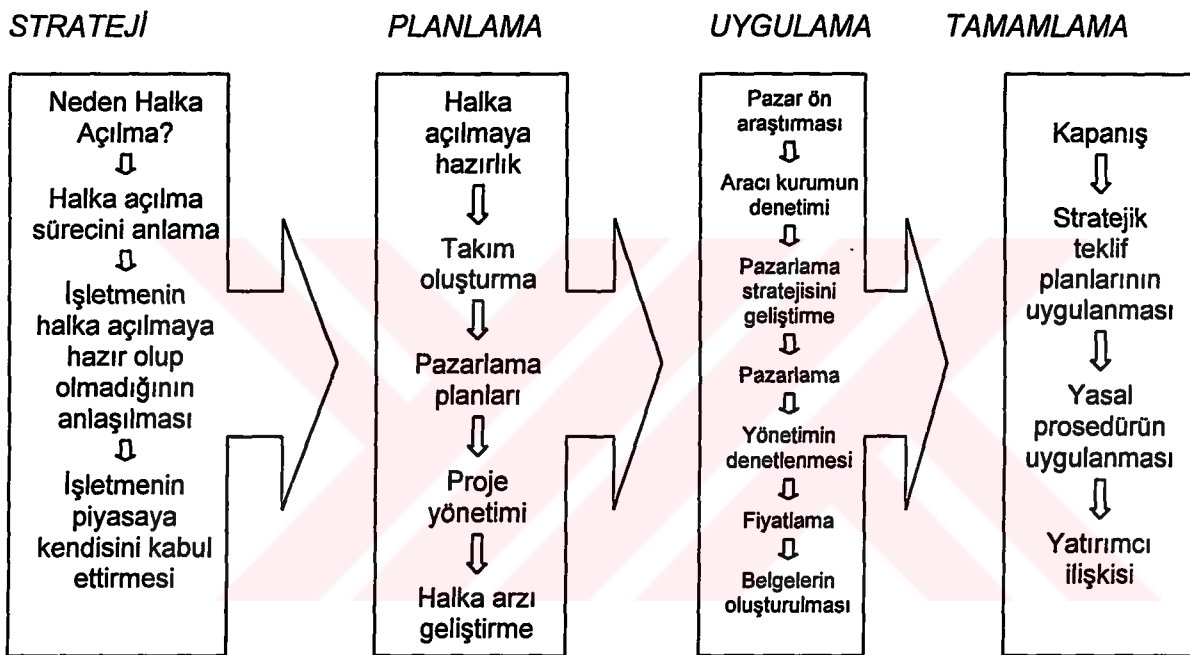
⁹⁹ Koç,s.42-43.

2.7. Halka Arz Süreci

Bir anonim şirket halka arz kararını aldıktan sonra, bu kararın uygulanması için belirli bir süreçten geçmektedir. Bu süreç genel ve yasal süreçler olmak üzere ayrılarak açıklanmıştır.

2.7.1. Genel Süreç

Şekil 2.1. İşletmenin Genel Halka Açılma Süreci



Bir işletme halka açılmaya karar verdiğinde yapması gereken işlemler Şekil 2.1.'de gösterilmektedir. Halka açılacak olan işletme şu işlemleri sırasıyla gerçekleştirmelidir ¹⁰⁰:

- Bir stratejinin geliştirilmesi,
- Planlama ve sürecin koordinasyonu,
- Projenin uygulanması,
- Projenin sonuçlanması ve halka açık bir işletme olmak.

¹⁰⁰ KPMG.ca/goingpublic/strategy/home.htm, banakor-swisse.com/pages/goingpublic.html, capitalmarkets-equityanalytics.com web sayfalarından yararlanılmıştır.

- **Strateji Aşaması**

Neden Halka Açılma?: Halka açılma kararı, uzun vadeli stratejik amaçların gerçekleştirilebilmesi için verilmektedir. İşletme halka açılma kararını uygulamadan önce, buna alternatif olan diğer finansal yöntemleri de değerlendirmektedir.

Halka Açılma Sürecinin Anlaşılması: İşletme halka açılmaya karar verdiğinde, hangi işlemleri gerçekleştirmesi gerektiği konusunda bilgi edinmesi gerekmektedir. Halka açılma süreci, hisse senetlerini halka arz etme kararını vermektten başlayıp, halka açık olmaya kadar sürmektedir.

İşletmenin Halka Açılmaya Hazır Olup Olmadığının Değerlendirilmesi: İşletme bu stratejik kararını uygulamadan önce, yatırımcı gözü ile geleceğinin değerlendirmesini yapmalıdır. Halka açık bir işletme olarak yatırımcıların istedikleri özelliklere sahip olup olmadığının değerlendirmesini yapmalıdır. Başarılı bir halka açık işletme, yatırımcının güvenini kazanmış olmalı, büyümeyi sağlayacak doğru personel ve yapıya sahip olmalı ve uzun vadede hisse sahiplerinin değerlerini artıracak potansiyele sahip olması gerekmektedir.

İşletmenin Piyasaya Kendini Kabul Ettirmesi: İşletmenin halka açılmada başarılı olabilmesinde, ekonomik faktörlerin, pazar koşullarının, halka açılma zamanlamasının, hisse senetlerinin piyasaya sunulacağı günkü fiyat endeksinin etkisi olmaktadır.

- **Planlama Aşaması**

Halka Açık İşletme Olmaya Hazırlanma: Bir işletme, mali ve yönetim yapısını hazırlayarak hisse senetlerini halka arz ettiğinde, yatırımcının güvenini kazanmış olmasının yanında, hedefine daha kolaylıkla ulaşabilecektir.

Takım Oluşturulması: Başarılı bir halka açık işletme olmak için, özel yetenek ve tecrübeye sahip aktif personellere sahip olmak gerekmektedir. İşletme halka açılmadan önce ekipmanını güçlendirmelidir.

Pazarlama Planları: İşletme, potansiyel yatırımcılara hisse senetlerini pazarlamak için halka açılmadan önce strateji geliştirmelidir. Sermaye piyasasında bir çok işletme bulunduğundan, işletmenin çok iyi hazırlanmış pazarlama stratejisi ile rakiplerinden avantajlı konumda piyasaya hisse senetlerini sunmalıdır. Başarılı bir

pazarlama stratejisi ile işletme,hisse senetleri için aktif pazar oluşturmayı kolaylıkla sağlayacaktır.

Proje Yönetimi: Halka açılma projesinin uygulanma sürecinin süresi 3 aydır. Bu dönemde işletmenin danışmanları, yönetim ve denetçiler işlemleri gerçekleştirmektedir. Bu işlemlerin kolaylıkla gerçekleşmesi için işletme yönetim kurulu faaliyetleri iyi koordine etmelidir.

Halka Arzın Geliştirilmesi: İşletme başarılı bir halka arz gerçekleştirebilmesi için doğru vermesi gereken kararlar ise:

- arz edeceği menkul kıymetin türü,
- arz edeceği menkul kıymet miktarı,
- menkul kıymetin arz fiyatı,
- menkul kıymetin alım satımının yapılacağı menkul kıymetler borsası.

- Uygulama Aşaması

Pazar Ön Araştırması: İşletme, potansiyel yatırımcılara arz edilecek menkul kıymetler ile ilgili sorularını cevaplandırabilmek için piyasa ile ilgili finansal ve diğer bilgiler edinmelidir.

Aracı Kurumun Denetimi: Menkul kıymet arzını yapacak olan aracı kurum, işletmeyi ve faaliyetlerini denetleyecektir. İşletmenin hazırladığı halka arz raporunu inceleyecektir. Aracı kurumun denetimi süreci, işletmenin üst düzey yöneticileriyle toplantılar, belirli faaliyetlerin denetimi, finansal bilgilerin ve anlaşmaların değerlendirilmesini içermektedir. Aracı kurum işletmenin denetçilerinden belirli dönemlerde belirli işlemleri gerçekleştirmelerini isteyebilir.

Pazarlama Materyallerinin Geliştirilmesi: İşletme, proje sırasında her ne kadar pazarlama araştırması yapmış olsa da, ilgili aracı kurum ile menkul kıymet arzı ve diğer bilgileri içeren bir tasarı hazırlamalıdır.

Pazarlama: İşletme başlangıç tasarısını hazırlandıktan ve yetkili organlara müracaat ettikten sonra, menkul kıymetler borsası işletmeye menkul kıymetlerinin satışını sınırlı olarak gerçekleştirmesine izin vermektedir. Bu dönemde, aracı kurum işletmenin menkul kıymetlerini potansiyel yatırımcılara dağıtmaktadır. Aynı zamanda

işletme ve aracı kurum, kurumsal yatırımcılar, mevcut hissedar ve sektör analizcileri ile menkul kıymetlere talebin yoğunlaşması için toplantılar gerçekleştirmektedirler.

Yönetimin Değerlendirmesi: İşletme başlangıç tasarısını menkul kıymetler kuruluna sunduktan sonra, kurul incelemesi sonucunda eksik bulunmadığı takdirde son tasarımı sunması için işletmeye tarih verir.

Fiyatlama: İşletme, kurula son tasarısını sunmadan 1 veya 2 gün öncesine kadar, piyasa koşullarını, rakip işletmeleri, potansiyel fiyat tekliflerini değerlendirerek, kendi piyasa değerini belirleyecek olan menkul kıymetinin fiyatını aracı kurumuyla yaptığı sıkı pazarlıklar sonucunda belirlemektedir.

Belgeleri Sonuçlandırma: İşletme ekibi, tasarımın son halini inceledikten ve eksikliklerin tamamlanmasından sonra, ilgili menkul kıymet komisyonuna tasarı sunulur. Tasarı komisyonca kabul edildiği takdirde, aracı kurum işletmenin menkul kıymetlerini halka arz ederek satabilecektir.

- **Tamamlama Aşaması**

Kapanış: Kapanış toplantısı, işletmenin halka açılma işleminin başarılı bir şekilde tamamlandığını belirtmektedir. İşletme, menkul kıymetlerinin satışından elde edilen geliri alır. Kapanış toplantısı aynı zamanda işletmenin halka açılma projesinin son aşamasıdır. Artık işletme bundan sonra faaliyetlerini halka açık işletme olarak sürdürecektir.

Stratejik Tekliflerin Uygulanması: İşletme bir takım projeleri gerçekleştirmede kullanacağı fonu sağlamak için halka açılmıştı. İşletmenin halka açılma süreci tamamlandığına göre sıra stratejik planlarını uygulanmasına gelmiştir.

Yasal Olaylar: İşletme, halka açık bir işletme olarak menkul kıymetler yasasına ve borsa kurallarının gereğini uygulamak zorundadır. Örneğin, faaliyetlerini belirli dönemlerde kamuda rapor halinde sunmak zorundadır.

Yatırımcı İlişkileri: İşletme halka açılarak, yeni hissedarlara, potansiyel ortaklara ve işletmeye ilgi duyan geniş bir yatırımcı grubuna sahip olmuştur.

2.7.2. Yasal Süreç

Türkiye’de hisse senetlerin halka arzı, “233 Sayılı Kanun hükmünde Kararname kapsamındaki anonim ortaklık niteliğinde, bağlı ortaklık ve iştirakler dahil kamu iktisadi teşebbüsleri ile bağlı ortaklı ve iştirakler” (Seri I,No:13) tebliğinde ve SPK’nun 4. maddesinde, ‘ortaklık’ olarak tanımlanan; anonim şirketler, bankalar ve mevzuatça belirlenmiş kamu iktisadi teşebbüsler gerçekleştirebilmektedirler. Ortaklıklar hisse senetlerini halka arz etmeye karar verdiklerinde, SPK tarafından düzenlenen yasal prosedüre uymak zorundadırlar¹⁰¹. Yasal süreç şu şekildedir:

- Ortaklıklar veya ortaklar hisse senetlerini halka arz etmeye karar verdiklerinde, bu konuda yetkili aracı kurumlar ile aracılık yüklenim sözleşmesinin yapılması gerekmektedir.
- Ortaklıklar veya ortaklar hisse senetlerini halka arz etmeye karar verdiklerinde, halka arzedilecek hisse senetlerini Sermaye Piyasası Kurulu’na kaydettirmek zorundadırlar.
- SPK’na kayıt başvurusuna SPK’unca belirlenen bilgi ve belgeler eklenmelidir¹⁰².
- SPK başvuruları en çok 30 gün içinde sonuçlandırmaktadır. Eksiklerin tamamlanması için verilen süreler hesaba katılmamaktadır.
- Hisse senetlerinin halka arzında açıklanacak bilgiler izahnamede yer almaktadır. İzahnamede bulunacak bilgiler SPK tarafından belirlenmektedir.
- SPK’unca onaylanmış izahname ve kayıt belgesi 15 gün içinde ortaklık merkezinin bulunduğu yer Ticaret Sicili’ne tescil ve Türk Ticaret Sicili Gazetesi’nde ilan ettirilmektedir.
- İzahnamenin tescilini takiben sirküler, günlük gazetelerde ilan edilmektedir.
- Sirkülerde belirtilen tarihlerde, izahnamede belirtilen satış yöntemine uygun olarak hisse senedi satış işlemine başlanmaktadır. Halka arzda, bir örneği ekli bulunan SPK’nun belirttiği satış yöntemlerinden¹⁰³ biri seçilmektedir.
- Satış işlemleri yetkili aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilmektedir. Ayrıca sözkonusu yetkili aracı kurumlar, tüm bu halka arz işlemleri boyunca ve halka arz

¹⁰¹ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, s.198-199.

¹⁰² SPK Seri I, No:22 sayılı tebliği

¹⁰³ SPK, Seri VIII,No:22 sayılı tebliği

işlemlerinden sonra yapılacak olan mevzuat uyarınca belirlenen hizmetleri yerine getirmektedirler.

- Satış işlemi tamamlanınca, tescil ve ilan için gerekli işlemler yapılmaktadır.

2.8. Hisse senetlerin Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Görme

Esasları

Halka açılan işletmenin hisse senetlerinin Borsa'da işlem görebilmesi için şu işlemlerin yapılması gerekmektedir:

- İşletme, menkul kıymetler borsasına belirli bir formatta bir dilekçe ile işlem görme başvurusunda bulunmalıdır.
- Borsa'ya istenilen bilgi ve belgeler teslim edilmelidir.
- İzahnamede belirtmek üzere ilgili mevzuat ve yönetmelik hükümleri çerçevesinde belirlenen işletme hisse senetlerinin Borsa'nın hangi pazarında işlem göreceğine dair Borsa görüşü Sermaye Piyasası Kurulu'na gönderilmelidir.
- İlgili Müdürlük tarafından pazar başvurusu ile ilgili olarak rapor hazırlanmalıdır.
- Hazırlanan rapor Yönetim Kurulu'nda görüşülerek, hisse senetlerin Borsa'da işlem görmesi Borsa Yönetim Kurulu'nun olumlu kararına bağlıdır.
- Borsa Yönetim Kurulu tarafından Borsa'da işlem görmesi için uygun bulunan hisse senetlerin işlem göreceği pazar, Yönetim Kurulu tarafından belirlenmektedir.
- Yönetim Kurulu'nun kararı olumlu ise işlem görme tarihi, işlem göreceği pazar ve diğer bilgiler Borsa Günlük Bülten'inde en az bir hafta önce ilan edilmekte ve belirlenen tarihte işletmenin hisse senetleri Borsa'da işlem görmeye başlamaktadır.

Tablo 2.2. 1990-2000(Haziran sonu) Yılları Arasında İMKB'de İşlem Gören İşletme Sayısı

Yıl	Yılbaşı	Giren	Çıkan	Yılsonu
1990	76	44	10	110
1991	110	24	-	134
1992	134	13	2	145
1993	145	17	2	160
1994	160	25	9	176
1995	176	30	1	205
1996	205	25	2	228
1997	228	31	1	258
1998	258	20	1	277
1999	277	10	2	285
2000	285	26	-	311

Kaynak: İMKB.gov.tr. web sitesi

Tablo 2.2.'de görüldüğü üzere 1990 yılında İMKB'de işlem görmek için giren 44 işletme, son on yıl içinde İMKB'ye yapılan katılımların en yükseği olarak saptanmıştır. Fakat bunlardan 10 tanesi İMKB'den ayrılmak zorunda kalmıştır.

1990 yılından sonra da işletmelerin, Borsa'ya katılımlar devam etmiştir. 1999 yılında toplam olarak sadece 8 işletmenin menkul kıymetler piyasasına katıldığı görülmektedir. Bu artışın az olmasındaki temel nedenlerinin , doğal afet, ekonomideki kriz ve belirsizlik olduğu belirtilmektedir. 2000 yılı ise adeta işletmelerin İMKB'ye katılım yılı olarak değerlendirilebilir. Çünkü henüz 2000 yılı haziran ayı sonu itibariyle 26 işletme Borsa'da işlem görmeye başlamışlardır.

2.9. Halka Arz Yöntemleri

Ülkemizde, işletmelerin hisse senetlerini arz ederken kullanacakları yöntemler, Sermaye Piyasası Kurulu tebliğleri çerçevesinde belirlenmektedir. SPK tebliğlerine göre işletmeler üç şekilde hisse senetlerini halka arz edebilmektedirler:

- Mevcut Hisse Senetlerinden Bir Kısımının Borsa'da veya Borsa Dışında Halka Arz Edilmesi¹⁰⁴
- Sermaye Artırımı Yolu ile Hisse Senetlerin Halka Arzı¹⁰⁵
- Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerin Halka Arzı ile Mevcut Hisse Senetlerinden Bir Kısımını Halka Arz Etmesinin Birlikte Yapılması

2.9.1. Mevcut Hisse Senetlerin Bir Kısımının Borsa'da veya Borsa Dışında Halka Arz Edilmesi

Bu yöntemde, ortaklıklardaki mevcut hissedar/hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinden bir kısmını doğrudan Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilmektedirler.

Mevcut hisselerin satışı yöntemi, SPK'nca 31 Temmuz 1992 tarih ve 21301 mükerrer sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 'Hissedarların Elllerinde Bulunana Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine İlişkin Esaslar' Seri I, No:14 Tebliği ile düzenlenmiştir.

Bu tebliğe göre;

a) Hisse senetleri ilk kez halka arz edilecek ortaklıklarda ve özelleştirme kapsamında olan ortaklıklarda, hissedarları sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için hisse senetlerinin:

- Belli bir tertip ve gruba dahil olmaları halinde, o tertip ve gruptaki tüm hisse senedi bedellerinin; aksi takdirde ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,
- Nominal değerleri toplamının, Kurul'a başvuru tarihi itibarıyla ortaklığın nominal sermayesine oranının en az:

Sermayeleri 1.140.750 milyon TL'na kadar olan ortaklıklar için %15,

Sermayeleri 1.140.750 milyon TL ile 2.281.500 milyon TL arasında olan ortaklıklar için %10,

Sermayeleri 2.281.500 milyon TL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması.

¹⁰⁴ SPK, Seri I, No:14 sayılı tebliği, 'Hissedarların Elllerinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine İlişkin Esaslar Tebliği'.

¹⁰⁵ SPK, Seri I, No:13 sayılı tebliği, 'Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'.

- Rehin veya teminata verilmek sureti ile devir ve tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanılmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması ,
- Kurul'un hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkin düzenlemelerine uygun olması gerekmektedir.

Ancak yukarıdaki esaslar çerçevesinde sermayelerinin %15'inin altında bir oran ile ilk kez halka açılan ortaklıkların, halka açılma tarihlerini izleyen 3. yıl sonuna kadar, nominal sermayelerinin %15'ine tamamlanacak şekilde hisse senetlerinin Kurul'a kaydettirilmesi gerekmektedir. Söz konusu %15'lik oranın hesaplanmasında tamamlama işleminin yapıldığı tarihteki nominal sermaye dikkate alınmaktadır.

b) İlgili ortağın yönetim kurulunca; hisse senetlerinin, ortaklık hissedarları tarafından halka arz edileceği hususunun uygun görüldüğüne dair bir karar alınması,

c) Satışın ve Kurul'a yapılacak başvurunun bir aracı kurum tarafından yapılmasıdır. (Aracı kurumlar, kendi hisse senetlerinin halka arzına Borsa'da aracılık edememektedirler. Bunun amacı, ilgili banka veya aracı kurumun kendi hisse senetlerinin Borsa'da halka arzı esnasında, Borsa Yönetmeliği'nde yer alan aralıklar da dikkate alınarak fiyata müdahale ederek, manipülatif ve/veya spekülatif bir işlemi önlemektir.)

d) İşletme ile aracı kurum arasında bir 'aracılık yüklenim sözleşmesi' imzalanması gerekmektedir. Bu sözleşmede aracı kurumun satış süresi sonunda satılmayan hisse senetlerini, satışın Borsa dışında yapılması halinde izahname ve sirkülerde belirtilen satış fiyatı, satışın Borsa'da yapılması halinde ise satış süresi boyunca Borsa'da oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasından satın almayı taahhüt etmesi gerekmektedir. Ancak, özelleştirme kapsamında yapılacak halka arzlarda, aracı kurumlardan satın alma zorunluluğu istenmeyebilir.

Bu halka arz yöntemine göre, gerçekleştirilecek halka açılmalarda gerekli diğer bir koşul ise Sermaye Piyasası Kanunu'nun Seri XII, No:1 Tebliğ 24. maddesine göre halka arz dönemine göre üçer aylık dönemler itibariyle 'bağımsız özel denetim' yaptırılmasıdır¹⁰⁶. Bağımsız denetleme çalışması, hisse senetleri halka arz edilecek ortaklığın muhasebe-raporlama sistemi hakkında bilgi verme işlevi

¹⁰⁶Akbulak, s.56.

yanında saydamlık kuralı gereği mali yapı hakkında objektif bilginin kamuya duyurulmasına da yardımcı olmayı amaçlamaktadır.

Bu yöntemin özelliği, hisse senetlerinin nominal bedelinin üzerinde satışı nedeniyle oluşacak prim tutarının, söz konusu hisse senetlerini ihraç etmiş olan işletmeye değil, hisse senetlerini halka arz etmiş olan gerçek ve tüzel kişi ortağa ait olmasıdır. Dolayısıyla, bu ortaklar elde ettikleri fonları istedikleri yerlerde kullanabilmektedirler. Bu da, arz edilen hisse senetlerini alan yatırımcıların sağladıkları fonların, hisse senetleri satın alınan işletme tarafından kullanılmama tehlikesini doğurmaktadır¹⁰⁷. Yani, halka açılarak sermaye piyasasından düşük maliyetli finansman kaynağı sağlamayı ve borç/özsermaye yapısını iyileştirmeyi amaçlayan işletmenin, bu yöntemle yapılan halka açılmada, oluşan kaynaktan doğrudan yararlanma imkanının olmamasıdır.

Hisse senetlerin halka arzlarında bu yöntemin kullanımının tercih edilmesindeki en belirgin nedenler; elde edilen fonların kullanımının serbest olması ve Vergi Usul Kanunu'nun 80.maddesine göre işletmeye vergi avantajı sağlamasıdır¹⁰⁸.

2.9.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Açılma

Ortaklık sermaye artırımı yolu ile hisse senetlerini iki şekilde halka arz edebilmektedir¹⁰⁹;

- i. Sermaye artırımı yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü rüçhan haklarını kısıtlayarak Borsa'da veya Borsa dışında halka satabilmektedir.
- ii. Sermaye artırımında ortaklarca rüçhan hakları kullanıldıktan sonra hisse senetlerini Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilmektedir.

¹⁰⁷ Halil Kıymaz , İMKB'de Halka Arzedilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB Dergisi, Yıl:1, Sayı:2, 1997, s.79.

¹⁰⁸ Akbulak, s.55-56.

¹⁰⁹ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, s. 196.

Sermaye artırımını ile halka açılma yöntemi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 'Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar' tebliği ile düzenlenmiştir¹¹⁰. Buna göre önşartlar;

- i) Yönetim Kurulu esas sözleşmenin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarısını hazırlayarak, madde değişikliği için SPK onayını almaktadır.
- ii) TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınmaktadır.

Sermaye artırımını yolu ile yapılan başvurularda halka arz edilecek hisse senetlerinin artırım sonrası ulaşılacak nominal sermaye oranının en az;

Sermayeleri 1.140.750 milyon TL'na kadar olan ortaklıklar için %15,

Sermayeleri 1.140.750 milyon TL ile 2.281.500 milyon TL arasında olan ortaklıklar için %10,

Sermayeleri 2.281.500 milyon TL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması şarttır.

Ancak yukarıdaki esaslar çerçevesinde sermayelerinin %15'inin altında bir oran ile ilk kez halka açılan ortaklıkların, halka açılma tarihlerini izleyen 3. yıl sonuna kadar, nominal sermayelerinin %15'ine tamamlanacak şekilde hisse senetlerinin Kurul'a kaydettirilmesi gerekmektedir. Söz konusu %15'lik oranın hesaplanmasında tamamlama işleminin yapıldığı tarihteki nominal sermaye dikkate alınmaktadır.

Sermaye artırımını yönteminin ön şartları belirtildikten sonra, yöntemin nasıl uygulandığı konusunda Sermaye Piyasası Kanunu'nca düzenlenen 'Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar' tebliğinden bilgi alınmaktadır¹¹¹. Tebliğe göre;

a) İşletmeler, hisse senetlerinin halka arz işlemini aracı kuruluşlar vasıtasıyla gerçekleştirmek zorundadır (madde 6).

¹¹⁰ SPK, Seri I, No:23 sayılı tebliği ile değiştirilmiş Seri I, No:22 sayılı tebliği, 'Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar'.

¹¹¹ SPK, Seri I, No:13 sayılı tebliği, 'Hisse senetlerinin Kurul Kaydına alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar'.

b) Borsa'da devamlı işlem gören ortaklıklar, hissedarlarına rüçhan haklarının kullanılması sonunda, kalan hisse senetlerin satışından elde edilen tutarın hisse senedi piyasa fiyatının nominal değer üzerinde olması halinde, aradaki farkın ortaklık bünyesine girmesi ve ortakların bu mali haktan dolayı bir biçimde de olsa, yararlanmalarını sağlamak amacı ile İMKB yönetmeliği çerçevesinde Borsa'da yapılması gerekmektedir (madde:16 ve 28).

c) Kurul'un Seri XII,No:1 sayılı Tebliği'nin 13. ve 21. Maddelerine göre en yakın 3 aylık mali tablolar üzerinde yaptırılacak bağımsız özel denetime ilişkin rapor hazırlanması gerekmektedir.

d) Aracı kuruluşlara fiyatlandırma ile ilgili raporun hazırlanması gerekmektedir.

Bu yöntemin mevcut hisselerin halka arzı yöntemine göre üstünlüğü, nominal bedelin üzerinde satışa sunulan hisse senetlerinden elde edilen hasılatın doğrudan doğruya, hisse senetlerini ihraç eden işletmenin kasasına girmesi ve dolayısıyla işletmenin belirlediği finansman stratejisi doğrultusunda kullanılmasıdır. Bu nedenle bu yöntem ile halka açılma, kaynakların kullanımında optimalliğe daha yakın olmaktadır ¹¹².

Sermaye artırımı yolu ile halka açılan işletmelerde, elde edilen ihraç primi, işletmede kalacak ve işletmenin kazanma gücünü arttıracaktır. Tasarruf sahibi açısından, diğer koşullar aynı kalmak üzere, en iyi seçenek, sermaye artırımı sırasında pay almaktır. Bu aşamada prim de ödense, bu prim ortağı olunan işletmenin özsermayesini arttıracak ve işletme bünyesinde kullanılacaktır.

İşletmeler hisse senetlerini halka arz ederken sermaye artırımı yöntemini fazla kullanmamaktadır. Bunun nedeni, sermaye artırımının gerektirdiği uzun hukuksal prosedür ile vergi düzenlemeleridir. 1993 yılı öncesindeki dönemde primli fiyat üzerinden elde edilen kazançların kurumlar vergisinden istisna tutulmakla beraber, %10 oranında gelir vergisi stopajına tabi tutulması halka açılacak işletmelerin bu yöntemi kullanmamasında bir etken olmuştur ¹¹³.

¹¹² Akbulak,s.57.

¹¹³ Akbulak,s.58.

2.9.3. Mevcut Hisse Senetlerin Halka Arzı ve Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arzın Aynı Anda Yapılması

İşletme hisse senetlerini halka arzında, her iki yöntemi birden kullanabilmektedir. Öncelikle bu yöntemin kullanılabilmesi için, Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlediği 'Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar' tebliğine göre halka açılacak işletmenin hisse senetlerinin¹¹⁴;

- a) Belli bir tertip ve gruba dahil olmaları halinde, o tertip ve gruptaki tüm hisse senedi bedellerinin; aksi takdirde ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,
- b) Nominal değerleri toplamının, Kurul'a başvuru tarihi itibariyle ortaklığın nominal sermayesine oranının en az:

Sermayeleri 1.140.750 milyon TL'na kadar olan ortaklıklar için %15,

Sermayeleri 1.140.750 milyon TL ile 2.281.500 milyon TL arasında olan ortaklıklar için %10,

Sermayeleri 2.281.500 milyon TL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması,

- c) Rehin veya teminata verilmek sureti ile devir ve tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanılmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması ,
- d) Kurul'un hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkin düzenlemelerine uygun olması gerekmektedir.

Hisse senetlerin halka arzında bu yöntem, yukarıda belirtilen esaslar doğrultusunda uygulanmaktadır.

Türkiye'de 1990 yılından 2000 yılına kadar gerçekleşen halka arzlarda kullanılan yöntemlerin dağılımı Tablo 2.3.'de belirtilmektedir.

¹¹⁴ SPK, Seri I, No:23 sayılı tebliği ile değiştirilmiş Seri I, No:22 sayılı tebliği, 'Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar '.

Tablo 2.3. 1990-2000 Yılları Arasından Gerçekleşen Halka Arzlarda Kullanılan Yöntemlerin Dağılımı

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ortak Satış	31	19	10	12	17	11	4	5	1	4	4
Sermaye Artırımı	2	3	4	4	8	13	13	19	13	5	13
Tedrici Usul	-	1	-	-	-	2	-	-	-	-	-
Ortak Satış /Sermaye Artışı	-	-	-	-	-	3	3	5	6	1	4
Halka arz yapılmadan işlem görmeye başlayanlar	2	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam	35	24	14	16	25	29	27	29	20	10	21

Kaynak: Halka Açılan Şirketler 1998,İMKB Yayınından derlenmiştir.

Tablo 2.3.'de işletmelerin, 1995 yılına kadar halka arz yöntemi olarak genelde mevcut hisse senetlerin halka arzı yöntemini (ortak satış) tercih ettikleri görülmektedir. 1995-2000 yılları arasında ise sermaye artırımı yöntemi ile halka arzlar daha çok kullanılmıştır. 1999 yılında gerçekleşen halka arzların %50'si sermaye artırımı, %40'ı mevcut hisse senetlerin halka arzı, %10'u sermaye artırımı/mevcut hisse senetlerin halka arzı şeklinde olmuştur. 2000 yılının Haziran ayına kadar olan halka arzların yaklaşık olarak %62'si sermaye artırımı, %19'u mevcut hisse senetlerin halka arzı,%19'u ise sermaye artırımı/ mevcut hisse senetlerin halka arzı şeklinde gerçekleşmiştir.

2. 10. Halka Arzda Satış Yöntemleri

Hisse senetlerini halka arz edecek olan ortakların uygulayacakları satış yöntemleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiştir. Böylelikle, hisse senedine yatırım yapacak olan yatırımcının ihraççı tarafından aldatılması önlenmiş olmaktadır. İhraççı, SPK'nun belirlediği satış yöntemleri arasında kendisine uygun olan yöntemi seçme özgürlüğüne sahiptir.

Sermaye Piyasası Kurumu, halka açılmalarda yatırım sahiplerine yapılacak olan menkul kıymet satış işlemlerinde uyulması gereken esasları, "Sermaye

Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar” tebliğinde belirtmiştir¹¹⁵:

- i. *Hisse Senetleri Borsa’da İşlem Gören Ortaklıklar*: Hisse senetleri Borsa’da nominal değerinin üzerinde işlem gören ortaklıkların, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların satışında “Borsa’da Satış” yönteminin kullanılması zorunludur¹¹⁶.
- ii. *Halka Açılmak Üzere Hisse Senedi Satışı Yapacak Ortaklıklar*: Halka açık olmayan ortaklıkların hisse senetlerinin hissedarları tarafından halka arz edilmesi ile, halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırarak, artırılan sermayeyi temsil eden paylarını kısmen veya tamamen halka arz etmeleri durumunda, “Talep Toplama” veya “Borsa’da Satış” yöntemlerinden birinin uygulanması zorunludur¹¹⁷.
- iii. *Nitelikleri Belirlenmiş Halka Açık Ortaklıklar*: Halka açık ortaklıkların sermaye artırımı yolu ile hisse senedi satışlarında, son yıla ait bilançolarına göre, hisselerin defter değeri nominal değerinin en az iki katı olan ortaklıkların, aynı bilanço üzerinden net dönem karı elde etmiş olmaları ve bilanço aktif toplamı 20 milyar TL.’yi aşmış olmaları halinde “Talep Toplama” veya “Borsa’da Satış” yöntemlerinden birinin uygulanması zorunludur.

2. 10.1. Talep Toplama Yöntemi

Talep toplama yönteminde, yatırımcıların satışa sunulan hisse senetlerine ilişkin talepler toplanmakta ve ardından satışa sunulan hisse senetleri yatırımcılar arasında dağıtımı yapılmaktadır. Bu yöntem ile satış iki şekilde olmaktadır: sabit fiyat veya fiyat teklifi yolu ile talep toplama yöntemleridir¹¹⁸.

¹¹⁵ SPK, Seri VIII, No:22, ‘Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği’.

¹¹⁶ SPK, Seri I, No:13’Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği’.

¹¹⁷ SPK, Seri I, No:14’Hissedarların Elleri Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arz Etmelerine İlişkin Esaslar Tebliği’.

¹¹⁸ SPK Tebliği;Seri VIII No:22, Madde 4.1.1.

2.10.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi

Satışa sunulan hisse senedi için, ihraççı veya hissedar tarafından sabit bir fiyat belirlenmektedir. Bu fiyattan almak isteyen yatırımcılar talep toplama süresi içinde satın almak istedikleri miktarı belirten talep formunu doldurmaktadır. Talep toplama süresi, sirküler ilanından itibaren en az 3, en çok 5 iş günü geçtikten sonra başlamaktadır ve en az 2 iş günü sürmektedir. Bu arada söz konusu yatırımcılar istedikleri miktara ait bedeli sirkülerde ilan olunan banka şubesine yatırmaktadır.

Sermaye piyasası araçlarının dağıtımındaki kurallar: Başvuru taleplerinin satışa sunulan hisse senedi tutarından az olması halinde bütün talepler karşılanmaktadır. Taleplerin satışa sunulan hisse senedi tutarından fazla olması durumunda ise dağıtım aşağıdaki şekilde gerçekleştirilmektedir: Varsa belirli bir yatırımcı kitlesi için ayrılan kısmı hariç olmak üzere satışa sunulan toplam tutar, talep eden yatırımcı sayısına bölünür ve bu suretle bulunan tutar ve altındaki alım talepleri karşılanır. Kalan tutar, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek aynı şekilde dağıtılır. Bu şekildeki dağıtım işlemine, satışa sunulan hisse senetlerin tamamı dağıtılıncaya kadar devam olunur. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda bir alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilmekte, ortaya çıkan miktarın bu alt sınırın altında kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılmaktadır ve bu miktarlar tekrar dağıtımına tabi tutulmaktadır. Dağıtım hesaplamalarında küsurat ortaya çıkması durumunda küsurat tam sayıya tamamlanarak, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcılar arasında yönetim kurulunun veya hissedarın uygun gördüğü şekilde dağıtım yapılmaktadır.

Kendileri için belirli bir miktar hisse senedi ayrılmış yatırımcılar arasında dağıtım, varsa ön talep toplama duyurusu ile izahname ve sirkülerde açıklanan esaslar çerçevesinde yapılır.

Talep toplama süresinin bitimini izleyen 2 iş günü içerisinde aracı kuruluş, bedelini bankaya ödeyerek hisse senedi almak isteyen yatırımcıların kimliklerini, yatırım fonlarının adlarını, yatırım ortaklıklarının ve diğer tüzel kişilerin ticaret ünvanlarını, talep ettikleri hisse senedi miktarını, miktar alt sınırlarını, hesaba para yatırdıkları tarih ve zamanı ve hisse senedinin yatırımcılar arasındaki dağılımını

gösteren listeyi ihraççı veya hissedara vermektedir. İhraççı veya hissedar da listesinin kendisine teslimini izleyen 2 işgünü içinde dağıtım listesini onaylayarak, aracı kuruluşa teslim etmektedir. Ayrıca karşılanamayan taleplere ve bedel iadelerine ilişkin bir liste de aynı sürede bankaya iletilmektedir. Banka, bu listeyi ilgili şubelerde ilan ederek, karşılanamayan taleplere ilişkin bedel iadelerini ihraççının/hissedarın bildirim tarihinden itibaren hemen yapmaktadır ¹¹⁹.

2.10.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama

Bu tür halka arzlarda sabit fiyatla talep toplama yönteminden farklı olarak ihraççı veya hissedar tarafından; asgari bir satış fiyatı belirlenmekte ve üzerindeki fiyat teklifleri toplanmaktadır. İhraççı tarafından belirlenen asgari fiyat baz alınarak, yatırımcıların bunun üzerindeki fiyat teklifleri ve miktara ilişkin talepleri, talep formu aracılığı ile toplanmaktadır. Talep toplama süresi, sirküler ilanından itibaren en az 3, en çok 5 işgünü geçtikten sonra başlamakta ve en az 2 işgünü olarak belirlenmektedir. Satışa sunulan hisse senetlerinden almak isteyen yatırımcıların, istedikleri miktara ilişkin teklif verdikleri fiyat üzerinden bedeli sirkülerdeki belirtilen bankaya, belirtilen sürede yatırıp, aracı kurumlarca düzenlenen talep formunu doldurmaktadırlar. Yatırımcılar istedikleri takdirde, talep formunda almak istedikleri miktara ilişkin bir alt sınır belirleyebilmektedir ¹²⁰.

Toplanan teklifler, en yüksek fiyat teklifinden en düşük fiyat teklifine doğru olmak üzere, her fiyat düzeyinde talep edilen miktarlar ile birikimli miktarları gösteren bir tabloya dönüştürülmektedir. Birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabildiği fiyat, satış fiyatı olarak belirlenmektedir.

Hisse senetleri dağıtımında, belirlenen satış fiyatını karşılayan teklifler dikkate alınmaktadır. Belirlenen fiyat düzeyinde talep edilen toplam hisse senedi miktarının satışa sunulandan fazla olması durumunda, en yüksek fiyatlı talepten başlamak sureti ile dağıtım yapılmaktadır. Oluşan fiyat seviyesinde birden fazla yatırımcının karşılanamayan talebi olması durumunda, yatırımcılar arasında dağıtım talep miktarı

¹¹⁹ Ancak, esas sermaye sistemini kabul etmiş ortaklıkların sermaye artırımını nedeni ile pay satışlarında hisse senetleri en geç 30 gün teslim edilir (SPK Madde 7).

¹²⁰ SPK Tebliği, Seri VIII, No:22, Madde: 4.1.2.

ile orantılı olarak yapılmaktadır. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda bir alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilmektedir. Ortaya çıkan miktarın bu alt sınırın altında kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkartılmakta ve bu miktarlar tekrar dağıtım tabi tutulmaktadır.

Talep toplama süresinin bitimini izleyen 2 iş günü içerisinde aracı kurum, bedelini bankaya ödeyerek hisse senedi almak isteyen yatırımcılar, talepleri ve dağıtım sonuçlarını içeren dağıtım listesini ihraççıya vermektedir. İhraççı, listenin teslimini izleyen 2 işgünü içerisinde dağıtım listesini onaylayarak aracı kuruma vermektedir. Karşılanamayan taleplere ilişkin bedel iadeleri, karşılanan taleplere ilişkin hisse senedi teslimi bu tarihten itibaren hemen yapılmaktadır ¹²¹.

2.10.2. Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi

Sermaye piyasası araçlarının-hisse senetlerinin, bizzat ihraççı veya aracı kurum tarafından belirli bir fiyat tespit edilerek, yatırımcılardan talep toplanmaksızın halka arz yolu ile satışdır. Bu yöntemde, Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlediği "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uyulmaktadır¹²². Talep toplama yöntemini uygulayan ihraççılara, sirküler ilanına rağmen yeterli talepte bulunulmaması halinde, talep dışı kalan sermaye piyasası araçları (hisse senetleri) için de bu yöntem uygulanmaktadır. Bu yöntemi, diğer yöntemleri kullanma zorunluluğu olmayan ihraççılar da kullanabilmektedir.

2.10.4. Borsada Satış Yöntemi

Hisse senetlerinin halka arzı, SPK'unun onayı üzerine İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği çerçevesinde İMKB Birinci El Piyasasında yapılmaktadır. Satışın Borsa'da yapılabilmesi, satıştan en az 20 iş günü önce Borsa tarafından gerekli görülen belgelerle birlikte Borsa'ya başvurulması ve Borsa Yönetim Kurulu'nca kabulü ve ilan edilmesi ile mümkündür ¹²³.

¹²¹ Ancak, esas sermaye sistemini kabul etmiş ortaklıkların sermaye artırımını nedeni ile pay satışlarında hisse senetleri en geç 30 gün teslim edilir (SPK Madde 7).

¹²² SPK, Seri I, No:13, 'Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'.

¹²³ SPK Tebliği, Seri VIII, No:22, Madde 6.

Tablo 2.4. Türkiye'deki Yıllar İtibariyle Halka Arzlarda Uygulanan Satış Yöntemleri

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi	5	16	25	28	19	8	21
Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama	18	7		1			
Borsada Satış Yöntemi	2	6	2		1	2	

Kaynak: Halka Açılan Şirketler 1998, İMKB Yayınından derlenmiştir.

Tablo 2.4 incelendiğinde işletmeler, 1994 yılı hariç 2000 yılına kadar olan hisse senetlerini halka arz ederken, satış yöntemi olarak genelde sabit fiyat ile talep toplama satış yöntemini uygulamışlardır. 1999 yılında gerçekleştirilen 10 halka arz işleminin 8'i sabit fiyat ile talep toplama satış yöntemini kullanırken, 2'si ise borsada satış yöntemini uygulamışlardır. 2000 yılında Haziran ayına kadar gerçekleşen 21 halka arz işleminin hepsinde sabit fiyat ile talep toplama satış yöntemi uygulanmıştır.

2.11. Hisse Senedi Halka Arz Fiyatını Belirleme Yöntemleri

İşletmelerin hisse senetlerini halka arz etmesi durumunda çıkarlarını ençoklamayı amaçlayan iki farklı grup karşı karşıya gelmektedir. Bu iki grubun memnun edilebilmesi için hisse senetlerin arz fiyatlarının iyi saptanması gerekmektedir. Hisse senedinin halka arz fiyatının belirlenmesi oldukça karmaşık bir işidir. Optimal bir arz fiyatı belirlenirken, işletmenin sektör içindeki durumu, pazarın büyüme hızı, rekabet gücü gibi faktörler de göz önünde bulundurulmalıdır. Yatırımcılar açısından hisse senedinin arz fiyatının belirlenmesi, kendisine kazandıracak şekilde olursa, yatırımcılar tarafından cazip bir yatırım aracı olarak nitelendirilecektir. Yüksek performansla sahip bir işletmenin hisse senedi bile eğer kötü fiyatlandırılmışsa, cazip bir yatırım aracı olmaktan çıkmıştır ¹²⁴.

Hisse senedinin halka arz fiyatını belirleme yöntemlerinde önce işletmenin değeri hesaplanmakta, bulunan değer hisse senedi sayısına bölünerek hisse senedinin fiyatına ulaşılmaktadır. İşletme değerinden hisse senedi değerine ulaşmak için

¹²⁴ Sudi Apak, Sermaye Piyasaları ve Borsa, 1. Basım, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1995, s.24-25.

yapılan hesaplamalar sırasında hisse senetleri ve tertipler arasında değer farklarına sebep olabilecek özelliklere dikkat edilmeli; intifa senetleri, kurucu hisseler, herhangi bir şekilde imtiyazlı hisseler özelliklerine göre değerlendirilmelidir ¹²⁵.

Uygulamada, aracı kuruluşlarca fiyat belirlenirken, işletmenin içinde bulunduğu sektör, ürettiği önemli markalar, unvan itibariyle tanınmışlık, mali yapı, yatırımlar ve halka arzdan sonra kalan payların satın alınma veya iade edilme durumlarının dikkate alındığı ve genellikle "underwriting yapılan" halka arzlarda, "en iyi gayret" esasına dayalı satışa oranla fiyatın daha düşük tutulduğu gözlenmektedir. Sektör ortalamasına göre düşük fiyatlama, borsada işlem görmeye başlamadan sonraki işlem fiyatlarını olumlu etkileyecek önemli bir unsurdur. Ancak, aradaki fark kadar prim, fiyat içerisinde saklıdır. Bu, da talebi uyarıcı bir etki yapmaktadır ¹²⁶.

Hisse senedi halka arz fiyatını belirleme yöntemlerinin açıklamalarına geçilmeden önce, bu fiyatları belirlerken dikkat edilmesi gereken faktörler incelenecektir.

2.11.1. Hisse Senetlerinin Halka Arz Fiyatları Belirlenirken Dikkat Edilmesi Gereken Faktörler

Hisse senetlerinin halka arzı sırasında, arz fiyatının belirlenirken piyasa, rakip işletmeler, piyasanın durumu gibi faktörlere dikkat edilmelidir.

2.11.1.1. Piyasa İle İlgili Faktörler

Hisse senetleri fiyatlandırılırken amaç, mevcut olan yatırım araçlarına göre daha cazip bir araç olarak ortaya çıkarak yatırımcıların ilgisini çekmektir. Yatırımcılar pazardaki hisse senetlerini daha pahalıya elde edeceklerse, yeni işletmenin hisselerini dikkate almazlar.

¹²⁵ Karşlı, s.467.

¹²⁶ Koç, s.80

Piyasa ile ilgili faktörler arasında menkul kıymetler borsasında işlem gören işletmelerin sayısının çokluğudur¹²⁷. Bu sayı işletmeler arasında rekabeti doğuracaktır. Belirlenecek olan fiyat bu rekabet ortamındaki işletmenin piyasadaki kendi payını da belirleyecektir.

2.11.1.2.Karşılaştırılabilir İşletmeler

Hisse senetlerini halka arz edecek işletmeler fiyat belirlerken, kendi sektöründe, kendi özelliklerine sahip halka açık bir işletmeyi örnek alırsa, işi kolaylaşabilmektedir. İşletme sektörün özelliklerine sahip ise, fiyat belirlenmesinde ortalama fiyat/kazanç oranı kullanılabilir. Fakat sürekli dalgalanma gösteren işletmeler sektör ortalamasını etkileyeceğinden, bu tür işletmelerin ortalamaya alınmaması gerekmektedir¹²⁸.

2.11.1.3. Piyasa Araştırmaları

Hisse senedin arz fiyatının belirlenmesinde rol alan bir diğer faktör ise aracı kurumları tarafından yapılan pazar araştırmalarıdır. Halka açılacak olan işletme için bu pazar araştırmaları tarafından belirlenen fiyat, piyasa için en uygun bir fiyat olacaktır. Bu pazar araştırmalarının en önemli özelliği, ileride potansiyel müşterilerin fikirlerinin alınmış olmasıdır. Böylelikle hisse senedine olan talebin nasıl olacağı hakkında önceden bir fikir edinilmiş olmaktadır.

2.11.2. Hisse Senedi Arz Fiyatını Belirleme Yöntemleri

Hisse senetlerinin halka arzı sırasında arz fiyatını belirlemede kullanılan bir çok yöntem mevcuttur. Burada en çok kullanılan yöntemler açıklanacaktır.

¹²⁷ Yavuz Akbulak, Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk:Halka Açılma,Bankacılar Dergisi, Sayı:15, 1995, s.60.

¹²⁸ Martin Sabine,Corporate Finance Going Public and Issuing New Equity and Takeovers, Mergers and Disposals, London,Butterworths,1987,s.70, Koç, s.80.

2.11.2.1. Defter Değeri

Bir işletmenin defter değeri bilançoya göre işletmenin özkaynağına eşittir.

$$\text{Defter Değeri} = \text{Toplam Aktifler} - \text{Borçlar}$$

Defter değeri, bir işletmenin varlıkları için ne ödediğini belirtirken, amortisman indirimlerini ve enflasyonu dikkate almamaktadır ¹²⁹. Yani defter değeri, işletmenin belli bir tarihteki fotografik muhasebe değerini temsil ettiğinden işletmenin geleceği ile ilgili çok az bilgi vermektedir. Bunun sonucu olarak da hisse senedinin ekonomik değerini yansıtamamaktadır ¹³⁰.

Sonuç olarak, işletmenin değeri hesaplanırken, enflasyon ve amortismanı dikkate alan ölçüler kullanılmaktadır. Defter değeri ise hisse senedi değerlemesi yöntemlerinden biri olan piyasa değeri/defter değer oranı yönteminde temel değişken olarak kullanılmaktadır.

2.11.2.2. Tasfiye Değeri Yöntemi

Bir işletmenin veya ortaklığın tasfiyesi, sahip olunan tüm varlıkların satılarak elde edilen gelirden bütün vergi ve harcamaların ödenmesi ve kalanın ortaklara dağıtılması durumudur. Buradan yola çıkarak bir işletmenin tasfiye değeri, varlıkların satışından elde edilen gelirdir denilebilir ¹³¹. Tasfiye değeri, formül olarak şu şekilde ifade edilmektedir:

$$\text{Tasfiye Değeri} = \text{Duran Varlıkların Tahmini Satış Bedeli} + \text{Hazır Değerler} -$$

$$\text{Kısa Vadeli Borçlar} - \text{Uzun Vadeli Borçlar} -$$

$$\text{Kıdem Tazminatı Ödemeleri} - \text{Birikmiş Vergi ve Yasal Yükümlülükler} ¹³²$$

Tasfiye değerinin defter değerinden farkı, varlıkların cari piyasa değerinin tarihi maliyetlerden çok farklı olmasından kaynaklanır. Bu farklılık, enflasyon gerçeğinden dolayı, maddi duran varlıkların, iştiraklerin ve stokların değer kazanmış olmasının sonucudur. Diğer taraftan, alacakların tahsilindeki sorunlar, maddi olmayan sabit değerlerin ve aktifleştirilmiş giderlerin tasfiye sırasında bir değer taşımamaları ve

¹²⁹ Brealey , Myers, Marcus, s.122.

¹³⁰ Erich A. Helfert, *Techniques of Financial Analysis*, Irwin, Illinois,1987, s.340.

¹³¹ E. Needles Belverd, *Financial Accounting*, Houghton Mifflin Company, 5.th Ed.,1994,s.836.

¹³² Citibank, *Corporate Valuation*, 1990, s.11,

kayıtlı defter değerlerine göre daha düşük bir likidasyon değerine sahip olmaları, işletmenin tasfiye değeri üzerinde azaltıcı bir etkide bulunmaktadır ¹³³.

Tasfiye değeri, bir işletmenin hisse senedi değerlendirmesinde işletme değeri için kullanılan en düşük fiyattır. Gelişen ve güçlü bir işletmenin halka açılmasında bu değer fazla bir önemi yoktur ¹³⁴.

2.11.2.3. Aktif Değeri Yöntemi

İşletme varlıklarını kısa sürede likidite edebiliyorsa, hisse senedi değerlendirme yöntemlerinden Aktif Değeri Yöntemini kullanabilmektedir. Aktif Değer Yöntemi, iki farklı şekilde uygulanmaktadır.

2.11.2.3.1. Maddi Duran Varlık Değeri

Maddi duran varlık, işletme amaçlarına uygun olarak işletme faaliyetlerinde kullanılmak üzere edinilen ve tahmini kullanma ömrü bir dönemden fazla olan fiziki varlık kalemleri ile bunlarla ilgili birikmiş amortismanlardan oluşan hesap grubudur ¹³⁵. Bu varlıkların değeri ise işletmenin türlerine göre, kapasiteden hareket ederek birim değerler ile hesaplanmaktadır. Örneğin, modern döküm fabrikalarında kapasitenin bir tonu için yatırım değeri, deniz nakliyat şirketlerinde taşıtların tonaj başına birim değeri kullanılmaktadır.

Maddi duran varlık değeri bir de, işletmenin sahip olduğu makine, teçhizat ve diğer duran varlıkların aynı özellikteki yeni varlıklarla yeniden oluşturma maliyeti şeklinde de tanımlanmaktadır. Fakat bu değerlendirme yönteminde bazı problemler ortaya çıkmaktadır. Bu problemlerin bir tanesi, ilgili maddi duran varlıkların orijinal halleri ile yeniden kurulup kurulamaması sorunudur. Çünkü zaman içerisinde fiziksel varlıklar teknoloji değişikliğinin yanı sıra, hasar veya eskimeye maruz kalmaktadır ¹³⁶. Bunun yanı sıra, işletmenin faaliyet gösterdiği sektöre özel kullanım sahası olan bir makinenin yeniden kurulma maliyeti o kadar yüksek olabilir ki, yeniden kurulma ekonomik olmayabilir. Makine çalıştığı sürece işletme için pozitif nakit akışı

¹³³ Akgüç, s.710.

¹³⁴ Koç, s. 83.

¹³⁵ Nalan Akdoğan, Nejat Tenker, Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 1999, s.66.

¹³⁶ Karslı, s.468.

sağlayabilecek böyle bir makinenin yeniden kurulma maliyeti, yaratacağı nakit akışlarının bugünkü değerinin çok üzerinde oluşabilecektir ¹³⁷.

Maddi duran varlık değeri, aynı zamanda işletmenin tasfiye değerinin tahmininde bir temel oluşturmaktadır ¹³⁸.

2.11.2.3.2. Gerçek Aktif Değeri

Gerçek aktif değeri, hisse senedi fiyatının belirlenmesinde, maddi varlıklar ile birlikte, işletmenin bilançosunda gizli kalan ve hemen gelir sağlamayacak maddi duran varlıkları da dikkate almaktadır. Bu değerlemede sahip olunan patentler, kullanım hakları, teknoloji, işletmenin piyasadaki yeri ve isim hakkı da değerlemeye alınmaktadır ¹³⁹.

2.11.2.4. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi

Piyasa değeri/defter değeri oranı yöntemiyle işletmenin hisse senedi arz fiyatının belirlenmesi için işletmenin geçmiş verilerinden veya aynı endüstrideki işletmelerin verilerinden yararlanılmaktadır. Bu oran, yatırımcılara işletmenin değeri hakkında bilgi vermektedir ¹⁴⁰.

*Hisse senedinin arz fiyatı=Defter değeri * (Piyasa değeri/Defter değeri)*

Piyasa değeri/defter değeri oranı, borsa fiyatlarına bağlı kalındığından dolayı, borsa ile ilgili konjonktürel etkileri halka arz fiyatına yansımakta ve halka arzın zamanlamasında önem taşımaktadır ¹⁴¹. Ancak, borsa ile ilgili verilerin diğer işletmelerin piyasa fiyatlarından etkilenmesi, dolayısıyla temelde bu işletmelere ait beklentileri içermesi, hesaplanan defter değerlerinin geçmişe ait verileri yansıtması ve muhasebe dışı faktörleri hesaba katmaması, hisse senetleri halka arz edilecek olan işletmeye ait özel bilgiler ve beklentilerin göz ardı edilmesine neden olmaktadır.

¹³⁷ Helfert, s.340.

¹³⁸ Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, Valuation.Measuring and Manging the Value of Companies, Wiley, ABD, 1990, s.218.

¹³⁹ Arun Aggarwal, Richard Hines, 'Merger and Acquisition Valuation Techniques', International Treasury Management, Price Watehouse, Londra, 1988, s.20.

¹⁴⁰ Weston, Besley, Brigham, s.105.

¹⁴¹ Bolak, s.164.

2.11.2.5. Fiyat/Kazanç Oranı

Fiyat/kazanç oranı, işletme tarafından ilan edilen hisse başına kazanç için yatırımcının bir hisse senedine vermeyi kabul ettiği fiyatın oranını yansıtmaktadır ¹⁴². Başka bir deyişle, fiyat/kazanç oranı yatırımcıların, işletmenin hisse başına karına karşılık, kaç TL ödemeye razı olduklarını göstermektedir ¹⁴³.

Fiyat/kazanç Oranı= Hisse senedi piyasa fiyatı/Hisse başına kar

Hisse başına kar=Net kar fiyatı/Hisse senedi sayısı

Yüksek fiyat/kazanç oranına sahip işletmeler, hızlı gelişmekte olan, güçlü ve büyük işletmelerdir. Bir de, düşük fiyat/kazanç oranına sahip işletmeler için tehlike oluşturmaktadırlar.

Halka açılacak olan işletme kendi uygun fiyat/kazanç oranını belirlerken, benzer endüstrilerdeki sermaye yapısı, gelirleri, üretim düzeyi benzer olan halka açık işletmelerin fiyat/kazanç oranlarından yararlanmaktadır. Bu işlem sırasında, karşılaştırılan işletmelerin günlük hisse senedi satış fiyatları, diğer finansal ve sosyal veriler toplanarak, analiz edilmektedir. Analistin, halka açılacak olan işletmenin uygun fiyat/kazanç oranının tahmini sırasında, karşılaştırılan işletmeler ile ilgili olarak zayıf ve kuvvetli taraflarını ortaya çıkarması gerekmektedir. Bu analizler sonucunda, hisse senedi fiyatı belirlenecek olan işletmenin fiyat/kazanç oranı, karşılaştırma yapılan işletmelerin fiyat/kazanç oranları dizisi içinde uygun bir yere yerleştirilmektedir ¹⁴⁴.

¹⁴² Cengiz Erol, İşletmelerde Finansal Yönetim, İmge Kitabevi, 1999, s.161.

¹⁴³ Brigham, s.82-83.

¹⁴⁴ Koç, s.92.

Tablo 2.5. Yıllara Göre Fiyat/Kazanç Oranı Dağılımı

Yıllar	Fiyat/Kazanç Oranı
1990	23.97
1991	15.88
1992	11.39
1993	25.75
1994	24.83
1995	9.23
1996	12.15
1997	24.39
1998	8.84
1999	37.62
2000*	26.62

Kaynak: İMKB Aylık Bülten 2000.

İMKB'de işlem gören işletmelerin yıl sonu fiyat/kazanç oranı ortalamaları 1990 ile 2000 yıl Temmuz ayı sonuna kadar ki zaman aralığında 8,84 ile 39.02 arasında değişim göstermektedir. Tablo 2.5. incelendiğinde fiyat/kazanç oranı ortalamaları son 10 yıl içerisinde çok hareketlilik gösterdiği görülür. Bu oran, 1998 yılında 8,84 oranıyla en düşük seviyede iken, 1999 yılında 37,62 oranı ile en yüksek değeri almaktadır. Fiyat/kazanç oranının yüksekliği, sermaye piyasasının gelişmişliğini ve sermaye birikiminin fazlalığını göstermektedir.

2.11.2.6. Temettülerin Kapitalizasyonu Yöntemi

Temettü kapitalizasyonu yöntemine göre, hisse senedinin bugünkü piyasa fiyatı, potansiyel yatırım geliri, net faiz oranı, satın alma risk primi, işletme ve finansal risk primleri ve bunun gibi her etmen, işletmeden elde edilecek gelirin (temettülerin) şimdiki değerine eşittir ¹⁴⁵.

¹⁴⁵ Erol, s.131.

* 2000 yılı Temmuz ayı rakamları 07.07.2000 tarihi itibarıyla.

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

d_i , herhangi bir hisse senedinin i yıl temettü miktarıdır, $i:1,2,\dots,n$.

k , belli bir iskonto oranıdır, P_n , hisse senedinin n . yılda sahip olacağı piyasa değeridir (gelecekteki değeri).

Temettü kapitalizasyonu yöntemine göre, belirli bir anda bir hisse senedi fiyatının belirleyicisi, gelecekteki temettü ödemeleri ile hisse senedinin gelecekteki fiyatıdır. Geleceğe dönük tahminler yeterince uzatılırsa, hisse senedinin cari fiyatının, sınırsız bir süre ile her yıl elde edeceği beklenen temettülerin bugünkü değerleri toplamına eşit olması gerekmektedir¹⁴⁶. Bu yöntemle göre gelecek değer;

$$P_n = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+k)^{1-n}}$$

olacağından hisse senedinin değeri şu denklemlerle gösterilebilir:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+k)^t}$$

Temettü kapitalizasyonu yöntemi ile hisse senedi fiyatı hesaplanmasında, kullanılan iskonto oranı (k) önem taşımaktadır. Yapılan hesaplamaların sağlıklı ve gerçekçi olabilmesi için iskonto oranının; risksiz yatırım faiz oranı (hazine bonusu ve benzeri yatırımların faiz oranı), hisse senetlerine yatırım yapmanın getireceği risk primi ve ilgili işletmenin gelecekteki temettülere ilişkin tahminlere ait belirsizlikleri içermesi gerekmektedir¹⁴⁷.

Bu modelin dezavantajı, işletmenin gelecek birkaç yıl dağıtacağı temettüler hesaplanabilse de, sonsuza kadar dağıtacağı temettülerin belirlenmenin mümkün olmamasıdır¹⁴⁸. Diğer bir dezavantajı ise, bu modelin yalnızca dağıtılan temettüleri dikkate almasıdır. Yani birikmiş karları ihmal etmektedir.

¹⁴⁶ Akgüç, s.663.

¹⁴⁷ Jerome B. Cohen, Edward D. Zinbarg, Arthur Zeikel, Investment Analysis and Portfolio Management, Irwin, ABD, 1987, s.346.

¹⁴⁸ Bolak, s.159.

Temettü kapitalizasyonu yönteminde, yalnızca mevcut sermayeye ait hisselerle ödenecek temettü hesaplamalarda kullanılması gerekmektedir. İşletme ileride sermaye arttırımına gittiğinde, ihraç edilecek olan yeni hisse senetleri, ihraç yılından itibaren işletmenin ödeyeceği toplam temettünün yalnızca bir kısmını kapsayacaktır. İşletmenin mevcut sermayesini temsil eden hisse senetlerinin cari fiyatı ise, mevcut hisselerle gelecekte ödenecek temettülerin bugünkü değeridir ¹⁴⁹.

Dünyaca bilinen Digital Equipment Corporation (DEC) kuruluşundan itibaren çok uzun yıllar temettü ödememiştir ¹⁵⁰. Çünkü ödeyeceği temettü, ya hızlı büyümesinden feragat etmesini gerektirecek, ya da başka yöntemlerle finansman ihtiyacını karşılama yoluna gitmesini gerektirecekti. Buna rağmen, 1989 yılında DEC'in piyasa değerinin 15 milyon ABD dolarına ulaşmış olması, yatırımcılar işletmenin kar dağıtmamasından gayet memnun olduklarını ifade etmişlerdir. DEC hisse senetlerine yatırım yapanlar, gelecekte elde edilecek daha yüksek temettü gelirlerinden vazgeçmişlerdir. Bu örnek göz önüne alınarak, temettü kapitalizasyonu yöntemi, ancak istikrarlı bir karlılık düzeyi olan ve karının büyük kısmını temettü olarak dağıtmayı amaç edinmiş işletmelerin hisse senedi değerinin hesaplanmasında kullanıldığında geçerli ve güvenilir bir yöntemdir ¹⁵¹.

2.11.2.6.1. Sıfır Temettü Büyümesi Modeli

Bu modele göre işletme, yatırımcılarına dağıtacağı temettü miktarında yıllar itibariyle herhangi bir değişiklik yapmamaktadır. Yani $D=D_1=D_2=D_3= \dots$ olmaktadır. Bu durumda yukarıda verilen genel temettü kapitalizasyonu denklemi şu şekle dönüşmektedir ¹⁵².

$$P_0 = \frac{d_1}{k_s}$$

k_s : belli bir iskonto oranı

İşletme hisse senedi fiyat belirleme aşamasında temettü ödemelerinin her yıl

¹⁴⁹ Brealey, Myers, s.53.

¹⁵⁰ Aggarwal, Hines, s.19.

¹⁵¹ Brealey, Myers, s.60.

¹⁵² Brigham, s.212-213.

aynı olduğunun varsayılması doğru olmaz. Gelişmekte olan ülkelerde, işletmelerin yatırımcılarına dağıttıkları temettü miktarları, yıllar ilerledikçe artış göstermektedir ¹⁵³. Bu yöntem ancak gelişmiş, büyümesini tamamlamış işletmeler tarafından sağlıklı şekilde kullanılmaktadır.

2.11.2.6.2. Sabit Temettü Büyümesi Modeli

Sabit temettü modeline göre, hisse senedinin beklenen temettü miktarları "g" gibi sabit bir oranda artmaktadır. Yani yatırımcılara her yıl dağıtılacak temettü miktarı eşit oranda artacaktır ¹⁵⁴. Bu modele, Gordon büyüme modeli de denmektedir.

Genel temettü kapitalizasyonu denklemi temettülerin sabit oranda artacağı düşünülerek oluşturulursa, hisse senedi fiyatı şu formülle hesaplanmaktadır:

$$P_0 = \frac{d_1}{k-g}$$

Bu modelde, k (getiri oranı) daima g'den (büyüme oranı) büyük olduğu varsayılmaktadır. Aksi takdirde, elde edilen sonuçlar yanlış ve anlamsız olmaktadır. Aynı zamanda, yıllar sonra temettülerin bugünkü değeri çok yüksek olacağından, hisse senedi fiyatının tahmini yanlış olacaktır ¹⁵⁵.

2.11.2.6.3. Değişken Temettü Büyümesi Modeli

İşletmelerin yaşam eğrisi incelendiğinde, kuruluş yıllarında elde ettiği karlar, ekonomideki büyüme oranından daha fazla olmakta, daha sonra elde edilen karlar ekonomideki büyüme ile aynı düzeyde artmakta, sonunda ise ekonomideki büyümenin altında seyir göstermektedir. 1920'lerdeki otomobil üreticileri, 1990'lardaki bilgisayar üretici firmalarından Microsoft, bu yaşam eğrisinin ilk devresine örnek olarak gösterilebilir. Tütün endüstrisi veya maden sektöründeki işletmeler ekonomideki büyüme ile aynı seviyede artış gösteren işletmelerdir. Ekonomideki büyüme ile aynı oranda büyüme göstermeyen işletmeler yıllar itibariyle farklı büyüme oranlarına sahiptirler ¹⁵⁶. Bu tür işletmeler, değişken karlarından etkilenerak yatırımcılarına değişken oranda temettü dağıtmaktadırlar.

¹⁵³ Bolak, s.159.

¹⁵⁴ Erol, s.135-136,

¹⁵⁵ Brealey, Myers, Marcus, s.129-130

¹⁵⁶ Weston, Besley, Brigham, s.307-308.

Değişken oranda temettü dağıtan işletmeler, yaşam eğrisinin ilk “n” yıl süresince “g₁” büyüme oranı, “n+1”. yıldan sonra “g₂” büyüme oranı ile yatırımcılarına temettü dağıtacağı düşünülürse, hisse senedi fiyatını belirleme formülü şu şekilde olacaktır ¹⁵⁷:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{d_0(1+g_1)^t}{(1+k)^t} + \frac{1}{(1+k)^n} \frac{d_{n+1}}{(k-g_2)}$$

Denklemin ilk bölümünde, n yılına kadar “g₁” büyüme oranı ile artacak temettülerin bugünkü değeri, ikinci bölümünde ise n yılından sonsuza kadar her yıl “g₂” büyüme oranı ile temettülerin ödemelerinin , önce n yılındaki, sonra da bugünkü değerleri hesaplanmaktadır.

2.11.2.7. Serbest Nakit Akışlarının Kapitalizasyonu Yöntemi

Serbest nakit akışlarının kapitalizasyonu yöntemi, işletmelerin ekonomik ömürleri boyunca oluşturacakları net karlarını, amortisman değerlerini ve net yatırım tutarlarını temel almaktadır. Gelecek her yıl için belirlenen serbest nakit akımı, öngörülen net karlara amortisman değerlerinin eklenmesi ve yapılması planlanan net yatırım tutarlarının çıkarılması suretiyle elde edilmektedir.

Serbest nakit akışlarının kapitalizasyonu yöntemi ile hisse senedinin fiyatı (P₀), şu şekilde hesaplanmaktadır¹⁵⁸:

$$P_0 = \frac{E_1}{1+k} + \frac{E_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{E_n}{(1+k)^n} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

← Düzeltilmiş Kazançların →
← İşletmenin Gelecekteki →
Bugünkü Değeri
Değerinin Bugünkü Değeri

k: iskonto oranı E:n sayıda yıla ait tahmini serbest nakit akışları

Değerleme süresi, genelde 7-10 yıl olarak alınmaktadır. Belirlenen süreden sonsuza kadar olan dönemde işletmenin yıllık nakit akımlarının belirlenmesi mümkün olmadığından, işletmenin sonsuza kadar olan nakit akımları için gelecek değeri baz

¹⁵⁷ Bolak, s.160.

¹⁵⁸ Brealey, Myers, s.64.

alınmaktadır. İşletmenin gelecek değeri, hesaplanan cari değer içerisinde önemli orana sahiptir. Bu nedenle, gerçekçi bir cari değere ulaşabilmek için gelecek değerinin sağlıklı tahmin edilmesi önem taşımaktadır ¹⁵⁹. Bu tahmin, yukarıda incelenen hisse senedi fiyatı belirleme yöntemleri ile gerçekleştirilmektedir.

Serbest nakit akışlarının kapitalizasyonu ile hisse senedi fiyatı belirleme konusundaki en büyük problem, yöntemin içerdiği tahmin ve geleceğe dönük projeksiyonlardaki belirsizliklerdir. Piyasalar, ürünler, fiyatlama, rekabet, yönetim, ekonomi, faiz oranları gibi konularda geleceğe dönük tahminler yapmak gerekmektedir. Ayrıca kullanılan iskonto oranı, belirlenen fiyat üzerinde büyük önem taşımaktadır¹⁶⁰.

Bu yöntemle hisse senedi fiyatının belirlenmesinde, işletme karının ne kadarının temettü olarak dağıtıldığı önem taşımamakta, böylece dağıtılmayan karların uzun vadede işletmenin aktifinde yaratacağı değer artışı da dikkate alınmış olmaktadır.

ABD'de 1988 yılında 35 işletme ile ilgili satışların büyümesi, faaliyet karı marjı, sermaye harcamaları ve işletme sermayesi ihtiyacı konularında yapılmış olan tahminler baz alınarak gerçekleştirilen amprik bir çalışma, bu yöntemin başarısını vurgulamaktadır. Yapılan çalışmanın serbest nakit akışlarının kapitalizasyonu ile bulunduğu fiyatların, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarından sapması, ortalama %9.2 olarak gerçekleşmiştir ¹⁶¹.

¹⁵⁹ Copeland, Koller, Murrin, s.207-208.

¹⁶⁰ Robert Lawrence Kuhn, Investment Banking: The Art and Science of High-Stakes Dealmaking, Harper&Row, New York, 1990, s.101.

¹⁶¹ J. Fred Weston, Thomas E. Copeland, Managerial Finance, Dryen Press, ABD, 1992, s.748.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1999 YILINDA HALKA ARZ EDİLEN HİSSE SENETLERİN PERFORMANSLARI

3.1.Çalışmanın Amacı

Halka arz edilen hisse senetlerinin performansları ile ilgili olarak yapılan çalışmaları ile elde edilen sonuçlar; hisse senetlerin arz fiyatlarının piyasa fiyatının altında olduğunu ve böylece borsada ilk işlem günlerinde prim yaptıkları şeklindedir.

ABD'de hisse senetlerinin performanslarını değerlendiren birçok araştırmacı kısa dönemde düşük fiyatlamanın var olduğunu, fakat hisse senetlerinin fiyatları uzun dönemde izlendiğinde performanslarında büyük farklılıkların olmadığı sonucuna varmışlardır. Yapılan çalışmaların bazılarında düşük fiyatlama olgusunun uzun dönemde de devam ettiği ortaya konulurken, bazılarında düşük fiyatlamanın etkisini yitirdiği belirtilmektedir¹⁶².

Türkiye'de Güzelan ve Açar'ın yaptığı bir çalışmada (1991), 1989-1991 Mart döneminde halka arz edilmiş olan hisse senetlerinin ilk gündeki piyasaya göre düzeltilmiş getirilerinin %2.6 olduğunu belirtirken, Kıymaz'ın "Finans ve İmalat Sanayi Sektörlerinde 1990-1995 Döneminde Halka Arzları" incelediği çalışmasında, ilk gün piyasaya düzeltilmiş anormal getirilerinin bütün halka açılan işletmeler için %15.3 olduğunu ortaya koymuştur¹⁶³. Kıymaz aynı çalışmasında, hisse senetlerinin ilk gündeki pozitif ham ve anormal getirilerinin yerini, negatif getirilerin aldığını gözlemlemiştir. Bengi Özer, İMKB'nda Kasım 1989-Nisan 1994 döneminde ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansını çeşitli açılardan, geniş bir zaman diliminde ve tüm hisse senetlerini göz önüne alarak incelemiştir. Çalışmasının sonucunda halka arz sonrası ilk üç gün içinde hisse senetlerinin istatistiksel olarak

¹⁶² R. Aggarwal, R. Leal, F. Hernandez, The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America, Financial Management, 1993, s. 45.

¹⁶³ Halil Kıymaz, Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları:Finans Sektörüne Bakış, Uzman Gözüyle Bankacılık, 1996, s.22-25.

piyasa üstünde getiri getirdiğini, ilk üç gün sonraki getirilerin ise piyasadan farklı olmadığını göstermiştir¹⁶⁴.

Sonuç olarak hisse senetlerinin performanslarını değerlendiren çalışmalarda düşük fiyatlamanın kısa dönemde varlığını gösterdiği belirtilmiştir. Ancak uzun dönem analizlerinde bu konuda farklı değerlendirmeler ortaya konulmaktadır.

Bu çalışmada ise, İMKB'de 1999 yılında hisselerini arz eden kuruluşların kısa dönem performansları incelenecektir. Halka arz edilen bu hisse senetlerinin ilk gün ve ilk gün sonrası getirilerinin ne şekilde seyir gösterdiği belirtilecektir.

3.2. Kullanılan Veriler

Bu çalışmada 1/Ocak-31/Aralık/1999 döneminde hisse senetlerini halka arz eden ve İMKB'de işlem görmeye başlayan 10 işletmeye ait hisselerin performansları incelenmiştir. İşletmelerin arz ettiği hisse senetlerinin performanslarının değerlendirilmesinde kullanılan tüm veriler İMKB Bilgi Sistemlerinden ve strateji.com.tr. web sayfasından elde edilmiştir.

1999 yılında hisse senetlerini halka arzeden işletmeler 5 ayrı sektörde yer almaktadır:

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları:	4
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	: 3
Holdingleler:	: 1
Elektrik,Su,Gaz	: 1
Diğer İmalat Sanayi	: 1

Son üç işletme, diğer işletmeler grubu altında toplanarak analizler yapılacaktır. Bu işletmelerin %30'u yılın ilk yarısında halka arz edilirken, %70'i ikinci yarısında halka arz edilmiştir. İşletmeler hisselerini halka arz ederek toplam 46,472,932,825,000TL.lık kaynak toplamışlardır.

¹⁶⁴ Bengi Özer, Price Performance of Initial Public Offerings in Turkey, Capital Market Board, Pub. No.:128,1999, s.25.

Tablo 3.1. 1999 Yılında Halka Arz Edilen Hisselere İlişkin İstatistikler

Gruplar	Sayı	Halka açılma oranı (%)	Toplam Hasılat (bin TL)
Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	4	56.75	1,300,832,825
Gayri Menkul Yatırım Ortaklığı	3	42,67	39,465,100,000
Holdingleler	1	5,81	2,000,000,000
Elektrik,Su,Gaz	1	7	1,782,000,000
Diğer İmalat Sanayi	1	15,52	1,925,000,000
Toplam	10	15,55	46,472,932,825

Kaynak: İMKB.gov.tr

Tablo 3.1. de belirtildiği gibi menkul kıymetler, yatırım ortaklığı sektöründe yer alan işletmeler ortalama olarak %56.75, gayri menkul yatırım ortaklığında yer alan işletmeler ortalama olarak %42.67, holding sektöründe yer alan işletme %5.81, elektrik, su, gaz sektöründe yer alan işletme %7, diğer imalat sanayi sektöründe yer alan işletme ise %15,52 oranında halka açılmışlardır.

1999 yılında halka arz edilen hisse senetlerin performansları değerlendirilirken bazı performans değişkenlerinden yararlanılmıştır. Bu değişkenler ve tanımları aşağıda açıklanmıştır.

- **Ham getiri:** Piyasa hareketlerine göre düzeltilmemiş getiridir¹⁶⁵. Arz edilmiş hisse senedi ham getirisinin hesaplanabilmesi için öncelikle hisse senedinin herhangi bir t günü getirisinin bilinmesi gerekmektedir.

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1 \quad P_{i,t}: i \text{ firmasının } t \text{ günündeki kapanış fiyatı}$$

¹⁶⁵ Özer, s.25.

Ham getiri, hisse senedinin arz edilen günün açılış ve kapanış fiyatları arasındaki farkın yüzdesini ifade etmektedir. Hisse senedinin menkul kıymetler borsasında ilk işlem gördüğü günün açılış fiyatı arz fiyatına eşittir.

- **Ortalama Ham Getiri:** Halka arz edilen hisse senedinin ortalama ham getirisi şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$ARR_t = \frac{\sum_{i=1}^N RR_{i,t}}{N} \quad N: \text{Aynı yıl hisse senedi arz eden işletme sayısı}$$

- **Anormal Getiri:** Halka arz edilen hisse senedinin anormal getirisi piyasa getirisi ile bağlantılıdır. Herhangi bir t günü piyasa getirisi şu şekilde hesaplanmaktadır ¹⁶⁶:

$$R_{m,t} = \frac{P_{m,t}}{P_{m,t-1}} - 1 \quad P_{m,t} : t \text{ günü İMKB Bileşik Endeksi kapanış değeri}$$

Halka arzedilen hisse senetlerin anormal getirisini ifade eden İMKB Bileşik Endeks getirisinin çıkarılmasıyla elde edilmektedir:

$$AR_i = R_i - R_m$$

- **Ortalama Anormal Getiri:** Bir hisse senedinin arz edildiği güne t=0 denilirse, arzdan sonraki herhangi bir t gününde n adet hisse senedinin ortalama anormal getirisi şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\overline{AR} = \frac{\sum_{i=1}^n (AR_{i,t} / n_t)}$$

- **Birikimli Anormal Getiri:** Arzedilen hisse senetlerin birikimli anormal getirileri her t günün sonunda hesaplanmaktadır. t günü için birikimli anormal getiri, ortalama anormal getirilerin günün sonuna kadar toplamıdır.

$$CAR = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

¹⁶⁶ Kıymaz, s.43.

3.3. Yöntem

Bu çalışmada, 1999 yılında halka arzedilen hisse senetlerin kısa dönem fiyat performansları incelenirken, iki performans ölçüsü kullanılmıştır¹⁶⁷: arz günü gerçekleşen getiriler ve arzdan sonra gerçekleşen getiriler.

Arz günü gerçekleşen getiriler: Hisse senedinin borsada işlem gördüğü ilk günde elde edilen getirilerdir. İki farklı arz günü getirisi vardır: ham getiri ve anormal getiri.

Arz günü sonrası getiriler: Hisse senedinin arzedildiği günden sonraki zaman diliminde performansının nasıl bir hareketlilik gösterdiği hakkında bilgi veren getirilerdir. Bu tür getiriler, hem günlük hem de çeşitli zaman dilimlerinde oluşan birikimli getirileri kapsamaktadır.

Bu çalışmada halka arz edilen hisse senetlerinin performansını değerlendirmek için Olay Çalışması (Event Study) yöntemi kullanılmıştır. Hisse senetlerinin performansı 6 aylık bir dönem içerisinde ölçülmektedir. Arz günündeki kapanış fiyatları dikkate alınarak 1 haftalık, 1 aylık, ve 6 aylık birikimli anormal getiriler hesaplanmıştır. Bir de, hisse senedinin arz edildiği güne $t=1$ denilmek suretiyle, bunu izleyen herhangi bir t gününde n adet hisse senedinin ortalama anormal getirileri hesaplanmıştır.

Ortalama anormal getirilerin ve ham getirilerin belirlenen zaman dilimleri itibariyle anlamlılığı t - testi ile belirlenmiştir. t testinde kullanılan hipotez;

H_0 = Anormal/ham getiri 0'a eşittir.

H_1 =Anormal/ham getiri 0'dan farklıdır.

Bu çalışmada bir de arz sonrası farklı iki gün arasında oluşan birikimli anormal getirilerin birbirinden bağımsız olup olmadığı t istatistik testi ile test edilmiştir. t testinde kullanılan hipotez;

H_0 = Farklı zaman dilimlerindeki birikimli anormal getiriler sıfıra eşittir.

H_1 = Farklı zaman dilimlerindeki birikimli anormal getiriler sıfırdan farklıdır.

¹⁶⁷ Kıymaz, s. 45.

3.4. Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Performansları

Hisse senetlerin kısa dönem performansları, İMKB'deki ilk işlem gününde oluşan ilk gün getirileri ve ilk gün sonrasındaki farklı zaman dilimlerinde oluşan getirilerin analizi yapılarak ölçülmektedir. İlk gün getirilerinde, ham getiri ve ilk 10 gün de oluşan anormal getiriler , ilk gün sonrası getirilerde ise farklı zaman dilimleri için birikimli anormal getiriler hesaplanmaktadır.

3.4.1. İlk Günkü Getiriler ve Günlük Ortalama Getiriler

Bu çalışmada, 1999 yılında halka arzedilen hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladığı ilk gündeki getiriler ve ortalama günlük getiriler incelenmiştir. Bu getiriler, ham getiri ve Borsa Bileşik Endeksine göre düzeltilmiş anormal getiriler olarak iki gruba ayrılmıştır.

Tablo 3.2. Hisse Senetlerin İlk Gün Ham Getirileri

	Tüm Hisseler (n= 10)	Yatırım Ortaklığı Hisseleri (n=4)	Gayrimenkul Yat. Ort. Hisseleri (n=3)	Diğer Hisseler (n=3)
Ham Getiriler	0,13	0,02	0,23	0,18
t- değerleri	3,002	1,74	1,414	1,418

Tablo 3.2. incelendiğinde tüm hisselerin, ilk gün ortalama ham getirileri %13 olarak gerçekleştiği ve t- değerine bakıldığında ise istatistiki olarak %1 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu hisse senetlerini sektörlerine göre gruplandırılarak ilk gün ham getirileri hesaplandığında, yatırım ortaklığı hisseleri için %2, gayri menkul yatırım ortaklığı hisseleri için %23 ve diğer hisseler için %18 değerine ulaşmıştır. Bu ham getirilerden ilk grubun değeri istatistiki olarak %10 seviyesinde anlamlı iken, diğer iki grubun getirileri %15 seviyesinde anlamlılık göstermektedir. Genel olarak ham getiriler incelendiğinde, tüm değerlerin pozitif olduğu görülmektedir. Bundan yola çıkarak, 1999 yılında halka arz edilen hisse senetlerin İMKB'de ilk işlem gününde düşük fiyatlamaya olgusunun gerçekleştiği sonucuna varılabilmektedir.

Tablo 3.3. Hisse Senetlerinin İlk 10 Günlük Anormal Getirileri

	1.gün	2.gün	3.gün	4.gün	5.gün	6.gün	7.gün	8.gün	9.gün	10.gün
<u>Tüm Hisseler</u>										
AAR	0,11	0,03	0,05	0,05	0	0,05	0,03	0,01	0,03	0,02
t-değeri	2,96	3	2,92	2,92	-3	2,92	3	3,05	3	2,98
<u>Yat.Ort. Hisseleri</u>										
AAR	0,02	-0,03	0,01	0,01	-0,03	0,02	-0,01	-0,02	0,01	0,01
t-değeri	1,78	-1,69	1,74	1,74	-1,69	1,78	-1,74	-1,70	1,74	1,74
<u>Gay.Men. Yat.Ort. Hisseleri</u>										
AAR	0,22	0,04	-0,01	0,03	-0,01	0,11	0,09	0,02	0	0,03
t-değeri	1,42	1,40	-1,41	1,40	-1,41	1,42	1,42	1,38	-1,40	1,395
<u>Diğer Hisseler</u>										
AAR	0,13	0,09	0,16	0,11	0,06	0,03	0,03	0,03	0,08	0,02
t-değeri	1,41	1,43	1,41	1,41	1,42	1,42	1,42	1,42	1,43	1,43

Tablo 3.3'de İMKB Bileşik Endeksine göre hesaplanmış anormal getiriler yer almaktadır. Tablo 3.2 ile Tablo 3.3 karşılaştırıldığında tüm hisse senetlerinin 1. günde oluşan ham getirileri ile anormal getirilerin yaklaşık olarak aynı düzeyde gerçekleştiği görülmektedir. İlk gün anormal getirileri, tüm hisseler için %11, yatırım ortaklığı hisseleri için %2, gayrimenkul yatırım ortaklığı hisseleri için %22, diğer hisseler için %13 olarak hesaplanmıştır. Hisse senetlerin borsada işlem gördüğü ilk 10 günde oluşan anormal getirilerin dalgalı bir seyir izlemektedir. Elde edilen bu sonuçlar istatistiki olarak sırasıyla %1,%10,%15 seviyelerinde anlamlıdır. İlk gün sonrası getirilerden daha anlamlı yorumlar elde edebilmek için birikimli getirilere farklı zaman dilimleri itibariyle incelemek gerekmektedir.

3.4.2. İlk Günden Sonraki Düzeltilmiş Anormal Getiriler

1999'da halka arz edilmiş olan tüm hisse senetlerin ikinci günden itibaren düzeltilmiş birikimli anormal getirilerinin çeşitli zaman dilimlerindeki karşılaştırmaları Tablo 3.4'de yapılmıştır.

Tablo 3.4. Tüm Hisse Senetlerinin Birikimli Anormal Getirileri

	1 gün	2 gün	3 gün	4 gün	1 hafta	2 hafta	3 hafta	1 ay	2 ay	3 ay	4 ay	5 ay	6 ay
CAR	0,03	0,08	0,13	0,13	0,18	0,28	0,22	0,23	0,31	0,27	0,35	0,30	0,29
t- değeri	3,01	3	2,99	2,99	3,01	2,99	2,98	2,99	2,99	3,01	3,18	3,01	3

Tablo 3.4 incelendiğinde, tüm hisse senetlerin birikimli anormal getirileri, ilk 2 hafta süresince devamlı olarak artış gösterdiği, fakat 1 ay sonuna kadar %5'lik bir değer kaybı olduğu görülmektedir. 6 ay sonuna kadar bu getiriler, küçük değer artış ve eksilişleri şeklinde bir seyir izlediği gözlemlenmiştir. 2. hafta sonunda birikimli anormal getiriler %28 değerine ulaşırken, bu oran 4. ay sonunda %35'e kadar yükselmiş, fakat 6 aylık süre sonunda ise %6'lık bir gerileme göstererek %29 değerini almıştır. Bu sonuçların t-değerlerine bakılarak, hepsinin istatistiki olarak %1 seviyesinde anlamlı olduğu anlaşılmıştır.

Genel olarak tüm hisse senetlerinin kısa dönemde düşük fiyatlamanın etkisinden kurtulmadığı, Tablo 3.4'de elde edilen pozitif birikimli anormal getiriler sonucunda söylenebilmektedir. Her sektöre göre bu getiriler ayrı ayrı hesaplandığında farklı sonuçlara ulaşılabilmektedir.

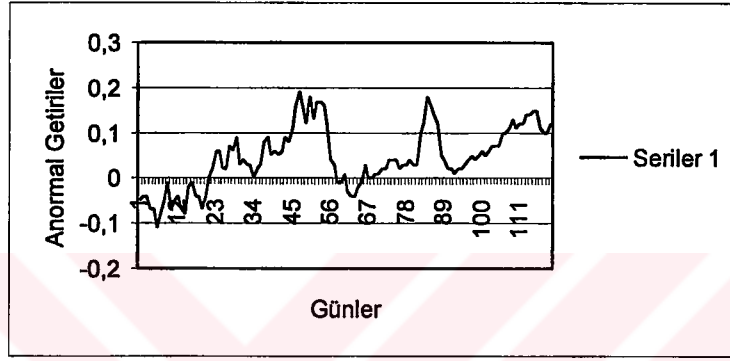
Tablo 3.5. Yatırım Ortaklığı Hisselerinin Birikimli Anormal Getirileri

	1 gün	2 gün	3 gün	4 gün	1 hafta	2 hafta	3 hafta	1 ay	2 ay	3 ay	4 ay	5 ay	6 ay
CAR	-0,03	-0,02	-0,01	-0,04	-0,02	-0,03	-0,07	-0,11	-0,07	-0,20	-0,17	-0,16	-0,17
t- değeri	-1,68	-1,55	-1,72	-1,75	-1,69	-1,68	-1,72	-1,72	-1,72	-1,73	-1,74	-1,72	-1,74

Yatırım ortaklığı hisse senetleri, borsada işlem görmeye başladığı ilk 6 ay süresince negatif anormal getirilere sahip olduğu Tablo 3.5 'de görülmektedir. Bunun sonucunda, halka arz edilen bu 4 yatırım ortaklığı hisse senetlerinin genelinde düşük fiyatlamanın söz konusu olmadığı anlaşılmaktadır. Genellikle yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin arz fiyatı defter değerine yakın bir değer olmaktadır ve piyasa fiyatı endeks seyrine göre hareketlilik göstermektedir. Tablo 3.5 incelendiğinde, yatırım ortaklığı grubundaki 4 hisse senedinin ortalama birikimli anormal getirileri ilk hafta

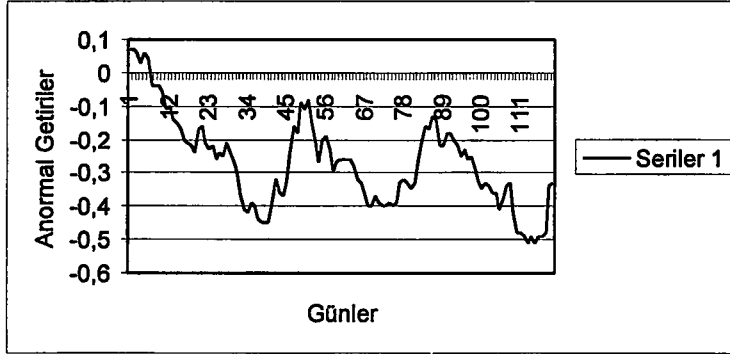
sonunda %-2, 3 ay sonunda %-20, 6 ay sonunda ise %-17 değerlerini almaktadır. Elde edilen bu değerler, 2 günlük getirinin değeri dışında, istatistiki olarak %10 seviyesinde anlamlıdır. Sonuç olarak, 1999 yılında halka arz edilen yatırım ortaklığı grubundaki hisse senetlerine sahip olan yatırımcılar ilk 6 ay süresince hisselerini elde tutmaları halinde zarar etmişlerdir.

Şekil 3.1. Gedik Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Anormal Getirileri



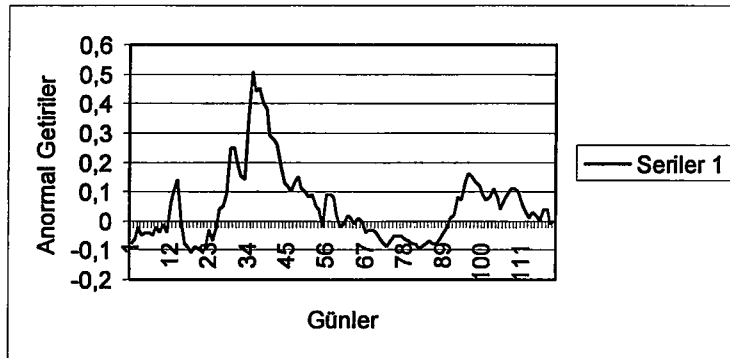
Gedik Yatırım Ortaklığı A.Ş. 16.04.1999 tarihinde halka arz fiyatı olan 1225TL.'dan İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. Şekil 3.1'de görüldüğü gibi, düşük fiyatlama olgusunun yaşanmadığı işletmede kısa vadede negatif getiri gözlemlenmektedir. Anormal getirileri 6 aylık sürede oldukça dalgalı bir seyir izlemektedir. Endeksin artmasına rağmen, piyasa fiyatları arasındaki değişimin değişkenliğinden dolayı, bazı zaman aralıklarında anormal getiri pozitif iken bazı aralıklarda negatif olarak gerçekleşmiştir. Fakat son aylarda endeksin seyrine göre anormal getiride artış trendine girmektedir.

Şekil 3.2. Ak Yatırım Ortaklığı A.Ş. Anormal Getirileri



26.05.1999 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlayan Ak Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin açılış fiyatı (1675TL) her ne kadar arz fiyatından (1500TL) yüksek olsa da, piyasa fiyatının sürekli düşmesinden ve hatta 10. günden sonra arz fiyatının da altına inmesinden dolayı anormal getirileri sürekli negatif olarak gerçekleşmektedir. Bunda yatırım ortaklıklarının halka arz fiyatının belirlenmesi yönteminin yanında endeksin 6 aylık süre içerisinde yatay hareketinin de etkisi olabilmektedir.

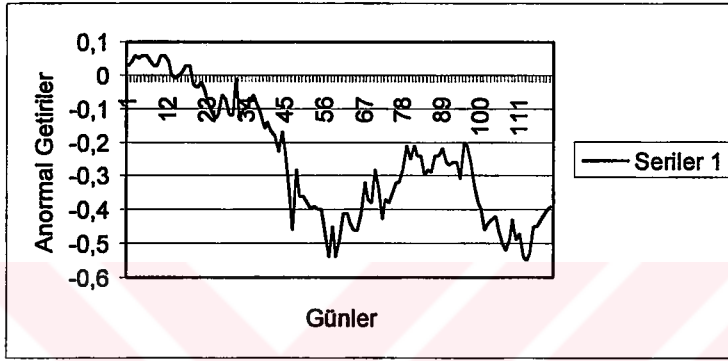
Şekil 3.3. Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Anormal Getirileri



26.01.1999 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlayan Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin ilk gün anormal getirilerinin negatif olmasının nedeni, halka arz fiyatının altında bir fiyat ile İMKB'de işlem görmeye başlamasıdır. Piyasa fiyatının zaman içerisinde yükselmesinin, endeksin yükselişinden daha fazla olması ile,

işletme 3. ayında en yüksek getirisini gerçekleştirdiği Şekil 3.2'de görülmektedir. Daha sonraki aylarda ise İMKB endeksinden bağımsız olarak hareketini sürdürdüğü anormal getirilerin seyirinden anlaşılmaktadır. Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin hisse senetlerinin endeksten bağımsız hareket etmesinin bir nedeni spekülasyon hareketleri olabilmektedir.

Şekil 3.4. Yatırım Finansman Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Anormal Getirileri



Şekil 3.4'de görüldüğü gibi, Yatırım Finansman Yatırım Ortaklığı A.Ş. ilk 14 gün içerisinde pozitif anormal getiri sağlamıştır. 6.10.1999 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlayan işletmenin piyasa fiyatı ile endeks değerlerinin sürekli artmasına rağmen 2. aydan sonra anormal getirileri devamlı negatif olarak gerçekleşmiştir. Bunun nedeni işletmenin hisse senetlerinin fiyatları arasındaki değişimin endeks getirisinden daha düşük olmasıdır.

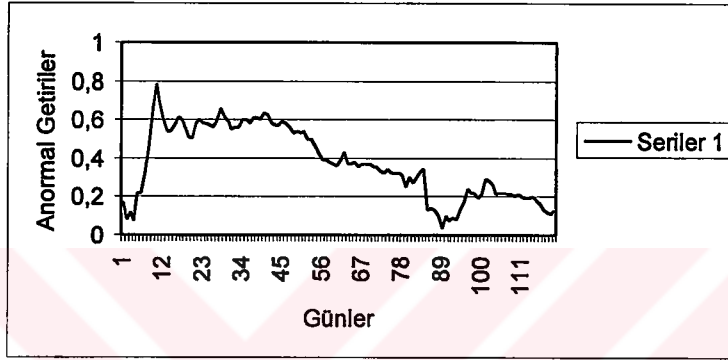
Tablo 3.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Hisselerinin Birikimli Anormal Getirileri

	1 gün	2 gün	3 gün	4 gün	1 hafta	2 hafta	3 hafta	1 ay	2 ay	3 ay	4 ay	5 ay	6 ay
CAR	0,04	0,03	0,06	0,05	0,16	0,27	0,19	0,20	0,28	0,05	0,01	-0,17	-0,14
t- değeri	1,42	1,42	1,42	1,72	1,41	1,41	1,42	1,42	1,41	1,72	1,42	-1,42	-1,42

Gayrimenkul yatırım grubunda bulunan hisse senetlerinin birikimli anormal getirileri 6 aylık süre içerisinde dalgalı olarak seyir izlemektedir. Tablo 3.6 incelendiğinde bu hisse senetlerinin düşük fiyatlamasından dolayı ilk günün sonrasında %4'lük bir anormal getiri gözlemlenmiştir. Bu düşük fiyatlama etkisini 4 ay boyunca

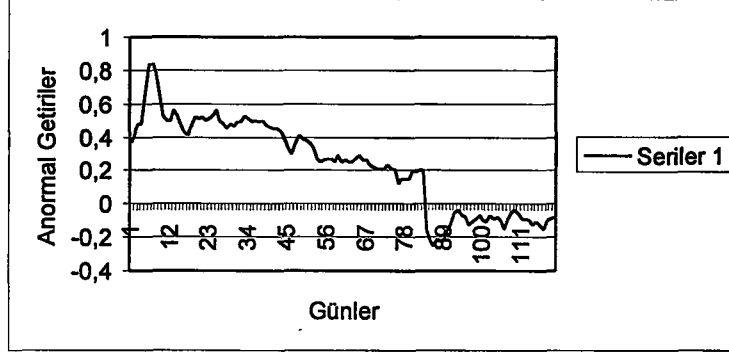
göstermektedir. İlk hafta sonunda birikimli anormal getiri %16'ya kadar artmış, 2. ay sonunda %28'lik bir oranla en yüksek seviyeye ulaşmıştır. 4. ay sonuna kadar az da olsa anormal getirilerde artış gözlemlenmekte, fakat 5. ve 6. aylarının sonunda %-17 ve %-14 değerlerine kadar gerilemiştir. Elde edilen bu değerler, istatistiki olarak %15 seviyesinde anlamlıdır.

Şekil 3.5. İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Anormal Getirileri



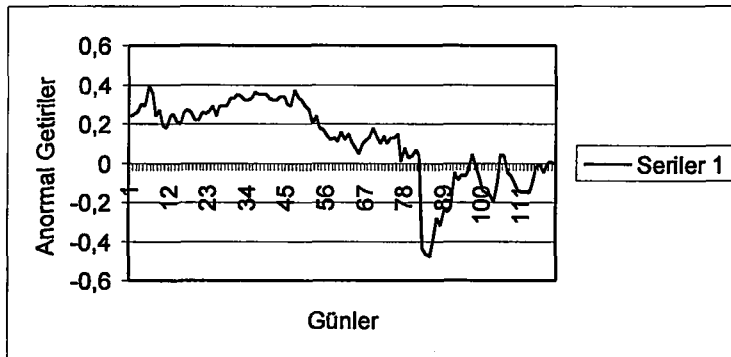
9.12.1999 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlayan İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., arz fiyatının (1400TL) üzerinde bir fiyat (1725TL) ile işleme başladığında daha ilk işlem gününde pozitif anormal getiri elde etmiştir. Şekil 3.5. incelendiğinde, ilk 1 ay içerisinde piyasa getirisi endeks getirisinden daha fazla olduğundan anormal getirisi en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Piyasa getirisinin yüksek olması, hisse senedi fiyatındaki yükselmenin fazla olduğu anlamına gelmektedir. İşletmenin anormal getirisinin 6 ay süresince pozitif olmasına rağmen, bu pozitif anormal getirilerde azalma olduğu görülmektedir. Bunun anlamı ise, hisse senedi piyasa fiyatının düşme eğiliminde, fakat hala arz fiyatı üzerinde olduğudur.

Şekil 3.6. İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Anormal Getirileri



İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., 14.12.1999 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. İlk işlem gününün kapanış fiyatı 2525TL ile, arz fiyatının üzerinde olduğundan, ilk günde düşük fiyatlamanın sonucunda pozitif anormal getiri sağlamıştır. İlk iki hafta içerisinde, hisse senedi fiyatındaki artış nedeniyle anormal getiri en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Hisse senedinin fiyatındaki artışın nedeni, diğer hisse senedi fiyatlarına oranla daha düşük olmasının yaratmış olduğu talep fazlalığının etkisi olabilmektedir. 6 ay boyunca endeks yatay konumda hareket etmesine rağmen, hisse senedi fiyatlarında düşmeden dolayı anormal getirilerde azalış gözlenmiştir. Hatta hisse senedi fiyatı, arz fiyatının altına kadar düştüğünden dolayı anormal getiriler, 85. günden sonra negatif değerler almaktadır.

Şekil 3.7. Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Anormal Getirileri



15.12.1999 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlayan Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin hisse senetlerinin ilk gün kapanış fiyatı 3050 TL'dir. Hisse

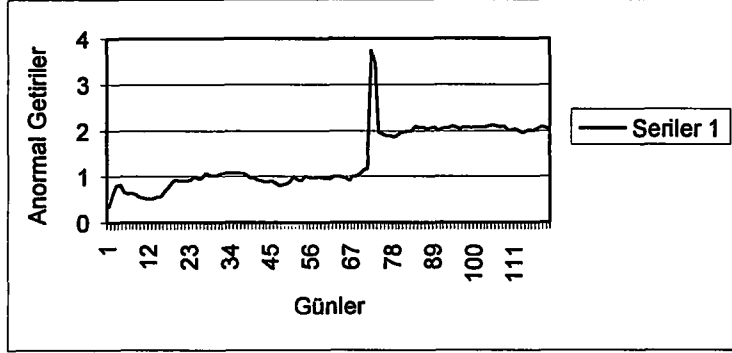
senedinin halka arz fiyatı 2500TL. olduğundan düşük fiyatlandırma ile ilk günden pozitif anormal getiri sağlanmıştır. Düşük fiyatlamasının, hisse senedi fiyatındaki artışın ve endeksin yatay konumda hareket etmesinden dolayı işletmenin anormal getirisi 4. ayın ortasına kadar pozitif olmuştur. Hisse senedinin fiyatı 5. aydan sonra piyasa fiyatındaki değişimin endeksteeki değişimden az olduğundan dolayı negatif anormal getiri sağlanmıştır. 6. ayın sonunda ise piyasa fiyatındaki değişim ile endeks değişiminin eşitlendiği görülmektedir.

Tablo 3.7. Diğer Hisse Senetlerinin Birikimli Anormal Getirileri

	1 gün	2 gün	3 gün	4 gün	1 hafta	2 hafta	3 hafta	1 ay	2 ay	3 ay	4 ay	5 ay	6 ay
CAR	0,09	0,25	0,36	0,42	0,45	0,69	0,60	0,67	0,85	1,12	1,45	1,46	1,41
t- değeri	1,42	1,42	1,42	1,41	1,41	1,41	1,41	1,42	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41

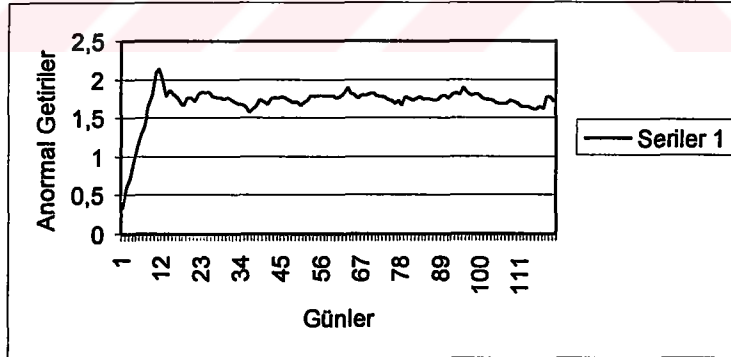
Diğer işletme grubu içerisinde GSD Holding A.Ş., Goldaş Kuyumculuk Sanayi İthalat İhracat A.Ş. ve Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. işletmeleri yer almaktadır. Tablo 3.7 'de görüldüğü gibi bu hisse senetlerinde düşük fiyatlama, 6 ay boyunca etkisini sürdürmüş ve birikimli anormal getirileri sürekli artış göstermektedir. Özellikle Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin hisse senetleri 22.000TL.'dan halka arz edilirken, borsada 26.485TL.'dan işlem görmeye başlayarak sürekli fiyatında artış söz konusuydu. Tablo 3.7 incelendiğinde bu 3 işletmenin ortalama birikimli anormal getirileri 1 hafta sonunda %45, 2. ay sonunda bu değer %85'e kadar yükselmiş ve bu yükseliş devam ederek 6. ayın sonunda da %141 değerine ulaşmıştır. Yani, bu hisse senetlerini arz edildiği günden itibaren portföyünde bulunduran yatırımcı, 6 ay sonunda portföyünün değerini yaklaşık 1.5 kat arttırmış olacaktır. İstatistiki olarak elde edilen birikimli anormal getiriler %15 seviyesinde anlamlılık göstermektedir.

Şekil 3.8. Goldaş Kuyumculuk Sanayi İthalat İhracat A.Ş.'nin Anormal Getirileri



Goldaş Kuyumculuk Sanayi İthalat İhracat A.Ş., 28.12.1999 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlamış ve hisse senetleri gün sonunda 13.500TL. değerine ulaşmıştır. Halka arz fiyatı 11.000TL olan hisse senetlerinin düşük fiyatlama olgusu 6 ay boyunca devam etmiştir. Şekil 3.8 de görüldüğü gibi, anormal getiriler pozitif ve sürekli artış trendindedir. 3. ayın sonlarına doğru anormal getiride ani bir yükseliş gerçekleşmiştir. Bu ani yükseliş, aynı günün endeks değerindeki ani düşüşten kaynaklanmaktadır.

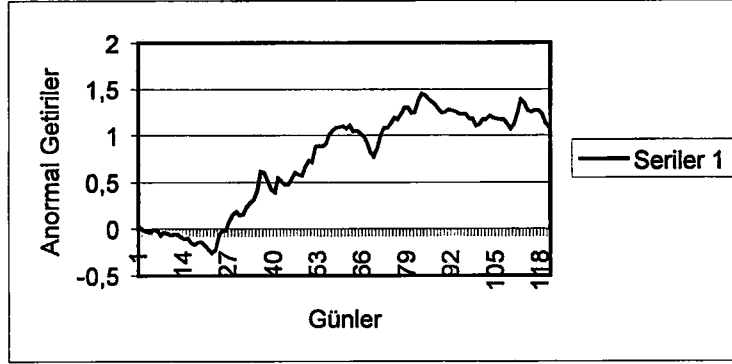
Şekil 3.9. Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin Anormal Getirileri



1999 yılı sonunda halka arz edilen ve 2000 yılının ilk gününden İMKB'de işlem görmeye başlayan Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.'nin anormal getirileri Şekil 3.9. da gösterilmektedir. Hisse senedinin düşük fiyatlaması 6 ay boyunca devam etmektedir. Şekilden de anlaşılacağı üzere, hisse senedi değeri çok kısa sürede artmaktadır ve 3 haftada ulaşılan yüksek fiyat 6 ay boyunca aynı düzeyde kalmaktadır. Bu süre

içerisinde endeks değerlerindeki değişim çok az, hisse senedi fiyatındaki değişimin çok fazla olmasından dolayı anormal getiriler çok yüksek değerlere ulaşmıştır.

Şekil 3.10. GSD Holding A.Ş.'nin Anormal Getirileri



Şekil 3.10 da görüldüğü gibi, GSD Holding A.Ş.'nin ilk gününde piyasa getirisi ile endeks getirisi aynı düzeyde gerçekleşmiştir. İşletmenin hisse senedinde sürekli fiyat artışı gerçekleşse de, ilk 1 ay içerisinde negatif anormal getiri elde etmişlerdir. Bunun nedeni ise endeksin artış trendinde olmasıdır. Endeks artışını sürdürse de, hisse senedi fiyatlarındaki değişim bu artış değerinden daha fazla olduğundan dolayı 5. haftadan sonra pozitif anormal getiriler elde edilmektedir.

1999 yılında halka arzedilen ve İMKB'de işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin performans sonuçları genel olarak, ilk işlem gününde yatırımcıya piyasa getirisi üzerinde getiriler sağladığını ortaya koymaktadır. Fakat, ilk gün sonrası 6 aylık bir dönemde, elde edilen birikimli anormal getiriler, alt gruplar arasında farklılık göstermektedir. Yatırım ortaklıkları grubundaki hisse senetleri ikinci işlem gününden itibaren 6 ay süresince sürekli negatif getiriler sağlarken, gayrimenkul yatırım ortaklıkları sınıfındaki hisseler 5 aya kadar düşük fiyatlamamanın etkisindedir. Diğer işletme grubundaki hisselerin birikimli anormal getirileri ise düşük fiyatlamadan dolayı 6 ay boyunca sürekli artış göstermiştir.

1999 yılı yaşanan bir çok olumsuz olaydan dolayı kriz yılı olarak nitelendirilmektedir. Bu yılda halka açılan işletmelerin sayısında belirsiz ortam dolayısıyla oldukça düşüş görülmüştür. Halka açılan işletmelerin performanslarının

değerlendirildiği işletme gruplarında, her gruba düşen işletme sayısı az olmuştur. Bundan dolayı yapılan istatistiki testlerin güvenilirlik derecesi düşük olarak gerçekleşmiştir. Sonuç olarak, 1999 yılında halka arz edilen hisse senetlerinin kendi grupları içerisinde gösterdikleri performans, grubun genel performansı için düşünülmemesi gerekmektedir. Bu sorunu giderebilmek için 1998-1999 yıllarında halka açılan işletmelerin hepsi birlikte incelenerek, son iki yılın performans değerlendirmesi yapılmak istenmiştir. Fakat 1998 yılı da Asya ülkelerinde başlayıp Türk Sermaye Piyasasını da etkisi altında bırakan ekonomik krizden dolayı endeks oldukça düşük bir seyir izlemiş ve sağlıklı verilere ulaşamamıştır. Bu yüzden 1998 ile 1999 yıllarında halka açılan işletmelerin performanslarının karşılaştırması yapılamamıştır.



SONUÇ

Sermaye piyasası, bir ülkenin ekonomik gelişiminde etkili bir görev üstlenmektedir. Gelişmiş bir sermaye piyasası, araçları, kurumları ve hukuki alt yapısı ile tasarrufların en iyi şekilde değerlendirilmesini sağlamakta, küçük tasarrufların menkul değerlere yatırılarak doğrudan doğruya ve hızlı bir şekilde büyük ölçekli yatırımlara yönlendirebilmesi ekonomik kalkınmayı hızlandırmaktadır

Ülkemizde hisse senedi piyasasının 1986 yılından sonra İMKB'nin faaliyete geçmesi ile gerçek anlamda işler hale geldiği dikkate alınır, henüz gelişmekte bir menkul kıymet piyasasına sahip olduğumuzu söylemek mümkündür. 1990 yılına kadar hisse senedi piyasalarında 76 işletme işlem görürken, yıl sonuna kadar rekor seviyede halka açılmalar gerçekleşerek bu sayı 110'a kadar yükselmiştir. 10 yıl süre zarfında, İMKB'de işlem gören işletme sayısı 311'e kadar ulaşmaktadır. Bu rakamlar, hisse senedi piyasasının hızlı olarak gelişmekte olduğunu göstermektedir. Fakat diğer ülkelerin verileri ile karşılaştırıldığında ülkemizde henüz çok az işletmenin menkul kıymet borsalarında işlem gördüğü anlaşılmaktadır. 1998 yılı sonu itibari ile Güney Kore menkul kıymetler borsasında 760, Taylan borsasında ise 422 işletmenin işlem görmüştür.

Sermaye piyasasının gelişmesi, işletmelerin hisse senetlerini halka arz etmesi ile doğru orantılıdır. Böylece işletmeleri halka açılmaya yönlendirmek gerekmektedir. İşletmeler ek fon ihtiyacını sermaye piyasalarından karşılaması ile bir çok avantaj elde etmektedir. Halka arz sermaye artırımını yolu ile yapıldığı takdirde elde edilen fon doğrudan işletmenin bünyesine girmektedir. Aynı zamanda hisse senedinin pazarlanabilirliğini arttırmakta ve buna bağlı olarak da işletmenin likiditesini yükseltmektedir. Hisse senedinin pazar değerinin belirlenmesi ile, işletmenin gerçek değerine de ulaşabilmektedir. İşletmenin kurumsallaşma süreci hızlanarak, modern yönetim tekniklerine kısa sürede ulaşabilmektedir. İşletmenin İMKB'de işlem görmesi ile yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından tanınmış olacaktır. Ülkemizde halka açık olan işletmelere bir takım vergi avantajları da sağlanmaktadır.

İşletmeler sermayelerini tabana yaymaya karar verdiklerinde, Sermaye Piyasasının koyduğu yasal prosedürü uygulamak zorundadır. Halka arzedilecek hisse senetlerin kurul kaydına alınması zorunluluğu vardır. Kurul kaydına alınan hisse senetleri, talep toplama veya borsada satış yöntemlerinden biri ile halka arz edilirler. Fakat bu hisse senetlerin henüz İMKB'ye kote olma veya borsada işlem görme garantisi yoktur. Hisse senetlerin borsada işlem görebilmesi İMKB Yönetim Kurulu'nun kararına bağlıdır. Halka arzedilmiş, fakat İMKB'de işlem göremeyen işletmelerin hisse senetlerini satın almış olan tasarruf sahipleri yatırımcılarının likiditesinin bulunmaması nedeni ile mağdur duruma düşmektedir.

İMKB'de işlem gören hisse senetlerine olan talebin artması için İMKB Yönetim Kurulu tarafından bir takım önlemler alınmaktadır. Halka açılan işletmelerin güvenilir ve şeffaf hale gelmesi için hisse senetlerinin derinlik bilgilerine kolaylıkla ulaşılabilmesi açısından İMKB web sitesi kullanıma sunulmuştur. Yatırımcılar hisse senetlerini uzaktan erişim ağı ile de satın alabilir konuma gelmişlerdir.

İşletmelerin halka arzdan istedikleri sonuçları elde edebilmesi için gerekli unsurlardan birisi, doğru arz fiyatı ile İMKB'de işlem görmeye başlamasıdır. Doğru arz fiyatı belirlenmeden önce işletme değerinin doğru olarak tesbit edilmesi gerekmektedir. İşletme değerinin doğru saptanması, doğru zamanlama ve sağlıklı yapılan değerlendirme işleminin sonucunda gerçekleşmektedir. Hisse senedinin arz fiyatı hesaplanırken, ait olduğu sektörün borsada işlem gören işletmelerin hisse senetlerinin fiyatları, sektör fiyat/kazanç oranı, işletmenin önceki hesap dönemlerine ait finansal göstergeleri, mali yapısı, karlılığı, likidite yapısı, özkaynak-borç kaynak durumu, karşılaştırılabilir işletmelerin performansları gibi unsurlar göz önünde bulundurulmalıdır.

Türkiye'de hisse senetlerinin halka arz fiyatının belirlenmesinde en sık kullanılan yöntemler; piyasa değeri/defter değeri yöntemi, fiyat/kazanç oranı yöntemidir. Bu yöntemler, kolay hesaplanmaları, hisse senedi halka arzı zamanlamasında konjonktürel etkileri fiyata yansıtmaları ve borsada işlem gören işletmelerin fiyat değerlemelerinde sıklıkla kullanılmaları nedeniyle genel kabul görmektedir. Ancak bu yöntemler, işletmenin kendine özel dinamikleri ve

geleceğe dönük beklentilerini fiyata yansıtamamaktadır. Bu sorunu aşan yöntemler, serbest nakit akışlarının kapitalizasyonu ve temettülerin kapitalizasyonu yöntemleridir. Ancak bu yöntemlerde kullanılan geleceğe dönük varsayımların doğruluk derecesi bilinmemekte ve özellikle Türkiye gibi, konjonktürel dalgalanmaların sık olduğu ekonomilere sahip ülkelerde, bu yöntemlerin uygulanması oldukça zorlaşmaktadır.

1999 yılında halka arzedilen ve İMKB'de işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin performans sonuçları genel olarak, ilk işlem gününde yatırımcıya piyasa getirisi üzerinde getiriler sağladığını ortaya koymaktadır. Tüm işletmelerin ilk gün ortalama ham getirileri %13 olarak gerçekleşmiştir. İlk gün ham getirileri alt gruplara indirgenerek incelendiğinde, yatırım ortaklıklarında %2, gayrimenkul yatırım ortaklıklarında %23, diğer gruptaki işletmelerde %18 değerlerine ulaşılmaktadır. Kısa dönemde, ilk gün sonrası elde edilen birikimli anormal getiriler ise tüm işletmelerin genelinde %29 olarak gerçekleşmiştir. Fakat bu getiriler, alt gruplar arasında farklılık göstermektedir. Yatırım ortaklıkları grubundaki hisse senetleri 6. ay sonunda %-17 oranında bir getiri sağlarken, gayrimenkul yatırım ortaklıkları sınıfındaki hisseler %-14, diğer işletme grubundaki hisselerin birikimli anormal getirileri ise %141 olarak gerçekleşmiştir. Belirtilen rakamlardan da anlaşılacağı üzere, 1999'da halka arzı gerçekleşen 10 işletmenin genelinde kısa vadede düşük fiyatlandırmanın gerçekleştiği anlaşılmaktadır.

KAYNAKLAR

Kitaplar

AGGARWAL Arun, HINES Richard, 'Merger and Acquisition Valuation Techniques', International Treasury Management, Price Waterhouse, Londra, 1988.

AKBULAK Sevinç, Şirketlerin Halka Açılması, Yeterlilik Etüdü, Ankara, SPK Yayını, 1991.

AKBULAK Yavuz, Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk: Halka Açılma, Bankacılar Dergisi, Sayı 15, 1995.

AKDOĞAN Nalan, TENKER Nejat, Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 1999.

AKGÜÇ Öztin, Finansal Yönetim, Avcıol Basım, 7. Baskı, 1988.

AKGÜÇ Öztin, Kalkınma Finansmanında İhtisas Bankacılığı, Sempozyum Tebliği, Desiyak A.Ş. Yayınları, No:18, Ankara 1983.

AKGÜÇ Öztin, Orta ve uzun Vadeli Krediler ve Finansman Kurumları, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No:47, Ankara, 1975.

AKSOY Ahmet, Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi, 1988.

APAK Sudi , Sermaye Piyasaları ve Borsa, 1. Basım, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1995.

AYTAÇ Zühtü, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988.

BELVERD E. Needles, Financial Accounting, Houghton Mifflin Company, 5.th Ed., 1994.

BLAKE David, Financial Market Analysis, McGraw-Hill Book Company, London 1990.

BOLAK Mehmet, Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.,1994.

BOZER Ali, GÖLE Celal, Bankacılar İçin Kıymetli Evrak Hukuku Bilgisi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Yayın No: 298, Zirve Ofset, Ankara 1996.

BREALEY Richard A., MYERS Stewart C., MARCUS Alan J., İşletme Finansının Temelleri, Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı; Literatür Yayıncılık, İstanbul 1997.

BRIGHAM Eugene F., Fundamentals of Financial Management, 7th ed., Dryden Press, 1995.

BRIGHAM Eugene F.,GAPENSKI Louis, Financial Management, Dryden Press, ABD,1991.

BRIGHAM Eugene F., GAPENSKI Louis ,EHRHARD, Financial Management. Theory and Practice, 9th ed., The Dryden Press, 1999.

BULUTOĞLU Kenan, Para ve İnsan, Altın Kitapevler Yayınevi, İstanbul 1998.

CANBAŞ Serpil, DOĞUKANLI Hatice, Finansal Pazarlar, Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.,İstanbul 1997.

CEYLAN Ali, KORKMAZ Turhan, Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Ekin Kitapevi, Bursa 2000.

Citibank, Corporate Valuation, 1990.

COHEN Joreme B., ZINBARG Edward D., ZEIKEL Arthur, Investment Analysis and Portfolio Management, Irwin, ABD, 1987.

COPELAND Tom, KOLLER Tim, MURRIN Jack, Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, Wiley, ABD, 1990.

ÇANKAR M. Kemalettin, Kalkınma Bankacılığı ve Türkiye'deki Uygulaması, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:374, Eskişehir 1988.

ERGEÇ Fulya, Rüçhan Hakkının Kantitatif Modeller ile Fiyatlandırılması, SPK Yayını No.65, 1997.

EROL Cengiz, İşletmelerde Finansal Yönetim, Imge Kitabevi, 1999.

ERICH A. Helfert, Techniques of Financial Analysis, Irwin, Illinois, 1987.

FETTAHOĞLU Abdurrahman, Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No:255, Adalet Matbaacılık Tic. Ltd. Şti., Ankara 1991.

GÖNENLİ Atilla, İşletmelerde Finansal Yönetim, Formül Matbaası, İstanbul 1983.

GÜCENME Ümit, Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No:181, Ankara, 1994.

GÜNAL Vural, Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri, İMKB Yayınları, İstanbul 1997.

KARSLI Muharrem, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler ,İrfan Yayıncılık, İstanbul,1994.

KOÇ Özlem, Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama, SPK Yayın No:118,1998.

KUHN Robert Lawrence, Investment Banking, Harper&Row, New York,1 990.

KÜÇÜKSÖZEN Cemil, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, SPK Yayın No:131, 1999.

MANAVGAT Çağlar, Sermaye Piyasası, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Yayın No:251, Feryal Matbaacılık San. Ve Tic. Ltd. Şti., Ankara1991.

ÖZER Bengi, Price Performance Of Initial Public Offerings in Turkey, Puc. No:128, SPK Yayını, Nisan 1999.

REILLY K. Frank, Investment Analysis and Portfolio Management, The Dryden Press,1994.

ROSE Peter S., Money and Capital Markets, Business Publications Inc, Texas 1983.

SAĞCAN Mustafa, Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, İzmir 1987.

SARIKAMIŞ Cevat, Sermaye Pazarları, Alfa Basım Dağıtım, İstanbul 1995.

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, 13.Basım, 1998.

SEYİDOĞLU Halil, Uluslararası Finans, Gizem Yayınları, İstanbul 1994.

SOYDEMİR Selim, Kurumsal Yatırımcı Olarak Yatırım Fonları ve Ortaklıkları, İşletme ve Finans Dergisi, Nisan-Mayıs 1993.

TANER Berna, POLAT Lale, Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Serdar Ofset, İzmir 1992.

TANÖR Reha, Türk Sermaye Piyasası, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş. İstanbul 1999.

TEKİNALP Ünal, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, Es Yayınları, İstanbul 1982.

TEVFIK Gürman, Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama, İş Bankası Kültür Yayınları No:342, Tisamat Basım Sanayi, Ankara 1995.

ÜNAL Oğuz Kürşat, Menkul Kıymetler, Afşaroğlu Matbaası, Ankara 1988.

WESTON J. Fred, BRIGHAM Eugene F., Essentials of Managerial Finance, 10th ed., Florida, The Dryden Press, 1993.

WESTON J. Fred, BESLEY , BRIGHAM Eugene F., Essentials of Managerial Finance, 11th ed., The Dryden Press, 1996.

WESTON J. Fred, COPELAND Thomas E., Managerial Finance, Dryden Press, ABD, 1992.

WILLET E.R., Fundamentals of Securities Markets, Rev. Edition, New York 1971.

YASAMAN Hamdi, Menkul Kıymetler Borsa Hukuku, 1992.

YILDIRIM Abdurrahman ,Tophanede Büyük Oyun, Güncel Yayıncılık, İstanbul 1995.

YÜKSEL Ali Sait, RODOPLU Gültekin, Sermaye Piyasası, Formül Matbaası, İstanbul 1980.

Makaleler

AGGARWAL Arun, LEAL R., HERNANDEZ F., The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America, Financial Management, 1993.

DÜZAKIN Hatice G., Halka Açılma Türkiye'de Şirket Eğilimleri, Başak Dergisi,Sayı:97, Ocak-Şubat 1998.

İLKİN Akın, Halka Açık Şirketlerin Durumu ve Ekonomiye Etkileri ,ISO Dergisi, sayı:259, Eylül 1987.

KIYMAZ Halil , İMKB'de Halka Arzedilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi ,İMKB Dergisi, Yıl:1, Sayı:2, 1997.

SABINE Martin, Corporate Finance Going Public and Issuing New Equity and Takeovers, Mergers and Disposals, London,Butterworths,1987, çeviren: Özlem Koç 'İşletmelerin Halka Açılması ve Bir Uygulama'. 1998.

Özel ve Resmi Yayınlar

İMKB Yayını, Halka Arz ve Borsa'da İşlem Görme, 2000

KPMG.ca/goingpublic/strategy/home.html

banakor-swisse.com/pages/goingpublic.html

capitalmarkets-equityanalytics.com

imkb.gov.tr

spk. gov. tr

strateji. com. tr web sitelerinden yararlanılmıştır.

3794 Sayılı Kanunla Değişik 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

SPK, Seri I, No:13, 'Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'

SPK, Seri I, No:14, 'Hissedarların Ellerde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine İlişkin Esaslar Tebliği'.

SPK Seri I, No:22 , 'Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'

SPK, Seri I, No:23 sayılı tebliği ile değiştirilmiş Seri I, No:22 sayılı tebliği, 'Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar '.

SPK., Seri IV, No:9, 'İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği', R.G. No:22154, R.G. Tarihi:27.12.1994.

SPK, Seri VIII, No:22, 'Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'.