

T.C.  
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME YÖNETİMİ ANA BİLİM DALI  
İŞLETME YÖNETİMİ

**BALANCED SCORECARD PERFORMANS  
YÖNETİM SİSTEMİ İLE HALKA ARZ SONRASI  
PERFORMANS ANALİZİ VE BİR UYGULAMA:  
BİST'DA İŞLEM GÖREN GIDA PERAKENDE  
SEKTÖRÜNDE YER ALAN ŞİRKETLERİN  
PERFORMANS ANALİZİ**

(Yüksek Lisans Tezi)

Tezi Hazırlayan: **Zuhal AKÇA ALBENİZ**

İstanbul, 2014

T.C.  
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME YÖNETİMİ ANA BİLİM DALI  
İŞLETME YÖNETİMİ

**BALANCED SCORECARD PERFORMANS  
YÖNETİM SİSTEMİ İLE HALKA ARZ SONRASI  
PERFORMANS ANALİZİ VE BİR UYGULAMA:  
BİST'DA İŞLEM GÖREN GIDA PERAKENDE  
SEKTÖRÜNDE YER ALAN ŞİRKETLERİN  
PERFORMANS ANALİZİ**

(Yüksek Lisans Tezi)

Tezi Hazırlayan :

**Zuhal AKÇA ALBENİZ**

Öğrenci No :

120745112

Danışman :

Yrd. Doç. Umit Hacıoğlu

İstanbul, 2014

## YEMİN METNİ

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Balanced Scorecard Performans Yöntem Sistemi İle Halka Arz Sonrası Performans Analizi ve Bir Uygulama: BİST’da İşlem Gören Gıda Perakende Sektöründe Yer Alan Şirketlerin Performans Analizi” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere uygun şekilde tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmamın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım. ..../...../2014

Aday: Zuhâl Akça Albeniz

# TEZ TUTANAĞI

Adı ve Soyadı : Zuhâl Akça Albeniz  
Danışmanı : Yrd.Doç.Dr. Ümit Hacıoğlu  
Türü ve Tarihi : Yüksek Lisans, 2014  
Alanı : İşletme Yönetimi  
Anahtar Kelimeler : Finansal Piyasalar, Halka Arz, Performans Yönetimi,  
Balanced Scorecard, Halka Arzın Şirket Performansına Etkisi

## ÖZ

Perakende sektörü, Türkiye ekonomisinin lokomotif sektörlerinden biri olmasına rağmen, halka arz olmuş ve borsada işlem gören perakende şirketi sayısı oldukça azdır. Bunun nedenlerinin incelenmesi farklı bir araştırma konusu olmakla birlikte, kurumsal performansın, nedenlerden biri olabileceği varsayılmış ve halka arzın gıda perakende sektöründe yer alan şirketlerin kurumsal performanslarına etkisi incelenmiştir.

Literatür taramasında elde edilen tüm performans değerlendirme modelleri incelenmiş, farklı boyutlardaki performans kriterlerinin ölçümünde ve kriterlerin birbirleriyle ilişkilendirilmesinde en etkin yöntemlerden birinin Balanced Scorecard olduğu tespit edilmiş, çalışmada kullanılmak üzere BSC Performans Değerleme modeli seçilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, halka arz ve borsada işlem görmenin, gıda perakende sektöründe yer alan şirketlerin kurumsal performanslarına olan etkisini ortaya çıkararak, sektöre ışık tutmaktır. Yapılan literatür taramasında bu yönde yapılmış bir çalışmaya rastlanmamıştır. Dolayısıyla bu çalışma ana kaynak niteliğindedir.

Araştırmanın modeli, 2005 – 2013 yılları arasında halka arz olan ve borsada işlem gören, gıda perakende sektöründe yer alan beş şirketin, halka arz öncesi ve halka arz sonrası bağımsız denetimden geçmiş, faaliyet ve finansal raporlarında yer alan verilerin, BSC performans değerlendirme modeli kullanılarak analiz edilmesi üzerine kurgulanmıştır.

Çalışmanın sonucunda halka arzın, elde edilen bulgular ve değerlendirmeler ışığında, gerekli alt yapı çalışmalarının yapılması ve halka arz gereklerinin yerine getirilmesi sonucunda, şirketlerin kurumsal performanslarına olumlu etki sağladığı tespit edilmiştir.

Name and Surname : Zuhâl Akça Albeniz  
Supervisor : Asst. Prof. Dr. Ümit Hacıoğlu  
Degree and Date : Master / PhD., 2014  
Major : Business Management  
Key Words : Financial Market, Public Offering, Performance Management, Balanced Scorecard, Effect of Public Offering on Company Performance

## **ABSTRACT**

Although the retail industry is one of the leading sectors, the number companies which are publicly offered and traded at the exchange is scarce. Although the study of the reasons for this is another subject of research, corporate performance is assumed to be one of these reasons and the effect of public offering on the corporate performances of the companies present in the food sector has been studied.

All models of performance evaluation obtained by the literature reviews have been studied and Balanced Scorecard has been determined to be one of the most effective methods in the measurement of multi-dimensional performance criteria and the association of the criteria with each other and BSC Performance Evaluation model has been chosen to be used in this study.

The aim of this study is to enlighten the sector by setting forth the effect of public offering and trade at the exchange on the corporate performances of companies within the food sector. No study likewise has been encountered during the literature review. Therefore this study serves as a main source.

The research model predicates on the analysis of the data in the activity and financial reports of five companies publicly offered and traded at the exchange which have undergone independent audits pre and post public offering, by utilizing the BSC performance evaluation model.

As a result of the study, in the event of carrying out required infrastructure works and meeting the requirements of the public offering, the positive effect of public offerings on corporate performances of companies has been ascertained in the light of acquired findings and evaluations.

## İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖZ .....	iii
ABSTRACT .....	iv
TABLolar LİSTESİ .....	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	vii
GRAFİKLER LİSTESİ .....	viii
KISALTMALAR .....	ix
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM FİNANSAL PİYASALARIN İŞLEYİŞ MEKANİZMASI VE HALKA ARZ SÜRECİ

1.1.Piyasalar ve İşleyiş Mekanizması .....	3
1.1.1.Para Piyasaları .....	5
1.1.1.1.Bankalararası Para Piyasası .....	6
1.1.1.2.Para Politikası .....	6
1.1.1.2.1.Para Politikası Stratejileri.....	7
1.1.1.2.2.Para Politikası Araçları .....	7
1.1.1.2.3.Para Politikası Amaçları.....	8
1.1.2.Sermaye Piyasaları .....	8
1.1.2.1.Sermaye Piyasasının Gelişimi .....	9
1.1.2.1.1.Osmanlı Dönemi .....	9
1.1.2.1.2.Cumhuriyet Dönemi.....	10
1.1.2.2.Sermaye Piyasasının Önemi .....	12
1.1.2.2.1.Ülke Ekonomisindeki Önemi.....	12
1.1.2.2.2.Şirket Ekonomisindeki Önemi .....	13
1.1.2.2.3.Birey Ekonomisindeki Önemi.....	13
1.1.2.2.4.Sosyal Yön .....	13
1.1.2.3.Sermaye Piyasasının Unsurları .....	14
1.1.2.3.1.Temel Unsurlar.....	14
1.1.2.3.2.Yardımcı Unsurlar.....	14

1.1.2.4.Sermaye Piyasalarında Yatırımcılar ve Yatırım Araçları .....	15
1.1.2.4.1.Yatırımcılar .....	15
1.1.2.4.2.Yatırım Araçları .....	16
1.1.3.Türev Piyasalar .....	18
1.1.4.Hisse Senetleri .....	19
1.1.5.Borsalar ve Borsaların Gelişim Süreci .....	21
1.1.5.1.Borsaların Ekonomik İşlevleri .....	22
1.1.5.1.1.Likidite ve Hareketlilik Sağlamak .....	22
1.1.5.1.2.Ekonomiye Kaynak Yaratma .....	22
1.1.5.1.3.Sermaye Mülkiyetini Yaygınlaştırma .....	23
1.1.5.1.4.Ekonominin Göstergesi, Barometre Olma .....	23
1.1.5.1.5.Endüstride Yapısal Değişiklikleri Kolaylaştırma.....	23
1.1.5.1.6.Piyasada Tek Fiyat Oluşturma .....	24
1.1.5.1.7.Güven Oluşturma .....	24
1.1.5.2.Borsaların Gelişimi .....	24
1.1.5.3.Türkiye’de Menkul Kıymet Borsalarının Gelişimi.....	27
1.2.Halka Arz ve Değerleme Süreci.....	28
1.2.1.Halka Arzın Önemi .....	29
1.2.2.Halka Arz Süreci.....	32
1.2.2.1.Ön Hazırlık.....	32
1.2.2.2.Başvuru .....	33
1.2.2.3.SPK’nın Borsadan Görüş İstemesi.....	33
1.2.2.4.Yerinde İnceleme .....	33
1.2.2.5.Ön Talep Toplama.....	33
1.2.2.6.SPK’na Görüş Bildirme .....	34
1.2.2.7.Payların Kurul Kaydına Alınması.....	34
1.2.2.8.Takas ve Saklama Bankası ve Merkezi Kayıt Kuruluşu’na Müracaat	34
1.2.2.9.İzahnamenin Tescili .....	35
1.2.2.10.İzahname ve Sirküler İlanı .....	35
1.2.2.11.Talep Toplama .....	35
1.2.2.12.Hisse Senetlerinin Halka Arzı.....	36
1.2.2.13.Satış Sonuçlarının Bildirilmesi .....	36
1.2.2.14.Borsada İşlem Görme.....	36



1.2.3.Halka Arz Yöntemleri.....	36
1.2.3.1.Mevcut Hisselerin Satışı .....	37
1.2.3.2.Sermaye Arttırımı .....	37
1.2.3.3.Karma.....	37
1.2.4.Halka Arzda Satış Yöntemleri .....	38
1.2.5.Borsada İşlem Gören Şirketlerin Yükümlülükleri .....	39
1.2.6.Halka Arzda Fiyat Tespiti ve Değerleme Yöntemleri .....	39
1.2.6.1.Net Aktif Değer Yöntemi.....	41
1.2.6.2.İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi .....	42
1.2.6.3.Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı .....	42
1.2.6.4.Fiyat Kazanç Oranı .....	43
1.2.6.5.Fiyat Nakit Akım Oranı .....	43

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **İŞLETMELERDE PERFORMANS YÖNETİMİ**

2.1.Performans Yönetimi .....	45
2.2.Performans Ölçüm Modelleri.....	47
2.2.1.Birleşik Oran Analizi Modeli .....	49
2.2.2.Yatırım Geri Dönüş Oranı .....	49
2.2.3.Faaliyet Tabanlı Maliyetlendirme .....	49
2.2.4.Değer Zinciri Modeli .....	49
2.2.5.Performans Piramidi .....	49
2.2.6.Thor Modeli.....	50
2.2.7.Gilmore Modeli .....	50
2.2.8.Mükemmellik Modeli .....	51
2.2.9.Kuantum Performans Ölçümü Modeli .....	51
2.2.10.Performans Prizması.....	52
2.3.Balanced Scorecard – BSC .....	53
2.4.Balanced Scorecard'ın Boyutları .....	54
2.4.1.Finansal Boyut .....	54
2.4.2.Müşteri Boyutu .....	55
2.4.3.Şirket İçi İşlevler Boyutu.....	55
2.4.4.Öğrenme ve Gelişme Boyutu.....	56

3.1.Uygulamanın Amacı ve Kapsamı .....	59
--	----

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **BSC YÖNTEMİ İLE HALKA ARZ SONRASI BORSADA İŞLEM GÖREN GIDA PERAKENDE SEKTÖRÜNDE YER ALAN ŞİRKETLERİN KARŞILAŞTIRMALI PERFORMANS ANALİZİ**

3.2.Uygulamanın Metodolojisi, Varsayımları ve Kısıtları.....	60
3.3.Türkiye’de Perakende Sektörü ve Uygulamaya Konu Gıda Perakendecisi İşletmeleri.....	61
3.3.1.Bim .....	62
3.3.2.Uyum .....	63
3.3.3.Kiler.....	65
3.3.4.Bizim Toptan .....	66
3.3.5.Adese .....	67
3.4.Balanced Scorecard Boyutlarının Kriterleri ve Ölçütleri.....	68
3.5.Boyut Ölçütlerine Göre Sonuçların Değerlendirilmesi ve Bulgular .....	70
3.5.1.Finansal Boyut.....	70
3.5.1.1.Karlılık .....	70
3.5.1.2.Satışlar .....	74
3.5.1.3.Büyüme.....	77
3.5.1.4.Nakit Dönüş Süresi .....	81
3.5.1.5.Cari Oran Değişimi .....	82
3.5.1.6.Borç Ödeme Gün Sayısı .....	83
3.5.1.7.Piyasa Değeri .....	84
3.5.2.Müşteri Boyutu Kriterleri, Ölçütleri ve Ölçümleri.....	87
3.5.2.1.Müşteri Sadakati .....	87
3.5.2.2.Ürün Memnuniyeti.....	88
3.5.2.3.Sepet Payı .....	89
3.5.3.Şirket İçi İşlevler Boyutu Kriterleri, Ölçütleri ve Ölçümleri .....	91
3.5.3.1.Mağaza Sayısı .....	92
3.5.3.2.Kategori Yönetimi .....	94
3.5.3.3.Gider Yönetimi .....	95
3.5.3.4.Operasyonel Verimlilik.....	100

3.5.4.Öğrenme ve Gelişme Boyutu Kriterleri, Ölçütleri ve Ölçümleri .....	103
SONUÇ .....	108
KAYNAKÇA .....	112
ÖZGEÇMİŞ .....	118

## TABLolar LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1.Finansal Piyasa Türleri .....	5
Tablo 2.Para Politikası Araçları .....	8
Tablo 3.Dünya Borsaları .....	26
Tablo 4.İşletme Değerini Etkileyen Faktörler.....	41
Tablo 5.Performans Ölçüm Sistemleri.....	48
Tablo 6.Finansal Boyut .....	54
Tablo 7.Müşteri Boyutu .....	55
Tablo 8.Şirket İçi işlemler Boyutu .....	56
Tablo 9.Öğrenme ve Gelişme Boyutu.....	57
Tablo 10.Balanced Scorecard'ın Dört Boyutunun Kriterleri .....	57
Tablo 11.BİM Verileri .....	62
Tablo 12.Uyum Verileri .....	64
Tablo 13.Kiler Verileri.....	65
Tablo 14.Bizim Toptan Verileri .....	67
Tablo 15.Adese Verileri .....	68
Tablo 16.Balanced Scorecard Boyutlarının Kriterleri .....	69
Tablo 17.Balanced Scorecard Boyut Kriterlerinin Ölçütleri.....	69
Tablo 18.Finansal Boyut Kriterleri, Ölçütleri ve Ölçümleri .....	70
Tablo 19.Şirketlerin Ortalama Nakit Dönüş Süresi .....	81
Tablo 20.Şirketlerin Ortalama Cari Oran Değişimi .....	82
Tablo 21.Şirketlerin Ortalama Borç Ödeme Gün Sayısı.....	83
Tablo 22.Finansal Boyut Analizi .....	85
Tablo 23.Müşteri Boyutu Kriterleri .....	87
Tablo 24.Şirketlerin Ortalama Müşteri Sayısı Değişim Oranı.....	87
Tablo 25.Şirketlerin Ortalama İade Oranı Değişimi .....	88
Tablo 26.Şirketlerin Alışveriş Sepet Ortalaması.....	89
Tablo 27.Müşteri Boyutu Analizi .....	90
Tablo 28.Şirket İçi İşlevler Boyutu Kriterleri .....	91
Tablo 29.Şirketlerin Ortalama Brüt Kar Marjı Değişimi .....	94
Tablo 30.Gıda Perakende Sektöründeki Gider Oranları .....	96
Tablo 31.Şirketlerin EBITDA Oranları .....	101
Tablo 32.Şirket İçi İşlevler Boyutu Analizi .....	102
Tablo 33.Öğrenme ve Gelişme Boyutu Kriterleri.....	103
Tablo 34.Gıda Perakende Sektöründeki Personel Başına Satış ve Satış Alanı.....	104
Tablo 35.Şirketlerin Personel Başına Düşen Günlük Ortalama Satış Miktarı.....	104
Tablo 36.Şirketlerin Personel Başına Düşen Ortalama Satış Alanı .....	105
Tablo 37.Öğrenme ve Gelişme Boyutu Analizi.....	106

## ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 1.Finansal Piyasa Sistemi.....	4
Şekil 2.Risk Yönetimi .....	19
Şekil 3.Performans Piramidi .....	50
Şekil 4.Mükemmellik Modeli (EFQM).....	51
Şekil 5.Performans Prizmasının Beş Boyutu .....	52
Şekil 6.İçsel Süreç.....	56
Şekil 7.Uygulamanın Modeli .....	61

## GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa No.

Grafik 1.BİM'in Karlılık Grafiği .....	71
Grafik 2.Uyum'un Karlılık Grafiği.....	71
Grafik 3.Kiler'in Karlılık Grafiği .....	72
Grafik 4.Bizim Toptan'ın Karlılık Grafiği .....	73
Grafik 5.Adese'nin Karlılık Grafiği .....	73
Grafik 6.Bim'in Satışlarındaki Artış Oranı Grafiği .....	74
Grafik 7.Uyum'un Satışlarındaki Artış Oranı Grafiği .....	75
Grafik 8.Kiler'in Satışlarındaki Artış Oranı Grafiği.....	75
Grafik 9.Bizim Toptan'ın Satışlarındaki Artış Oranı Grafiği.....	76
Grafik 10.Adese'nin Satışlarındaki Artış Oranı Grafiği.....	76
Grafik 11.BİM'in Büyüme Oranı Grafiği.....	77
Grafik 12.Uyum'un Büyüme Oranı Grafiği .....	78
Grafik 13.Kiler'in Büyüme Oranı Grafiği .....	79
Grafik 14.Bizim Toptan'ın Büyüme Oranı Grafiği .....	80
Grafik 15.Adese'nin Büyüme Oranı Grafiği .....	80
Grafik 16.Nakit Dönüş Süresi Grafiği .....	82
Grafik 17.Cari Oran Değişim Grafiği .....	83
Grafik 18.Borç Ödeme Gün Sayısı Grafiği.....	84
Grafik 19.Şirketlerin Piyasa Değeri Grafikleri .....	85
Grafik 20.Müşteri Sayısı Değişim Oranı Grafiği.....	88
Grafik 21.Müşteri İade Oranı Değişim Grafiği.....	89
Grafik 22.Alışveriş Sepet Ortalaması Grafiği .....	90
Grafik 23.BİM'im Mağaza ve Satış Alanı Artış Oranı Grafiği .....	92
Grafik 24.Uyum'un Mağaza ve Satış Alanı Artış Oranı Grafiği .....	92
Grafik 25.Kiler'in Mağaza ve Satış Alanı Artış Oranı Grafiği .....	93
Grafik 26.Bizim Toptan'ın Mağaza ve Satış Alanı Artış Oranı Grafiği .....	93
Grafik 27.Adese'nin Mağaza ve Satış Alanı Artış Oranı Grafiği .....	94
Grafik 28.Brüt Kar Marjı Değişim Grafiği .....	95
Grafik 29.BİM'in Gider Oranları Grafiği .....	96
Grafik 30.Uyum'un Gider Oranları Grafiği.....	97
Grafik 31.Kiler'in Gider Oranları Grafiği .....	98
Grafik 32.Bizim Toptan'ın Gider Oranları Grafiği .....	99
Grafik 33.Adese'nin Gider Oranları Grafiği .....	99
Grafik 34.EBITDA Oranı Grafiği .....	101
Grafik 35.Personel Başına Düşen Günlük Ortalama Satış Miktarı Grafiği .....	104
Grafik 36.Personel Başına Düşen Satış Alanı Grafiği .....	105

## KISALTMALAR

Adese	Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret Anonim Şirketi
a.g.e.	Adı Geçen Eser
Bim	Birleşik Mağazalar Anonim Şirketi
BIST	Borsa İstanbul
BSC	Balanced Scorecard
BT	Bizim Toptan Satış Mağazaları Anonim Şirketi
b.t.	Bilinmeyen Tarih
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
EBITDA	Faiz, amortisman ve vergi öncesi kar
KAP	Kamu Aydınlatma Platformu
Kiler	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TÜYİD	Yatırımcı İlişkileri Derneği
Uyum	Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

## GİRİŞ

1980'li yılların başında ülke ekonomisindeki hızlı gelişmeler, meydana gelen gelişmelere ayak uydurabilmek için büyümek isteyen şirketleri fon sıkıntısı içerisine sürüklemiştir. 1980'li yıllarda fon kaynağı yaratmak, hem bürokratik işler nedeniyle uzun ve zahmetli bir dizi prosedür gerektirirken, hem de maliyetleri yüksek bir işlem olarak karşımıza çıkmaktaydı. Uygun maliyetli ve hızlı fon kaynağı ihtiyacı, 1982 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile daha önce aktif olmayan, yürürlüğe giren kanunla birlikte canlanan ve kurumsal bir yapıya bürünen borsa ile karşılanmaya başlanmıştır. Şirketlerin kurumsal yapıya geçerek büyümeye başlaması ile halka arz çalışmaları ve borsada işlem görme hızlanmıştır.

Günümüzde, halka arz olmuş ve borsada işlem gören şirket ve sektörler incelendiğinde, ülke ekonomisine önemli katkı sağlayan ve organize olma evrimini henüz tamamlayamamış olan gıda perakende işletmelerinin çok azının borsada yer aldığını görüyoruz. Yapılan bu çalışmayla birlikte, halka arzın gıda perakende şirketlerinin kurumsal performanslarını ne ölçüde etkilediği, halka arzın literatürde yer alan faydalarının gıda perakendecisi şirketler için ne derece doğru olduğu incelenerek sektöre ışık tutulacaktır.

İşletmeler için halka arz en ucuz fon sağlama kaynağı olarak nitelendirilmektedir. Bunun yanında halka arzın faydaları incelendiğinde, işletmelerin kurumsal yapılarına ve kurumsal performanslarına da etki ettiği görülmektedir. Yapılan incelemelerde, halka arzın gıda perakendecisi işletmelerin kurumsal performanslarına olan etkisini inceleyen herhangi bir çalışma bulunamamıştır. Çalışmanın önemi, bir ilk olarak ana kaynak niteliği taşıması ve bundan sonra yapılacak çalışmalara ışık tutan nitelikte olmasıdır.

Hedeflenen amaca ulaşabilmek için çalışma, üç ana bölüm halinde sunulmuştur.

Birinci bölümde, finansal piyasaların işleyiş mekanizması çerçevesinde, para piyasaları, sermaye piyasaları, türev piyasalar, hisse senetleri, borsalar ve borsaların gelişimi hakkında bilinmesi gereken bilgiler verildikten sonra halka arz kavramı ve



halka arz süreci anlatılarak, halka arzın faydaları ve çekinceleri aktararak, halka arz ile ilgili teorik alt yapı oluşturulmuştur.

İkinci bölümde, performans yönetimi tanımlanarak, yapılan literatür taraması sonucu elde edilen, işletmelerde kullanılan performans yönetim sistemleri ve performans ölçüm modelleri aktararak, çalışmada kullanılacak olan Balanced Scorecard Performans Değerleme modeli ile ilgili teorik alt yapı oluşturulmuştur.

Çalışmanın son bölümü olan üçüncü bölümde ise, halka arzın gıda perakendecisi şirketlerin kurumsal performansları üzerine etkileri ortaya çıkartılmaya çalışılmıştır.

Çalışmada, 2005 yılından sonra halka açılmış olan ve hisse senetleri BIST’da işlem gören, gıda perakendeciliği sektöründe yer alan beş işletmenin, BIST, SPK, KAP ve şirketlerin resmi internet sitelerindeki, bağımsız denetimden geçmiş, izahname ve yıllık faaliyet raporları kullanılmıştır.

2005 yılından önce halka açılmış olan ve hisse senetleri BIST’da işlem gören, gıda perakendeciliği sektöründe yer alan şirketlerin halka arz ve izahname verilerine ulaşamamıştır. Bu durum çalışmayı 2005 yılı sonrası şirketlerin verilerinin kullanılmasını yönünde sınırlandırmıştır.

Halka arzın gıda perakende sektöründe yer alan şirketlerin kurumsal performansına olan etkisi, yapılan incelemenin sonuçları kapsamında çalışmanın içerisinde detaylı olarak yer almaktadır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

# FINANSAL PİYASALARIN İŞLEYİŞ MEKANİZMASI VE HALKA ARZ SÜRECİ

### 1.1.Piyasalar ve İşleyiş Mekanizması

Piyasa; alıcı ve satıcıların / arz ve talebin buluştuğu, ürünlerin fiyatları ve miktarları konusunda anlaşmaya varılan fiziki ya da sanal ortamlardır. Literatürde piyasa kavramı yerine pazar kavramı da kullanılmaktadır. Kaynak taraması yapıldığında piyasa kavramı teorik bir süreç, fiziki ortama ihtiyaç duymayan sınırsız bir ortam olarak tanımlanmaktadır<sup>1</sup>.

Piyasaya ait işlemlerin ülke sınırları içerisinde gerçekleşmesine iç piyasa, ülke sınırları dışında gerçekleşmesine dış piyasa denilmektedir.

Piyasa tanımları incelendiğinde, piyasa kavramının üç unsurdan meydana geldiği görülür. Alıcı, satıcı ve dolaşımı sağlayan ürün ya da hizmet. Piyasalar dolaşımda olan ürün ya da hizmetin niteliğine göre reel piyasalar ve finansal piyasalar olarak gruplandırılmıştır.

Reel piyasalar; ürün ve hizmetin üretilmesinde kullanılan üretim faktörlerinin (emek, sermaye, girişimci, doğal kaynaklar, teknoloji) oluşturduğu pazarlardır. Örneğin petrol piyasası, et piyasası, süt piyasası, otomobil piyasası, pamuk piyasası<sup>2</sup>.

Finansal piyasalar; fon arz edenler ile fon talep edenlerin bir araya gelerek, finansal varlıkların alım satım aracılığıyla dolaşımının sağlandığı piyasalardır. Finansal piyasa sistemini, fon arz edenler ile fon talep edenleri, belirli hukuki kurallar çerçevesinde, çeşitli araçlar ve aracı kurumlar yardımıyla bir araya getiren sistem olarak tanımlayabiliriz<sup>3</sup>. Berna Taner ve Cenk Akkaya'ya göre; Şekil 1.'de de görüleceği gibi, finansal piyasaların üç temel unsuru bulunmaktadır. Birinci unsur,

---

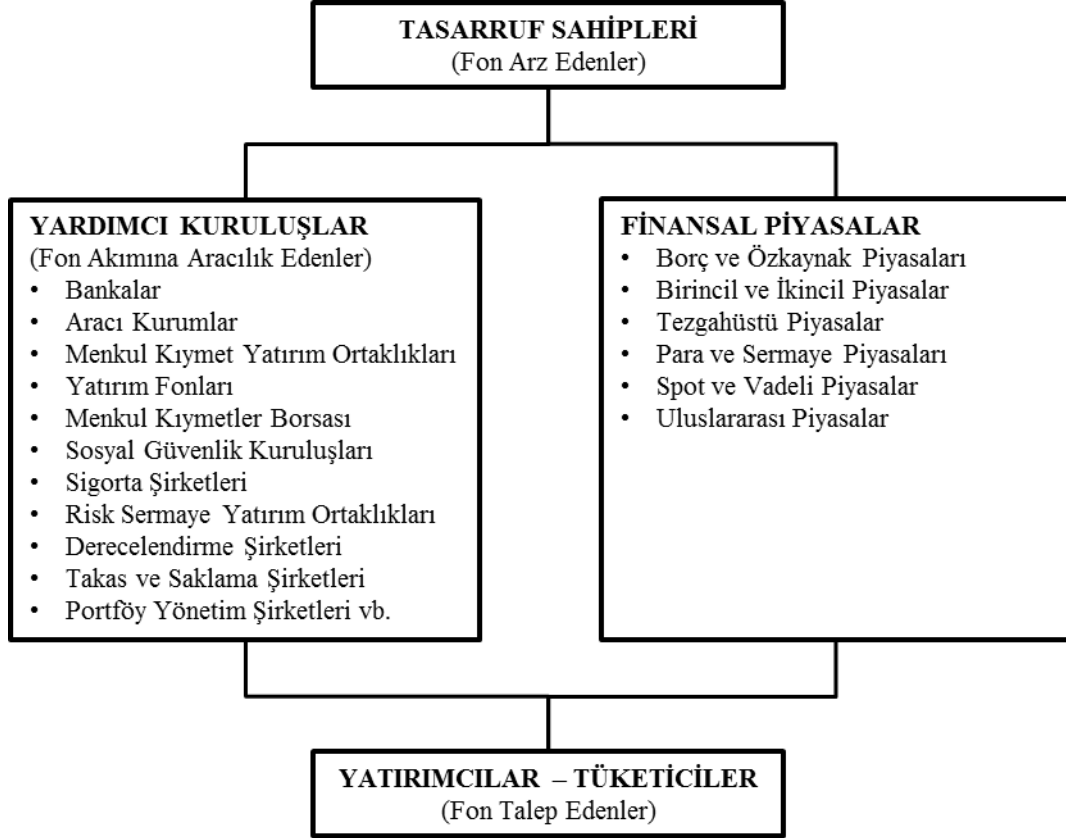
<sup>1</sup> İlker Daştı, *Türk Sermaye Piyasasının Yapısı ve İşleyişi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Projesi, Sütçü İmam Üniversitesi, 2007 s.3

<sup>2</sup> Daştı, a.g.e., s.3

<sup>3</sup> Nouhali Mardomkhah, *Türkiye'de Yatırım Fonları ve Sermaye Piyasasının Gelişimine Katkıları*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi, 2012, ss.2-3

Fon arz eden tasarruf sahipleri, ikinci unsur, fon talep eden yatırımcı ya da tüketiciler, üçüncü unsur olarak da fon akımına aracılık eden yardımcı kuruluşlardır<sup>4</sup>.

### Şekil 1.Finansal Piyasa Sistemi



**Kaynak:** Berna Taner, G.Cenk Akkaya, *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler (Yenilenmiş 2. Baskı)*, Detay Yayıncılık, Ankara, 2012, s.2

Finansal piyasaları farklı niteliklere (süre, kullanılan araç, işlemler, vb.) sahip pazarlara göre sınıflandırmak mümkün olmaktadır. Berna Taner ve Cenk Akkaya'ya göre; finansal piyasalar, bir çok alt piyasadan oluşan birbirine bağlı piyasalar grubudur<sup>5</sup>. Tablo 1.'de bu gruplandırmaya göre oluşturulan finansal piyasa türleri yer almaktadır.

Kısa vadeli araçların bulunduğu piyasa para piyasası, orta ve uzun vadeli araçların bulunduğu piyasa sermaye piyasası olarak adlandırılmaktadır.

Menkul kıymetler piyasasında menkul kıymet olarak adlandırılan kağıtlar, gayrimenkul piyasasında gayrimenkuller, kambiyo piyasasında döviz, kıymetli

<sup>4</sup> Daştı, a.g.e., s.3; Berna Taner, G.Cenk Akkaya, *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler (Yenilenmiş 2. Baskı)*, Detay Yayıncılık, Ankara, 2012, s.2

<sup>5</sup> Taner, Akkaya, a.g.k., s.2

madenler piyasasında altın ve farklı kıymetli madenlerin alım satımının gerçekleştirilmesi için ortam oluşturulmaktadır<sup>6</sup>.

Organize piyasaların fiziki yerleşim yerleri bulunmakta ve belirli kurallar çerçevesinde işlem yapılabilir. Serbest piyasalar ise belirli fiziki yerleşimleri olmaksızın ve uyulması zorunlu kurallar bulunmaksızın işlemlerin yapıldığı piyasalardır.

Birincil piyasalar, Fon talep eden yatırımcıların, fon arz eden kişi ya da kurumlarla ilk kez karşılaştıkları, finansal araçların ilk kez dolaşıma çıktığı piyasalardır. İkincil piyasalar ise, daha önce dolaşıma çıkan finansal araçların dolaşımının sürekli hale geldiği, birden fazla kez el değiştirdiği, alışverişinin yapıldığı piyasalardır<sup>7</sup>.

Spot piyasalar dokunabildiğimiz ürünlerin olduğu, para ve ürün değişiminin anında yapıldığı, anlık alışverişin gerçekleştiği piyasalardır. Vadeli piyasalar ise tarafların, vadeli işlem sözleşmesi ile, sözleşmeye konu ürünü, yine sözleşme ile belirlenen gelecek bir tarihte teslim alma ve ödeme yapma yükümlüğü altına girdikleri piyasalardır<sup>8</sup>.

**Tablo 1.Finansal Piyasa Türleri**

Fonların Kullanış Süresine	Kullanılan Araçlara Göre	Belirli Bir Pazar Yerinin Olup Olmamasına Göre	İşlemlerine Göre	Teslim Şekline Göre
* Para Piyasaları * Sermaye Piyasaları	* Para Piyasası * Menkul Değerler Piyasası * Gayrimenkul Piyasası * Kambiyo Piyasası * Kıymetli Madenler Piyasası	* Organize Finansal Piyasalar * Serbest Finansal Piyasalar	* Birincil Piyasalar * İkincil Piyasalar	* Spot * Vadeli

**Kaynak:** Berna Taner, G.Cenk Akkaya, *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler* (Yenilenmiş 2. Baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2012, s.5

### 1.1.1.Para Piyasaları

Para ya da paraya dönüştürülebilir varlıkların dolaşımında olduğu, alım satımının yapıldığı piyasalardır. Para piyasalarının en önemli etkin unsurları

<sup>6</sup> Taner, Akkaya, a.g.e., s.5

<sup>7</sup> Daştı, a.g.e., ss.7-8

<sup>8</sup> Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., *Türev Araçlar Lisanslama Rehberi*, 2006, ss.11-12, [www.vob.org.tr](http://www.vob.org.tr), 26/10/2013

bankalar, merkez bankaları, büyük kuruluşlar ve bireylerdir. Ramazan Öznacar bu konuda “*Her mevduat sahibi para piyasasının bir elemanıdır.*” ifadesini kullanmaktadır<sup>9</sup>.

Para piyasasında yer alan araçlar devlet, devlet kuruluşları, bankalar ve büyük kuruluşlar tarafından piyasaya çıkartılır. Para piyasası kısa vadeli, finansal riski az, faizi düşük ve hemen paraya çevrilebilen fonlardan oluşmaktadır. Mevduatlar, krediler, hazine bonosu, finansman bonosu, varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK), repo, merkez bankası fonları (bankalararası piyasa) ve eurodolar para piyasası araçlarıdır.

Para piyasaları kendi içinde örgütlenmiş ve örgütlenmemiş olarak gruplandırılabilir. Sistem ticari bankalar aracılığıyla işliyorsa örgütlenmiş yani organize olmuş, bankalar dışındaki kuruluşlar aracılığıyla işliyorsa örgütlenmemiş yani organize olmamış para piyasalarını oluşturur<sup>10</sup>.

#### **1.1.1.1.Bankalararası Para Piyasası**

Fon fazlası olan ile fon açığı olan ekonomik oluşumları biraraya getiren finansal sistemin ağırlık merkezinde bankacılık sektörü yer almaktadır. Oluşan fonların değerini belirlemek, risklerini kontrol altına almak ve dağılımını doğru yapabilmek için finansal piyasalara, araç ve araçlara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu ihtiyacı karşılayacak olan finansal kurumların fonksiyonel olabilmesi için bankalararası para piyasası, ödeme, referans olarak kabul edilme, aracılık, etkinlik, nakit akışını dengeleme ve düzenleme fonksiyonlarını yerine getirir<sup>11</sup>.

#### **1.1.1.2.Para Politikası**

Özellikle 1973 petrol krizi sonrası tüm dünya ülkelerinde planlı ve etkin bir şekilde merkez bankaları tarafından uygulanan para politikası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Terimler Sözlüğü’ne göre; “*Ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve*

---

<sup>9</sup> Ramazan Öznacar, *Vadeli İşlemlerin Para Piyasalarına Etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2006, s.54

<sup>10</sup> Taner, Akkaya, a.g.e., s.6; Daştı, a.g.e., s.4

<sup>11</sup> Mehmet Gökçe, *Bankalararası Para Piyasası Üzerine Teorik ve Uygulamalı Bir İnceleme*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi, 2010, ss.41-43

*maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade eder.*"<sup>12</sup> Timur Önder'in yaptığı literatür taraması sonucu, para politikası ekonomi literatüründe "*Paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının beklentilerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünü*" olarak tanımlanmaktadır<sup>13</sup>.

#### **1.1.1.2.1.Para Politikası Stratejileri**

Para politikasının başarılı olabilmesi ve merkez bankasının sonuca ulaşabilmesi için, uygulanacak para politikası stratejileri belirlenerek kamuoyu ile paylaşılır. Merkez bankası, kamuoyundan aldığı görüşler ile beklentileri şekillendirip, para politikası araçlarını belirlenen strateji doğrultusunda uygulamaya geçirir. Fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik harcanan çabalar farklı parasal stratejilerin gündeme gelmesini sağlamıştır. Genel olarak uygulanan para politikası, parasal hedefleme, kur çapası, merkez bankası bilançosu hedeflemesi ve doğrudan enflasyon hedeflemesi stratejilerinden oluşmaktadır<sup>14</sup>.

Para politikasının başarılı olması için Tablo 2.'de yer alan para politikası araçları, belirlenen strateji çerçevesinde tutarlı olarak uygulanmalıdır.

#### **1.1.1.2.2.Para Politikası Araçları**

Para politikası araçları, doğrudan ve dolaylı araçlar olarak gruplandırılabilir. Doğrudan araçlar, faiz, kredi ve mevduatların fiyatlarını ve miktarlarını belirleyip, ticari bankaların bilançolarına etki etmeyi amaçlarken, dolaylı araçlar, piyasadaki arz ve talep koşulları çerçevesinde hayata geçirilip, merkez bankası bilançosunu ve/veya merkez bankası fiyatlarını etkilemeyi amaçlamaktadır<sup>15</sup>.

---

<sup>12</sup> Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, *Terimler Sözlüğü*, <http://www.tcmb.gov.tr> , 12/04/2014

<sup>13</sup> Timur Önder, *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2005, s.24

<sup>14</sup> Önder, a.g.e., ss.37-45

<sup>15</sup> Önder, a.g.e., s.55; Erhan Ceylan, *Para Politikası Amaçları, Araçları, Türkiye'de 1980 Sonrası İzlenen Para Politikası Uygulamaları ve 2000 Yılı Sonrası Türk Dış Ticaretindeki Gelişmeler*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, 2010, ss.39-55

**Tablo 2.Para Politikası Araçları**

<b>Doğrudan Para Politikası Araçları</b>	<b>Dolaylı Para Politikası Araçları</b>
Faiz oranı kontrolleri	Açık piyasa işlemleri
Kredi tavanı kontrolleri	Döviz - efektif işlemleri
Farklılaştırılmış reeskont kotaları	Reeskont politikası
Disponibilite uygulaması	Zorunlu karşılık oranları
Finansal araçların portföylerinin yeniden düzenlenmesi	
Hisse senedi ve tahvil alımına yönelik kredilerin kontrolü	
Tüketici kredilerinin kontrolü	
Özel mevduatlar	
İkna yöntemi	
Reklam ve resmi olmayan öğütler	

### **1.1.1.2.3.Para Politikası Amaçları**

Para politikasının amaçlarını, fiyat istikrarsızlığı ve toplam talep sebebiyle ekonomideki iç ve dış dengelerin sapmasını ortadan kaldırmak için, fiyat istikrarı, tam istihdam, ekonomik büyüme ve ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması şeklinde tanımlamak mümkündür<sup>16</sup>.

Ülkelerin ekonomik pozisyonları, para politikaları ve para stratejilerine göre, para politikası amaçlarından hangisine öncelik verecekleri, zaman ve ülkeye göre farklılaşmaktadır<sup>17</sup>.

Yapılan literatür araştırmasında, para politikası araçları kullanılarak gerçekleştirilmek istenen para politikası amaçları, fiyat istikrarının sağlanması, tam istihdamın sağlanması, iktisadi büyüme hızının artırılması, ödemeler bilançosu dengesi, faiz oranı istikrarının sağlanması ve finansal piyasaların istikrarının sağlanması olarak tanımlanmıştır.

### **1.1.2.Sermaye Piyasaları**

Sermaye piyasası arz ve talebin bulunduğu ortamdır. Sermaye piyasası uzun ve sürekliliği olan fonların alışverişinin yapıldığı pazarlardır. Bir yıldan kısa vadeli ya da vadesiz fonların hareketi sermaye pazarı ile ilişkilendirilmemektedir. Bu bilgiler ışığında sermaye piyasası, orta, uzun ve hatta sonsuz vadeli fonlara ilişkin arz

<sup>16</sup> Ceylan, a.g.e., s.28; Aliye Özdemir, *Türkiye’de Para Politikasının Ekonomik İstikrarı Sağlamadaki Rolü (1980 Sonrası Dönem)*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, 2010, s.4

<sup>17</sup> Ceylan, a.g.e., s.28

ve talebin yardımcı kuruluşlar aracılığıyla ve menkul kıymetler üzerinden hareket eden piyasa olarak kabul edilmektedir<sup>18</sup>.

Sermaye piyasaları, gelişmiş ülkelerde ekonomik büyüme ve gelişmenin önemli dinamiklerinden birini oluşturmaktadır. Serbest piyasa ekonomisi modelinde sermaye piyasaları, girişimcilere uzun vadeli fon sağlayarak, ekonomik kalkınmaya ve sermayenin tabana yayılması suretiyle de sosyal barışa önemli katkılar sağlamaktadır. Günümüzde sermaye piyasalarından yoksun bir mali sistemi düşünmek imkansızdır. Para piyasası ve sermaye piyasası birbirini tamamlamakta ve ekonomiye işlerlik kazandırmaktadırlar<sup>19</sup>.

### **1.1.2.1.Sermaye Piyasasının Gelişimi**

Türkiye’de sermaye piyasasının gelişimini incelediğimizde karşımıza iki dönem çıkmaktadır. Osmanlı dönemi ve Cumhuriyet dönemi.

#### **1.1.2.1.1.Osmanlı Dönemi**

Osmanlı’nın dışa kapalı bir toplum olduğu 19. yüzyılın ikinci yarısında, sermaye sahiplerine ulaşabilmek için aracılara ihtiyacı vardı. Bu ihtiyacı gidermek üzere ortaya, tarihte Galata Bankerleri olarak da anılan bankerler çıktı. Avrupa’daki sanayi devrimi büyük anonim şirketlerin kurulmasına ve bunların halka arz olmasına yol açmıştır. Osmanlı’da yaşayan azınlık ve tacirler halka arz olan anonim şirketlerin hisse senetlerini satın almışlardır. Tanzimatın ilanı ile Osmanlı halkı da yabancı şirketlerin hisse senetlerine ilgi göstermiş ve satın alarak hisse senetlerinin piyasada dolaşımını sağlamışlardır. 04.08.1854 Kırım Savaşı nedeniyle Osmanlı Devleti’nin ilk dış borçlanması gerçekleşmiş, bu durum tahvil piyasasının oluşumunu başlatmıştır. Meşrutiyet sonrasında ise yerli şirketler hisse senedi ve tahvil çıkararak, piyasada hisse senedi ve tahvil dolaşımını sağlamışlardır. Galata Bankerleri 1864 yılında kendi aralarında birleşerek bir dernek kurmuş, 1866 yılında da hükümet tarafından ilk borsa İstanbul’da kurulmuştur. 13.09.1881 tarihli Muharrem Kararnamesi ile yabancı sermaye Osmanlı İmparatorluğu içerisinde güçlenerek piyasaya hakim olmuştur. İmparatorluğun gelirlerini toplama işi de Galata

---

<sup>18</sup> Taner, Akkaya, a.g.e., s.25

<sup>19</sup> Daştı, a.g.e., s.33



Bankerlerinden alınarak yabancılara verilmiştir. Bu durum Galata Bankerlerini zor duruma sokarak iflasa sürüklemiştir. Muharrem Karslı'ya göre;

*“1914 yılında cereyan eden Birinci Dünya Savaşı, sonrasında Kurtuluş Savaşı, Cumhuriyet'in ilanı ile birlikte kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, kambiyo kontrolü ve dışa kapalı ekonomi stratejileri, ilk kurulan sermaye piyasasının kapanmasına neden olmuştur.”<sup>20</sup>*

Farklı kaynaklar araştırıldığında, İstanbul Borsası'nın Ankara'ya taşınması da sebepler arasında gösterilmektedir<sup>21</sup>.

### **1.1.2.1.2.Cumhuriyet Dönemi**

Hüseyin Evren Arık'a göre; Cumhuriyet'in kuruluşundan 1929'a kadar geçen süre, borsa ve ülke ekonomisi için bir geçiş dönemi olarak adlandırılabilir<sup>22</sup>. Geçiş sürecince Cumhuriyet'in yapılandırılması için çalışılmış, 1929 yılında, dış ticaret ve kambiyo politikaları ele alınırken borsa ancak gündeme gelebilmiştir. Sermayenin çok sınırlı olduğu Cumhuriyet'in ilk yıllarında sermaye piyasasının gelişimi ve işleyişi için bir ortam yaratılamamıştır. Cumhuriyetin, kuruluş yıllarını geride bırakıp, ekonomik gelişme sağlamaya başladığı yıllarda, tasarruf sahiplerinin, yatırım ihtiyacı içerisinde olan kurum ve kuruluşlarla nasıl buluşturulacağı sorusunun cevapları konuşmaya başlanmış, sermaye piyasasının varlığı bir ihtiyaç haline gelmiş, zaman geçtikçe de sermaye piyasasına duyulan ihtiyaç artmıştır.

30 Eylül 1960 tarihinde Devlet Planlama Teşkilatı kurulmuş ve ülkede planlı ekonomiye geçilmiştir<sup>23</sup>. Plan metninde sermaye piyasalarına olan ihtiyaç aktarılmış, planın finansmanı bölümünde de sermaye piyasalarına aşağıdaki şekilde yer verilmiştir.

*“Son senelerde müteşebbislerin çektikleri uzun süreli finansman sıkıntısı büyük ölçüde, küçük tasarrufları harekete getirecek bir sermaye piyasasının bulunmamasından ve müteşebbislerin ferdî teşebbüs alışkanlıklarından doğmuştur. Çalışma alanlarını genişletmek isteyen teşebbüs sahipleri ek maddi kaynakları kredi yoluyla sağlamayı seçmişlerdir. Uzun süreli yatırım kredisinin yeter derecede bulunmaması müteşebbisleri sabit sermaye*

<sup>20</sup> Muharrem Karslı, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler* (5.basım), Alfa Yayınları, İstanbul, 2004, s.36

<sup>21</sup> Mardomkhah, a.g.e., s.22; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

<sup>22</sup> Hüseyin Evren Arık, *Cumhuriyet Döneminde Menkul Kıymetler ve Borsa (1923-1985)*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, 2010, s.55

<sup>23</sup> Arık, a.g.e., s.55

*yatırımlarını kısa süreli kredilerle karşılamak yoluna itmiştir. Bu da, uzun süreli ihtiyaçlar, yüksek faizli ve kısa süreli kredilerle sağlandığı için kısa ömürlü ve ekonomik bakımdan zayıf bir çok işletmelerin doğmasına sebep olmuştur. Sermaye piyasasında çalışacak müesseselerin, kâra iştirakli tahvü ihracı, kâr garantisi verilmesi gibi yollarla, tasarrufların sermaye piyasasına akmasını sağlayacak tedbirler üzerinde durmaları teşvik olunacaktır.”<sup>24</sup>*

1960 yılı sermaye piyasasının yeniden gündeme geldiği, hareketlendiği, bir nevi “yeniden doğuş” yılı olmuştur. Hareketlilik Hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile başlamıştır. Tahvil ve bonoların paraya çevrilme işlemleri el değiştirerek gerçekleşmiş bu durum da ilk kez ikinci el menkul kıymetler piyasasını doğurmuştur. Özellikle hukuksal altyapının olmaması ve kalkınma planlarında yer alan uygulama planlarının hayata geçirilememesi doğru bir sermaye piyasası oluşmasını engellemiştir. Bu dönemde Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası, kuruluşunda iştirak ettiği ve kredi sağladığı şirketlere, hisse senetlerini satın alarak fon sağlamış, daha sonra bu hisseleri yatırımcılara satarak sermaye piyasasına katkı sağlamış, kendisi de kar etmiş ve böylece ihtiyaç sahibi yeni kurulan işletmelere fon oluşturmuştur. 1980’li yıllarda menkul kıymetler piyasası kurulmuş, tasarruf bonoları piyasadan çekilerek yerini halka açık şirketlerin hisse senetlerine bırakmıştır. 1980 sonrası kurallı sermaye piyasası kurulmuş, bu kapsamda 28.07.1981 tarihinde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kabul edilerek, yürürlüğe girmiştir. Bu kanunla birlikte,

*“Tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak ve sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek.”<sup>25</sup>*

amacıyla 13.01.1982 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş, borsanın yeniden yapılandırma çalışmalarına başlanmıştır. Sermaye piyasası, 1982 tarihli anayasanın 167. maddesi ile de aşağıda yer aldığı şekliyle anayasal güvenceye sahip olmuştur.

*“Devlet, para, kredi, sermaye, mal ve hizmet piyasalarının sağlıklı ve düzenli işlemlerini sağlayıcı ve geliştirici tedbirleri alır; piyasalarda fiili veya anlaşma sonucu doğacak tekelleşme ve kartelleşmeyi önler.”<sup>26</sup>*

<sup>24</sup> DPT, *Kalkınma Planı Birinci Beş Yıl (1963-1967)*, 1963, [www.esk.dpt.gov.tr](http://www.esk.dpt.gov.tr), 22/01/2014

<sup>25</sup> SPK, *Sermaye Piyasası Kurulunun Oluşumu*, 1982, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr), 23/01/2014

<sup>26</sup> TBMM, *T.C. Anayasası*, 1982, [www.tbmm.gov.tr](http://www.tbmm.gov.tr), 23/01/2014

Bu kanunla birlikte, sermaye piyasasında var olan güven ve hukuksal dayanak boşluğu doldurulmuş, piyasa kurallı hale getirilmiştir.

Türkiyenin 1860'lı yıllarda Osmanlı İmparatorluğu ile başlayan sermaye piyasası serüveni 1980'li yıllarda işlerliği sağlanmış, kurallı yapıya bürünmüş, denetlenebilir, kapsamlı, 1980'li yıllar sonrasında da ihtiyaçlara göre yeni düzenlemelere tabi tutularak gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarına benzer bir piyasa haline gelerek devam etmiştir.

### **1.1.2.2.Sermaye Piyasasının Önemi**

Ülkelerin ekonomik gelişimleri için sermaye birikiminin sağlanması ve yaygınlaşması gerekmektedir. Bu da tasarrufların arttırılması ve üretken yatırımlara aktarılması ile mümkün olabilmektedir. İşte tam da burada karşımıza sermaye piyasası çıkmaktadır. Sermaye piyasasının önemini incelerken farklı açılardan değerlendirmek gerekmektedir. Aşağıda, halka arzın, ülke ekonomisindeki önemi, şirket ekonomisindeki önemi, birey ekonomisindeki önemi ve sosyal yönü incelenmiştir.

Sermaye piyasası, tüm paydaşlarına (ülke ekonomisi, anonim şirketler, gerçek ve tüzel kişi yatırımcılar, aracı kurumlar) fayda sağlama üzerine kurulmuş bir sistemdir.

#### **1.1.2.2.1.Ülke Ekonomisindeki Önemi**

Halka arz, hem tüzel hem de gerçek yatırımcının, her miktardaki tasarrufunu değerlendirme yöntemi olarak direk ve dolaylı yollardan ülke ekonomisine fayda sağlamaktadır. Ulusal tasarrufların arttırılması ve endüstri piyasasına aktarılması, tek başına ekonomik anlam ifade etmeyen küçük miktardaki tasarrufların bir araya getirilerek büyük miktardaki yatırımlara dönüştürülmesi ve küçük tasarrufların bir araya getirilerek yurt içi tasarruf açığının kapanmasına yardımcı olması, halka arzın ülke ekonomisine sağladığı faydalardır<sup>27</sup>.

---

<sup>27</sup> Karslı, a.g.e., ss.25-27

#### **1.1.2.2.2.Şirket Ekonomisindeki Önemi**

Halka arz şirketlere hem ekonomik hem de kurumsal gelişimleri açısından fayda sağlamaktadır. Maliyetsiz finansman sağlanması, sermaye yapısının güçlendirmesi ile daha güçlü bir mali yapının sağlanması, likidite sağlanması, ikincil halka arz yöntemiyle sermaye arttırım imkanını sağlaması, halka arz ile birlikte gözler önüne serilen şirketin bilinirliğinin artması ile prestij ve itibarının da artması, güven ortamı ile şirketin kredibilitesinin artması, şirketin nitelikli insan kaynağına sahip olma ve aidiyet duygusunu güçlendirme becerisinin artması ve şirketin yönetsel disiplininin artması ile kurumsallaşma sürecine katkı sağlanması, halka arzın şirket ekonomisindeki önemi arasında sayılabilir<sup>28</sup>.

#### **1.1.2.2.3.Birey Ekonomisindeki Önemi**

Halka arz, gerçek kişilerin, küçük tasarruflarını değerlendirebildikleri önemli bir platformdur. Tek başına işe yaramayan, yatırım için yeterli olmayan küçük tasarrufların efektif yatırımlara aktararak bireye ek gelir sağlaması, yatırım yapmaya bilgi birikimi, donanımı, tecrübesi, sağlığı, zamanı elverişli olmayan küçük tasarruf sahiplerinin de sermaye piyasası imkanlarından yararlanabilmesi, küçük tasarrufların farklı yatırımlara paylaştırılarak, sermaye üzerindeki riskin dağıtılması ve azaltılması, küçük tasarrufların verimli yatırımlara aktararak gelir ve değer artışı sonucu enflasyona karşı korunması halka arzın birey ekonomisindeki önemini anlatmaktadır<sup>29</sup>.

#### **1.1.2.2.4.Sosyal Yön**

Halka arzın ekonomideki önemi yanında, küçük tasarruf sahiplerine fırsat yaratarak yatırım yapmayı geniş kitlelere yayması sebebiyle sosyal yönü de oldukça önemlidir. Üretim araçları mülkiyetinin geniş halk topluluklarına yayılması, sermaye piyasasının anonim şirketler aracılığıyla halk kapitalizmini doğurması, işçilerin de küçük tasarrufları ile farklı şirketlere ortak olmaları, işçilerin çalıştıkları şirkete ortak olmaları sonucu iş veriminin ve aidiyet duygusunun artması sonucu çalışma başarısının sürekli hale gelmesi, dengeli bir gelir dağılımının sağlanması, ekonomik

---

<sup>28</sup> Taner, Akkaya, a.g.e., ss.27-28

<sup>29</sup> Daştı, a.g.e., ss.12-15

kararlarda halkı söz sahibi yaparak, ekonomide demokratik yaklaşım sergilemesi halka arzın sosyal yönünü ifade etmektedir<sup>30</sup>.

### **1.1.2.3.Sermaye Piyasasının Unsurları**

Sermaye piyasaları dört temel unsur üzerine kurulmuştur. Yanısıra piyasayı kontrol eden ve denetleyen gözetim otoritesini ve diğer yardımcı kuruluşları da eklemek yerinde olacaktır.

#### **1.1.2.3.1.Temel Unsurlar**

Sermaye piyasasının temel unsurları aşağıda özetlenmiştir<sup>31</sup>.

Fon Talep Edenler; gerekli olan sermaye ihtiyacını sermaye piyasasından karşılamak isteyenlerdir. Anonim ortaklıklar, kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler, mahalli idarelerle ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler, genel ve katma bütçeli idareler ve T.C. Merkez Bankası, sermaye piyasası araçlarını ihraç edebilen ve fon talep edebilen kurumlardır.

Fon Arz Edenler (Yatırımcılar); tasarruflarını sermaye piyasasına aktaran gerçek ya da tüzel kişilerdir.

Yatırım ve Finansman Araçları; sermaye piyasasında fonların arz ve talepleri doğrudan değil, sermaye piyasası araçları kullanılarak yapılabilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu Mevzuatı'nda bu araçlar menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçları olarak belirlenmiştir.

Aracı Kurumlar; fon talep edenlerle, fon arz edenler arasındaki fon transferinin büyük bir kısmı aracılar kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Sermaye piyasasında aracılık işlemi yapan şirketlere aracı kuruluşlar adı verilmektedir. Aracı kuruluşlar, aracı kurumlardan ve bankalardan oluşmaktadır.

#### **1.1.2.3.2.Yardımcı Unsurlar**

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK); düzenleyici kurum olarak görev yapar. Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri çerçevesinde üzerine düşen görevi ifa etmek için

---

<sup>30</sup> Karşlı, a.g.e., ss.28-30

<sup>31</sup> Kürşat Göktürk, Mehmet Özdamar, Hayrettin Çağlar, Mehmet Çelebi Can, *Sermaye Piyasası Hukuku*, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, 2013, ss.5-14

oluşturulmuş kurul, idari ve mali özerkliğe sahip bir kamu tüzel kişisidir. Kurul'un temel görevi, sermaye piyasasının güven açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlamaktır.

Borsa (Borsa İstanbul); Türkiye'de sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü en önemli borsa, Borsa İstanbul'dur. Borsa İstanbul yetkisini kendi sorumlulukları çerçevesinde bağımsız olarak kullanan, SPK'nın denetim ve gözetimi altında olan tüzel kişiliği haiz bir kamu kurumudur.

Takas ve Saklama Kuruluşu (Takasbank); Takasbank, SPK mevzuatı, Bankacılık Kanunu ve tüm bankacılık düzenlemeleri çerçevesinde, takas, saklama ve yatırım bankacılığı hizmetlerini vermektedir. Ayrıca Borsa İstanbul bünyesinde gerçekleştirilen nakit ve menkul kıymet takası işlemleri için yetkilendirilmiş merkezi takas kuruluşudur. Takasbank'ın varoluş amaçlarından biri de, etkin bir merkezi teminat ve risk yönetim sistemi geliştirerek sermaye piyasalarının risk yönetim altyapısının güçlendirilmesine ve piyasada aracılık maliyetlerinin azaltılmasına katkı sağlamaktır<sup>32</sup>.

#### **1.1.2.4.Sermaye Piyasalarında Yatırımcılar ve Yatırım Araçları**

##### **1.1.2.4.1.Yatırımcılar**

Sermaye piyasası yatırımcılarını kurumsal ve bireysel yatırımcılar ile yerli ve yabancı yatırımcılar oluşturur. Yatırımcıları, gerçek veya tüzel kişi niteliğindeki yatırımcılar olarak iki gruba ayırmak mümkündür.

BIST'un, Yatırımcılar İçin Borsa İstanbul Kalvuzu'na göre; kurumsal yatırımcıların arasında, bankalar, sigorta şirketleri, A tipi yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, emeklilik fonları, vakıflar, dernekler, munzam sandıkları ve belli büyüklükte fon sahibi kişiler sayılabilir. Kurumsal yatırımcılar, çok sayıda bireysel yatırımcının oluşturduğu büyük miktarda fonları, uzman kadroları ile sermaye piyasası araçlarına aktarırlar. Dolayısıyla kurumsal yatırımcıları, büyük miktarda fonları ve bu fonları yönetme becerisine sahip uzman kadroları ile sermaye piyasasında verimli ve etkili kaynak dağılımı ile fonlardaki meydana gelebilecek olumlu ya da olumsuz dalgalanmaları belirli seviyede tutabilen ya da sakinleştiren

<sup>32</sup> Göktürk, Özdamar, Çağlar, Can, a.g.e., ss.5-14; Takasbank, *Hakkımızda*, 2013, [www.takasbank.com.tr](http://www.takasbank.com.tr), 18/12/2013

finansal kuruluşlar olarak tanımlamak mümkündür. Bununla birlikte kurumsal yatırımcıların ellerinde tuttıkları portföyde yaptıkları risk dağılımları küçük yatırımcılar açısından da son derece önemlidir.

Ülkemize gelen portföy akımlarının, servet sahibi bireysel yatırımcılar ile yabancı kurumsal yatırımcılar olarak iki temel kaynağı bulunmaktadır. Türkiye’de yerli olan kurumsal yatırımcılar toplam portföy içinde geniş bir yer tutmamaktadır. Sermaye piyasasında tasarruflarını pay yatırımlarına kanalize eden yatırımcılar zaman zaman, menkul kıymete özgü riskler (sistemik olmayan risk) ve tüm kıymetleri etkileyen genel riskler (sistemik risk) ile karşı karşıya kalabilmektedirler.

Bununla birlikte ilgili düzenlemeler, BIST’un, Yatırımcılar İçin Borsa İstanbul Kalvuzu’nda da yer aldığı üzere; piyasaya açıklık getirerek, yatırımcıya kendisini korumasında bir anlamda yardımcı olmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenleyip denetleyerek yatırımcının korunması amacını taşımaktadır. Bu amaç da menkul kıymetlerin halka arz ve satışının, piyasa katılımcılarının düzenlenmesi, denetlenmesi ile gerçekleştirilmeye çalışılmaktadır.

#### **1.1.2.4.2.Yatırım Araçları**

Sermaye piyasası araçları SPK’da menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak gruplandırılmıştır.

##### **1.1.2.4.2.1.Menkul Kıymetler**

Kamu tüzel kişileri ya da anonim şirketler tarafından Sermaye Piyasası Kurulundan izin alınarak, nakit ya da ayın karşılığında, belli şekil şartlarına tabi olarak, standart meblağ ve standart tipte, çok sayıda, orta, uzun veya sonsuz vadeli olarak seri halde ihraç edilen, devamlılık arz eden, kişilerin yatırım amacı ile edindikleri, ortaklık veya alacak hakkı sağlayan, belirli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde

çıkarılan, ibareleri aynı olan ve çıkarılması için şartları kurulca belirtilen kıymetli evraklara menkul kıymet denir<sup>33</sup>.

Ümit Hacıoğlu ve Hasan Dinçer, menkul kıymetleri aşağıdaki şekilde sınıflandırmışlardır.<sup>34</sup>;

- i. Hisse senetleri ve hisse senedi türevleri,
- ii. Geçici ilmühaberler,
- iii. Yeni pay alma kuponları,
- iv. Tahviller ve tahvil türevleri,
- v. Tahvil faiz kuponları,
- vi. Hazine bonoları,
- vii. Katılma intifa senetleri,
- viii. Kar ve zarar ortaklığı belgeleri,
- ix. Banka bonoları,
- x. Banka garantili bonolar,
- xi. Finansman bonoları,
- xii. Varlığa dayalı menkul kıymetler,
- xiii. Gelir ortaklığı senetleri,
- xiv. Gayrimenkul sertifikaları,
- xv. Tertip halinde çıkarılan ve 2 yıl veya daha uzun süreli ipotekli borç ve irat senetleri,
- xvi. Borsa yatırım fonu katılma belgeleri,
- xvii. İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonu katılma belgelerini sayabiliriz.

#### **1.1.2.4.2.2.Diğer Sermaye Piyasası Araçları**

Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraktır. Ancak çek, poliçe, nakit, bono ile mevduat sertifikaları sermaye piyasası aracı olarak sayılmamaktadır.<sup>35</sup>

---

<sup>33</sup> Karşlı, a.g.e., s.331; Taner, Akkaya, a.g.e., s.77; Mehmet İnam, *Sermaye Piyasası* (1.Baskı), Seçkin, Ankara, 2007, s.43

<sup>34</sup> Ümit Hacıoğlu, Hasan Dinçer, *Finansa Giriş*, Beta Yayınları, İstanbul, 2009, ss.56-62

<sup>35</sup> Daştı, a.g.e., s.29; Borsa İstanbul, *Sermaye Piyasası Araçları*, 2013, s.181, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 19/12/2013



### 1.1.3. Türev Piyasalar

Türev piyasaların tarihsel kronolojisine bakıldığında, ilk organize türev piyasa 1997 yılında Vadeli İşlemler Borsa'sı olarak, İstanbul Altın Borsası bünyesinde karşımıza çıkmaktadır. 2001 yılında, İMKB bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası olarak hayata geçmiş ve son olarak da 2005 yılında Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası olarak uygulamada da işleyen bir piyasa olarak, 2013 yılına kadar hayatına devam etmiştir. 2013 yılında ise, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları, İstanbul Altın Borsası ve İMKB, BIST bünyesinde birleştirilmiş, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'na ait işlemler BIST çatısı altında gerçekleştirilmektedir<sup>36</sup>.

Piyasada neredeyse ürün ve hizmetlerin tamamının fiyatı, arz ve talebe göre serbest piyasa koşullarında belirlenerek, değişen piyasa koşulları, arz ve talebe göre de değişkenlik göstermektedir. Bu durum, sahip olduğumuz mal ve hizmeti piyasa koşullarında satabilmemize, ihtiyacımız olan mal ve hizmeti de yine piyasa koşullarında satınlabilmemize olanak sağlamaktadır. Türev piyasalar için en önemli koşul, mal ya da hizmetin piyasadaki fiyatının serbest olarak piyasa tarafından belirleniyor olmasıdır<sup>37</sup>.

Satış ya da satın alma anlaşmasının şimdi yapılması, anlaşmadan doğan yükümlülüklerin ise gelecek bir zamanda yerine getirilmesi yönünde gerçekleştirilen işlemlere vadeli işlem denir. Vadeli işlem piyasasının iki temel fonksiyonu vardır, geleceğe yönelik fiyat tahmini ve risk yönetimi. Vadeli işlem piyasalarının doğuşu, tarımsal ürünleri, gelecekte oluşabilecek fiyat değişimlerinin yaratacağı risklerden korumak amacının ortaya çıkışıyla olmuştur<sup>38</sup>.

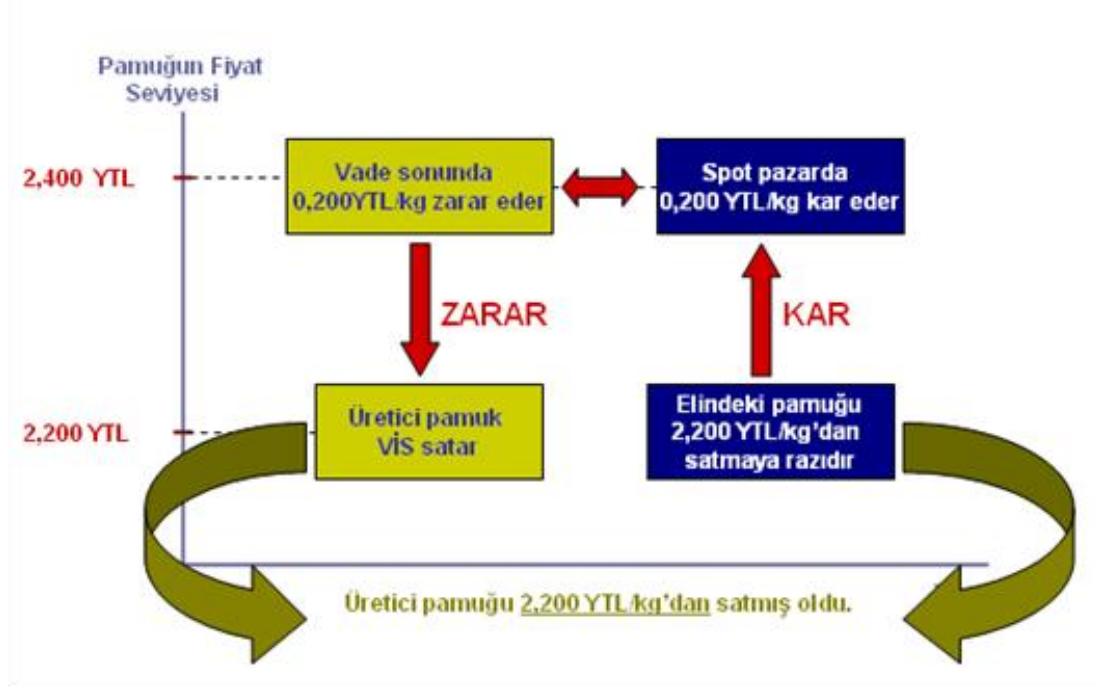
---

<sup>36</sup> Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., a.g.e., ss.14-16, [www.vob.org.tr](http://www.vob.org.tr), 26/10/2013; Ömer Kütük, *Türev Araçlar ve Türk Bankacılık Sektöründeki Uygulamaları*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi, 2014, ss.2-3

<sup>37</sup> Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., a.g.e., s.16

<sup>38</sup> Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., a.g.e., s.18

## Şekil 2.Risk Yönetimi



**Kaynak:** Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., *Türev Araçlar Lisanslama Rehberi*, 2006, s.19, [www.vob.org.tr](http://www.vob.org.tr), 26/10/2013

Gelecekteki fiyat belirsizliğinden kaynaklı riskleri ortadan kaldırmak ve vadeli sözleşmelerde her iki tarafa da garanti vermek amacıyla, sözleşmeler standart hale getirilmiş ve borsa çatısı altında alım satımı başlamıştır. Dünya terminolojisinde vadeli işlemler, türev araçlar olarak kullanılmaktadır. Türev araçların kapsadığı işlemler, Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. ve Ömer Kütük tarafından “*Alivre İşlem Sözleşmeleri (Forward), Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Futures), Opsiyon Sözleşmeleri (Options) ve Takas Sözleşmeleri (Swaps)*”<sup>39</sup> olarak tanımlanmıştır.

Yukarıda adı geçen sözleşmelerin hepsindeki ortak nokta, yapılan anlaşma çerçevesinde gelecekte tarafların yükümlülüklerini yerine getirmelerinin öngörülmesidir.

### 1.1.4.Hisse Senetleri

Hisse senedi tanımlarına ilişkin literatür taraması yapıldığında karşımıza birbirine benzer tanımlamalar çıkmaktadır. En çok kullanılan iki tanım; “ortaklık sermayesinin birbirine eşit kısımlara ayrılmış parçalarından her birinin karşılığı

<sup>39</sup> Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., a.g.e., s.22; Kütük, a.g.e., s.4

olmak üzere, kanunda gösterilen şekillere uygun kıymetli evraktır.” ve “sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde pay senedi çıkarılabilen, sermayesinin belirli bir oranını temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan, sermaye ortaklıklarının düzenledikleri belgelerdir.” şeklindedir.

Hisse senetleri anonim şirketler ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler tarafından çıkarılabilmektedir. Anonim şirketlerin hisse senetleri halka arz yoluyla satılabilmekte iken komandit şirketlerin hisse senetleri halka arz yoluyla satılamamaktadır.

Hisse senetlerinin şekli TTK'nın 487. maddesinde aşağıdaki gibi belirlenmiştir;

- i. Pay senetlerinin; şirketin unvanını, sermaye tutarını, kuruluş tarihini, bu tarihteki sermaye tutarını, çıkarılan pay senedinin tertibini, bunun tescili tarihini, senedin türünü ve itibari değerini, kaç payı içerdiğini belirtmesi ve şirket adına imza etmeye yetkili olanlardan en az ikisi tarafından imza edilmiş olması şarttır. Kapalı şirketlerde baskı şeklinde imzanın delikli olması veya sahtekarlığı engelleyici diğer güvenlik önlemlerinin uygulanması gerekir.
- ii. Nama yazılı pay senetlerinin ayrıca; sahiplerinin adı ve soyadını veya ticaret unvanını, yerleşim yerini, pay senedi bedelinin ödenmiş olan miktarını da açıklaması gerekir. Bu senetler şirketin pay defterine kaydolunur.

Hisse senetlerinin iktisadi ve hukuki nitelik ve özelliklerini SPK'dan ve TTK'nun 399. , 400. , 476. ve 477. maddelerinden de yararlanarak aşağıdaki gibi sıralamak mümkün olmaktadır;

- i. Hisse senedi, kendisine bağlanan şirket sermayesi payını temsil eder. Bu bir ortaklıktır. Ortaklık hakları, şirket karından pay alma, oy kullanma, şirket yönetimine katılma, oy kullanma, rüçhan, tasfiyeden pay alma ve şirketin faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkıdır.
- ii. Hisse senetleri, şirketlere finansman sağlayan bir sermaye piyasası aracıdır.
- iii. Hisse senetleri, hakkı temsil ettikleri için üçüncü şahıslara devri, üzerinde yazılı değer ve bağlı hakların da devri anlamına gelir. Başka bir deyişle, hisse senedine bağlı haklar hisse senedi olmadan devredilemez.

- iv. Hisse senetleri çeşitli tertip ve kúpürler halinde çıkartılırlar. Bir hissenin değeri en az bir kuruştur. Bu değer ancak birer kuruş ve katları olarak yükseltilebilir. Anılan itibarî değer Bakanlar Kurulunca yüz katına kadar artırılabilir.
- v. Hisse senedi hukuki birim niteliğindedir. Bu nedenle şirkete karşı hukuken bölünemezler. Bir hisse senedinin birden fazla sahibi var ise, bunlar şirkete karşı haklarını ancak ortak bir temsilci aracılığıyla kullanabilirler.
- vi. Hisse senetleri dolaşım özelliğine sahip belgelerdir. Bu özellikleri sayesinde satın alınabilir ve satılabilirler.

Hisse senetleri bir takım özelliklerine ve sağladıkları haklara göre gruplandırılabilir. Bu gruplandırma yapılırken hisse senetlerinin taşıdıkları öncelikler, ayrıcalıklar, temsil yetkileri ve devredilebilirlik özellikleri göz önüne alınmıştır. Berna Taner ve Cenk Akkaya hisse senetlerini aşağıdaki gibi gruplamışlardır.<sup>40</sup>

- i. Hamiline ve nama yazılı hisse senetleri,
- ii. Nama yazılı hisse senetleri,
- iii. Adi ve imtiyazlı hisse senetleri,
- iv. İntifa hisse senetleri,
- v. Oydan yoksun hisse senetleri,
- vi. Pirimli ve pirimsiz hisse senetleri,
- vii. Bedelli ve bedelsiz hisse senetleri,
- viii. Eski ve yeni hisse senetleri

#### **1.1.5.Borsalar ve Borsaların Gelişim Süreci**

Literatür taraması yapıldığında borsalar ile ilgili birbirine benzer birçok tanıma rastlanmıştır. Mehmet İnam'a göre borsalar;

*“işlem görmesi kabul edilen kıymetlerin, alım satımının belirlenen esaslar dairesinde, belli kaidelere göre düzen içinde yapılmasını sağlayan, teşekkür eden fiyatların ilanına yetkili olan, tüzel kişiliği haiz kamu kurumlarıdır.”<sup>41</sup>*

---

<sup>40</sup> Taner, Akkaya, a.g.e., ss.120-124

<sup>41</sup> İnam, a.g.e., s.81

Borsalar, faaliyet konularına göre adlandırılan, farklı alıcıların ve satıcıların buluştuğu mekanlardır. Altın borsası, döviz borsası, menkul kıymetler borsası, opsiyon borsası, ticaret borsası, vadeli işlemler borsası bunlara örnek borsalardır.

Tezimizin konusu münasebetiyle biz menkul kıymetler borsası üzerinde duracağız. Menkul kıymetler borsası, arz ve talebin bir araya geldiği, menkul kıymet alım satımının yapıldığı, sermaye piyasası içerisinde yer alan ortamlardır<sup>42</sup>.

### **1.1.5.1.Borsaların Ekonomik İşlevleri**

Sermaye piyasasının geliştiği ülkelerde borsa, ülke ekonomisinde önemli bir yer tutarak ülke ekonomisine hizmet eder. Borsa, ekonomiye sunduğu hizmetler ve kazandırdığı işlevleri ile tasarrufların başarılı işletmelere kanalize edilmesini destekleyerek, ekonomiye dahil edilen sermaye miktarında artışlar sağlar.

#### **1.1.5.1.1.Likidite ve Hareketlilik Sağlamak**

Menkul kıymetler borsası, yatırımcıların ellerindeki menkul kıymetleri kolaylıkla paraya çevirdikleri yerdir. Dolayısıyla ikincil piyasada gerçekleştirilen satım işlemi karşılığında birincil piyasadan tekrar alım işlemi yapılır. Gerçekleştirilen bu alım satım sonucunda hem likidite hem de hareketlilik sağlanır. Likidite derecesini ölçmek için üç kriter kullanılır; derinlik, genişlik ve esneklik<sup>43</sup>.

#### **1.1.5.1.2.Ekonomiye Kaynak Yaratma**

Menkul kıymetler piyasası, arz ve talebi bir araya getirerek, tasarruf sahiplerini var olan işi geliştirecek ya da endüstriye yeni girecek yatırımcılarla buluşturur. Bu durum aslında borsaların olmazsa olmaz işlevlerinden kaynak yaratma işlevini yerine getirir<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> İnam, a.g.e., s.81; Taner, Akkaya, a.g.e., s.77

<sup>43</sup> Karşlı, a.g.e., ss.216-217; Taner, Akkaya, a.g.e., ss.77-78; Nurhan Aydın, Murat Kayacan, Özlem Sayılır, Sabri Taylan, Aslı Afşar, *Borsaların Yapısı ve İşleyişi*, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, 2012, ss.5-6

<sup>44</sup> Karşlı, a.g.e., ss.218-219; Aydın, Kayacan, Sayılır, Taylan, Afşar, a.g.e., ss.6-7

### **1.1.5.1.3.Sermaye Mülkiyetini Yaygınlaştırma**

Borsalar, anonim ortaklıkların halka açılmasını, bunun sonucunda da tüzel ya da gerçek büyük ve küçük tasarruf sahiplerine ulaşarak geniş bir ortaklık yapısı oluşturup, sermayenin geniş bir tabana yayılmasını teşvik eder<sup>45</sup>.

### **1.1.5.1.4.Ekonominin Göstergesi, Barometre Olma**

Halka açık şirketler, sürekli bir gözetim, değerlendirme ve denetim altındadır. Bu şirketlerin hisse senedi bilgileri hergün yayınlanmaktadır. Menkul kıymet fiyatları arz ve talebin etkisi ile değişiklik göstermektedir. Borsada menkul kıymetlerin fiyatını, şirketlerin mali durumu, başarıları, karlılıkları ve politikaları etkilemektedir. Borsada oluşan fiyatlar, tasarruf sahipleri, yatırımcılar, şirket yöneticileri, ekonomistler ve iktisatçılar için gösterge olmaktadır. Halka açık şirketlerin borsada işlem gören hisse senetlerine göre menkul değer fiyat endeksleri düzenlenmektedir. Bu endeksler, ülkenin genel olarak ekonomik gidişatı hakkında fikir veren ve ekonomik öngörüler yapmaya yarayan verilerdir. Büyümenin, kalkınmanın, ekonomi içi ve dışı etkenlerin ekonomiye etkilerinin en iyi gözlenebildiği yer borsadır. Bu sebepten dolayı da makro ekonomi açısından barometre görevi görür<sup>46</sup>.

### **1.1.5.1.5.Endüstride Yapısal Değişiklikleri Kolaylaştırma**

Borsada değeri yükselen başarılı işletmeler, büyümeye ve üretim kapasitelerini arttırmaya yöneleceklerdir. Bunu gerçekleştirmenin en hızlı yolu, performansı düşük şirketleri bünyeye katıp, zayıf noktalarını yapısal değişikliklerle güçlendirmektir. Değeri düşen şirketlerde ise başarısızlığın nedenleri araştırılıp, yine yapısal değişikliklere gidilerek ya mevcut yapıda değişiklikler yapılacak (insan kaynağı yapısı, iş süreçlerinin yeniden dizayn edilmesi, vb.) ya da farklı şirket birleşmeleri ile güçlü bir yapıya ulaşma sağlanacaktır<sup>47</sup>.

---

<sup>45</sup> Karşlı, a.g.e., s.217; Aydın, Kayacan, Sayılır, Taylan, Afşar, a.g.e., ss.7-8

<sup>46</sup> Aydın, Kayacan, Sayılır, Taylan, Afşar, a.g.e., ss.9-10

<sup>47</sup> Taner, Akkaya, a.g.e., s.78

#### **1.1.5.1.6.Piyasada Tek Fiyat Oluşturma**

Tek fiyat ancak tam rekabet piyasası şartları mevcutsa olabilmektedir. Bu şartları en iyi, çok sayıda alıcı ve çok sayıda satıcıyı biraraya getiren borsalar gerçekleştirmektedir. Yayınlanan borsa bültenleri ile belirlenen fiyatlar ülkede ve hatta dünya ülkelerinde uygulanabilmektedir. Bu da küçük tasarruf sahiplerinin ve küçük yatırımcıların fiyatlar konusunda aldatılma riskini ortadan kaldırmıştır<sup>48</sup>.

#### **1.1.5.1.7.Güven Oluşturma**

Bir menkul kıymetin borsaya kabul edilmesi bazı koşulları yerine getirdiği anlamını taşımaktadır. Bir şirketin menkul kıymetleri borsaya kote olması için önce kotasyon işlemlerinin yapılması gerekmektedir. Yanısıra borsadaki tüm şirketler her an denetim altındadır. Bu işlemler yatırımcıların zarara uğratılmasını önler. Bununla birlikte, borsada alınan önlemler fiyat dalgalanmalarını ve spekülatif fiyat oyunlarını engellemeye yöneliktir. Bu uygulamalar piyasaya olan güveni arttırmaktadır<sup>49</sup>.

#### **1.1.5.2.Borsaların Gelişimi**

Borsaların doğuşu ve gelişimi incelendiğinde karşımıza pazar ve panayır oluşumları çıkmaktadır. Bilindiği üzere Pazar ve panayırlarda her türlü ticari emtia alım satımı söz konusudur. Ticaretin gelişmesine bağlı olarak emtiaların türlerine göre ihtisaslaşma kazanmıştır. Bu da farklı uzmanlık alanlarındaki borsaları doğurmuştur. Ticari evrak borsaları, ticari emtia borsalarından sonra gelişime dahil olarak kurulmuştur. Bu gelişme ticari evrakların hukukta yer bulmasıyla güçlenmiştir<sup>50</sup>.

Pusulanın icadı ile birlikte deniz aşırı ticaret gelişmiş, Belçika, Hollanda, İngiltere ve İtalya gibi denizcilik ülkelerinde ticari merkezler kurulmuş, bu merkezlerdeki faaliyetlerle birlikte ticari senetler ve kredi belgeleri kullanılmaya başlanmış, bu senetlerin alım satım işlemleri ile birlikte aracılardan rolü artmış, ilk poliçeler 15. yüzyılda kullanılmaya başlanmıştır. 1487 yılında, Anvers'te, Avrupa'nın ilk borsası kurulmuştur. Menkul kıymetler borsasının gelişimi 19. yüzyılda, yatırım için bekleyen sermayenin artması, anonim şirketlerin sayısının

<sup>48</sup> Aydın, Kayacan, Sayılır, Taylan, Aşar, a.g.e., ss.11-12

<sup>49</sup> Aydın, Kayacan, Sayılır, Taylan, Aşar, a.g.e., ss.13-14

<sup>50</sup> Karlı, a.g.e., s.221

çoğalmas, deniz ticaretinin ve denizaşırı yatırımların gelişmesi ile olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda borsada işlem yapanlar arasında ihtisaslaşma ve dayanışma başlamış, birlikler kurulmuş, dolandırıcılığa ve hileli işlemlere açık olan borsanın disiplin ve güvence altına alınması ihtiyacı ve bu ihtiyacı gidermek için de devlet müdahalesi, yasal düzenlemeler ve organize olma gereği hasıl olmuştur. Günümüze baktığımızda başta gelişmiş ülkeler olmak üzere, pek çok ülkede çeşitli yasal statüde, çeşitli büyüklüklerde ve gelişmişlik düzeylerinde faaliyet gösteren, ülkelerin ekonomik gelişmelerine katkı sağlayan borsalar oluşmuştur. Menkul kıymetler borsalarını yasal statüleri bakımından devlet/yarı devlet ve özel borsalar olarak ikiye ayırabiliriz. Devlet/yarı devlet borsaları, kuralları olan, yasayla kurulan ve yönetiminde resmi araçlar olan, aracılarn ve komisyon oranlarının devlet tarafından belirlendiği borsalardır. Özel borsalar ise, üyeler tarafından kurulan, kendi kurallarını kendileri koyan, devlet tarafından denetlenen borsalardır<sup>51</sup>.

Borsaların gelişmişlik düzeyleri ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik durum ve şartlarıyla yakından ilgilidir. Dolayısıyla her borsa kendine has dinamikler taşır ve gelişim düzeyleri, modelleri farklılık gösterir. Bununla birlikte her ülkede yeni kurulan tüm borsaların olgunluk düzeyine ulaşmcaaya kadar geçirdiği aşamalar vardır. Literatürde yer alan bu aşamalar<sup>52</sup>;

Kuruluş ve uyuklama; kuruluş aşamasını henüz tamamlamış olan borsaların hızlı bir çalışma temposuna girmesi mümkün olamamaktadır. Halkın borsayı, borsanın yatırım alanını, borsadaki yatırım olanaklarını tanıması sonucu bilinçlenmesi ile borsada ilk işlemler başlar.

İşleme geçme; halkın borsaya olan ilgisi artmaya başladığında borsadaki işlem hacmi de. Borsaya uzun vadeli yatırım yapanlar, diğer yatırım araçları ile kıyaslama yaptığında kazançlı bir yatırım yaptıklarını gördükçe borsadaki yatırımlarını arttırmaya başlarlar. Ayrıca borsada yatırımlı olmayanlar da farklı iletişim kanallarından bu karlılığı öğrendikçe borsadaki hem yatırımcı sayısı hem de işlem hacmi artar. Bu durum karşımıza borsada talep artışını çıkarır. Talep artışı da hisse senetlerinin fiyatlarına pozitif etki olarak yansır. Bu olumlu yansıma borsayı tekrar artan talep sürecine sokar.

---

<sup>51</sup> Karşlı, a.g.e., ss.221-227; Aydın, Kayacan, Sayılır, Taylan, Afşar, a.g.e., ss.9-10

<sup>52</sup> Taner, Akkaya, a.g.e., s.80



Spekülasyon; borsanın artan talep sürecine girmesi sonucu borsaya olan talep fazlalaşır. Ancak borsa aynı hızda bu talebi karşılayacak arzı gerçekleştirmez. Borsa bu talebi karşılayamadıkça fiyat artar. Fiyatın arttığını gören hisse senedi sahipleri daha fazla kazanmak için sahip oldukları hisse senetlerini satmaz, ellerinde tutarlar. Bu durum arz açığının daha da büyümesine sebep olur ve hisse senetlerinin fiyat artışı ivme kazanır. Böylece talep daha da artar.

Çöküş; borsadaki sürekli fiyat artışı, bu artışa son verecek herhangi bir olayla sonlanır. Örneğin; büyük bir portföy sahibinin satışa geçmesi diğer yatırımcıları da etkileyerek satışa geçmelerini sağlar. Ya da piyasada yatırımcıları caydıracak olayların cereyan etmesi, bir takım olumsuz söylentilerin çıkması yine satışın artmasını sağlar. Büyük miktartlı satışlar paniğe sebebiyet vererek beraberinde daha büyük satışları getirir. Bu durum fiyatların düşmesine sebebiyet verir. Fiyat düşüşleri genellikle başlangıç noktasına varmadan durur. Bu durum arz talep ve fiyat dengesini sağlar.

Olgunluk; spekülasyon ve çöküş aşamaları borsayı yapratmakla birlikte tecrübe kazandırır. Yatırımcı artık fiyatların sürekli yükselmeyeceğini ve sifıra kadar düşmeyeceğini öğrenmiştir. Benzer sebepler meydana geldiğinde yatırımcı olgun davranarak, fiyat yükseliş ya da düşüşlerin daha yumuşak olmasını sağlayacaktır. Ekonomik konjunktürde çok önemli bir değişiklik olmadıkça fiyatlarda da önemli değişiklikler olmamaktadır<sup>53</sup>.

Günümüzde gelişmişlik düzeylerine göre dünyadaki başlıca borsalar aşağıdaki Tablo 3.'te yer almaktadır.

**Tablo 3.Dünya Borsaları**

<b>Süper Borsalar</b>	<b>Büyük Borsalar</b>	<b>Orta Çapta Borsalar</b>	<b>Küçük Borsalar</b>
New York Tokyo Londra	Amerikan Hong Kong Pasifik Paris Frankfurt Amsterdam	Boston Philadelhia Duseldorf Hamburg Seul Sidney Singapur Toronto Mexico Montreal	Borsa İstanbul Oslo Tayland Atina Kuveyt Tel-Aviv Amman Viyana Jakarta

**Kaynak:** Berna Taner / G.Cenk Akkaya, *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*, 2. Basım, Ankara: Detay Yayıncılık, 2012, s.80

<sup>53</sup> Karslı, a.g.e., ss.227-229; Taner, Akkaya, a.g.e., s.79

Borsalar sadece ekonomik ve iktisadi gelişmelere değil, tüm sosyo-politik ve sosyo-psikolojik gelişmelere karşı duyarlılık gösterir. Bu duyarlılığı borsayı diğer piyasalardan ayırır. Yanı sıra; duyarlılık borsanın ekonomi dışında gelişen faktörlerden (seçim, doğal afet, savaş, dış politika, grev, siyasi krizler, enflasyon, devalüasyon, dış borç, ödemeler dengesi, vb.) fazlasıyla etkilenmesini sağlar<sup>54</sup>.

### **1.1.5.3.Türkiye’de Menkul Kıymet Borsalarının Gelişimi**

Ülkemizde menkul kıymet piyasalarının tarihine baktığımızda, 19. yüzyılın ikinci yarısına kadar inebilmekteyiz. 1864 yılında Galata Bankerleri tarafından resmi olmayan bir borsa kurulmuş, Rum bankerlerin “Sefurya” dedikleri esnaf loncası olarak örgütlenmiş, kendilerine ait bir nizamname ile işlemlerini yürütmüştür. İlk resmi menkul kıymetler piyasası Osmanlı döneminde “Der Saadet Tahvilat Borsası” olarak 1866 yılında kurulmuştur. 14.04.1886 yılında da genel borsalar nizamnamesi çıkarılmıştır. Ağırlıklı olarak Alman, Fransız ve İngilizlere ait şirketlerin hisse senedi ve tahvillerinin işlem gördüğü borsa, 20. yüzyılın başlarında Londra’dan sonra Avrupa’nın en önemli borsası konumundaydı. 1906 yılında borsanın adı “Esham ve Tahvilat Borsası” olarak değiştirilmiş, Esham ve Tahvilat Borsası Nizamnamesi yürürlüğe girmiştir. Birinci Dünya Savaşı sırasında da kapatılmıştır<sup>55</sup>.

1922 yılında yeni bir nizamname çıkarılmış, bu nizamnamede borsanın bugünkü sisteminin esasını oluşturan hükümlere yer verilmiştir. 1929 yılında yürürlüğe giren 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ve 8172 sayılı nizamname ile borsa yeniden düzenlenerek “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası” olarak işlem görmeye başlamıştır. 1929 krizi ve İkinci Dünya Savaşının etkisiyle yeni hareketlenmeye başlayan borsa alevlenmeden sönmüş, 1938 yılında çıkarılan bir kararname ile Ankara’ya taşınmış ve “Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası” adı altında işlem görmeye başlamıştır. Borsanın yeniden canlanma ümidiyle 1941 yılında tekrar İstanbul’a taşınmış fakat 1960’lı yıllara kadar beklenen canlılık sağlanamamıştır. 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girmiş, bir yıl sonra da sermaye piyasasının işleyişinden ve mevzuatın düzenlenmesinden sorumlu olacak Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş, 06.10.1983

---

<sup>54</sup> Karşlı, a.g.e., s.29

<sup>55</sup> Aydın, Kayacan, Sayılır, Taylan, Afşar, a.g.e., s.13; Mehmet Beşirli, *Osmanlı’da Borsa:Dersaadet Tahvilat Borsası’ndan Esham ve Tahvilat Borsası’na Yeni Düzenleme Girişimleri*, Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, cilt no.19, sayı.1, 2009, ss.186-188

tarihinde Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik yürürlüğe girmiş, 27.02.1985 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası resmi bir törenle faaliyete başlamıştır. 03.01.1986 yılında da hisse senetleri piyasasında ilk işlem gerçekleştirilmiştir<sup>56</sup>.

Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, 30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu kanun uyarınca Borsa İstanbul A.Ş. kurulmuş, Borsa İstanbul A.Ş. esas sözleşmesinin de 03.04.2013 tarihinde tescil edilmesiyle İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının ve İstanbul Altın Borsasının tüzel kişilikleri sona erdirilerek, Borsa İstanbul olarak işlemlerine devam etmesi sağlanmıştır.

Türkiye’de halen faaliyette bulunan borsalar; tarımsal ürünlerin işlem gördüğü ticaret borsaları, menkul kıymetlerin ve kıymetli madenlerin işlem gördüğü Borsa İstanbul, finansal ve tarımsal sözleşmelerin işlem gördüğü Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası.

## **1.2.Halka Arz ve Değerleme Süreci**

Halka arzın tanımları için literatür taraması yapıldığında hukuksal tanımlama ve doktrin tanımlamaları karşımıza çıkmaktadır. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3/f maddesi ile halka arzın tanımı; sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı olarak yapılmıştır. Doktrinde ise; bir anonim şirketin finansal kaynak ihtiyacını karşılamak için hisselerinin bölünerek, halka çağrı ve ilan yoluyla daha önce bilinmeyen yatırımcılara satışı sonucu anonim şirkete sağlanan doğrudan finansman yöntemi olarak tanımlanmaktadır.

Bir anonim şirketin ilk kez halka arzı halka açılma, halka açık olan bir anonim şirketin hisselerini tekrar halka arz etmesi ikincil halka arz olarak tanımlanmaktadır. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 16. maddesinde, payları halka arz edilmiş olan ve halka arz edilmiş sayılan şeklinde iki tip anonim ortaklık tanımlanmıştır. Ortak sayısı beş yüzün üzerinde olan anonim şirketlerin payları halka arz olunmuş sayılmaktadır. Halka açık anonim şirket demek, Sermaye

---

<sup>56</sup> Aydın, Kayacan, Sayılır, Taylan, Afşar, a.g.e., ss.13-14; Borsa İstanbul, *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hakkında*, 2011, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 03/02/2014

Piyasası Kanunu'na tabi olmak, payların Sermaye Piyasası Kurul kaydına girmesi ve kurul kararlarına uymakla yükümlü olmak demektir<sup>57</sup>.

### 1.2.1.Halka Arzın Önemi

Sermaye piyasalarının ve borsaların gelişimi incelendiğinde hem dünya ekonomisinde hem de ülke ekonomimizde halka arzın gün geçtikçe öneminin arttığını görmekteyiz. Bunun en önemli nedenlerinin başında, krizlerin ve içerisinde bulunduğumuz küresel krizin de etkisiyle alternatif yatırım araçlarından elde edilen getirinin azalması gelmektedir.

Literatürde yapılan araştırmalar incelenerek, halka arzın şirketlere sağladığı faydalar aşağıdaki gibi özetlenmiştir.<sup>58</sup>;

1. Finansman sağlama; faizsiz bir finansman sağlama ve elde edilen fonların belirli bir vadede geri ödemesinin yapılmaması, halka arzın cazip bir finansman elde etme yöntemi olmasının başlıca sebepleridir.
2. Daha güçlü mali yapı; halka arz ile sağlanan sermaye, şirketin bilançosundaki borç sermaye oranı üzerinde iyileştirici etki yaratır ve şirket olumlu finansal görüntü verir. Bu durum, şirketin borç teminini kolaylaştırır ve uygun koşullarla finansman sağlama imkanı yaratır.
3. Likidite sağlanması; hisse senetlerinin halka arzı ile, bahse konu senetlerin ikincil piyasada aktif olması sağlanmaktadır. Tolga Ayoğlu'na göre; *“böylece hisse senetleri fiyatının olumlu yönde etkilendiği ve mevcut hisse senetlerinin değerinin, potansiyel alıcı sayısının artması nedeniyle yükseldiği”*<sup>59</sup> ifade edilmektedir. Bu durum, hisse senedi fiyatlarının piyasanın arz ve talebine göre mümkün olduğunca şeffaf olarak belirlenmesi sonucu hisse senetlerinin hızlı bir şekilde paraya çevrilmesini sağlamaktadır. Halka arz, şirketler için önemli bir likidite sağlama aracı niteliğindedir.

<sup>57</sup> SPK, *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, 2010, s.5-6, <http://www.spk.gov.tr/>, 03/02/2014

<sup>58</sup> Tolga Ayoğlu, *Sermaye Piyasası Hukuku'nda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Galatasaray Üniversitesi, 2006, ss.89-90; Faruk Bilgiç, *Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansları ve İMKB'de 2006-2007 Yıllarına İlişkin Ampirik Bir Çalışma*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi, 2008, ss.16-18; Funda Güngör Akpınar, *Halka Arz Olmak Bir Şirkete Neler Kazandırır ?*, TÜYİD E-Bülten, sayı.10, [http://www.tuyid.org/files/makaleler/EBulden\\_10\\_sayi\\_FGA.pdf](http://www.tuyid.org/files/makaleler/EBulden_10_sayi_FGA.pdf), 08/02/2014; SPK, *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, 2010, ss.7-9, <http://www.spk.gov.tr/>, 03/02/2014

<sup>59</sup> Ayoğlu, a.g.e., s.90

4. Tanınma/Prestij/İtibar artışı; halka arz sırasında şirketler, izahname yayınlamalarıyla reklamlar ile görünürlüklerini en üst seviyeye taşımaktadırlar. Şirket ve faaliyetleri finansal medyanın yanında analistler ve hisselerin bireysel ve kurumsal yatırımcılara ulaşmasıyla birlikte geniş bir kamuoyu tarafından da takip ediliyor. Şirketin ürettiği ürün ya da hizmetler konusunda farkındalık sağlanıyor. Şirket, hem yurtiçi hem de yurtdışı bilinirliğini arttırarak rakiplerine fark yaratır ve uluslar arası pazarlarda bulunma şansını yakalar.
5. Kredibilite artışı; halka açık şirketler, bağımsız denetim, şeffaf yönetim, denetlenebilir mali yapıları ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile müşteriler, yatırımcılar, tedarikçiler, kredi kuruluşları ve çalışanlar açısından güven duyulan şirketlerdir. Bu durum bilinirlikle de birleştiğinde şirketlerin icralarını gerçekleştirirken her türlü ihtiyaçlarına (finansman, entellektüel sermaye, mamul/yarı mamul, uygun koşullu satın alma, daha fazla müşteriye ulaşma, vb.) kolay ulaşmasını sağlar.
6. Nitelikli insan kaynağına erişim; halka açık şirketlerin, halka açık olmayan şirketlere oranla çalışanlar gözündeki güvenilirlikleri ve prestijleri daha iyi durumdadır. Bu da nitelikli insan kaynağı tarafından tercih edilen ve uzun zaman menuniyetle çalışılması düşünülen şirket olunmasına sebep olur.
7. Kurumsallaşma; ülkemizdeki şirketlerin büyük çoğunluğu kurumsal yapıda olmayan aile şirketleridir. Böyle olunca şirketlerin ömrü aile bireylerinin ömrü kadar olmaktadır. Halka açılmayla ve şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasıyla birlikte şirketlerin raporlama, denetim ve bilgi verme yükümlülükleri sonucu kurumsallaşma süreçleri de hızlanıyor ve yönetsel disiplinleri artıyor.
8. İkincil halka arz ve sermaye arttırım imkanı; halka arz edilen şirketler, kaynak gereksinimi duyduklarında, ortakların ruçhan haklarında gerçekleştirdikleri kısıtlamalar ile ikincil halka arzı gerçekleştirebilir. İkincil halka arz sadece halka açık şirketlerde gerçekleştirilebilir. Ayrıca kaynak yaratmak için sermaye arttırımına da gidebilirler.
9. İşletme değerinin belirlenmesi; halka açık şirketler şeffaf bir ortamda borsada işlem görmeleri sebebiyle hisse değeri ve firma değeri objektif olarak kolaylıkla tespit edilebilmektedir. Bu da firma sahiplerinin ve yatırımcıların şirketin değeri konusunda daha bilinçli olmalarını sağlamaktadır.

Ayten Turan Kurtaran'a göre, şirketlerin halka arzdan beklentileri önem derecelerine göre aşağıdaki gibi sıralanmıştır<sup>60</sup>;

- i. Öz kaynağı güçlendirme,
- ii. Kurumsallaşma,
- iii. Vergi istisnalarından yararlanma,
- iv. Yaygın tanınma ve itibar,
- v. Şirket hisse senetlerine likidite kazandırma,
- vi. Modern yönetim.

Halka arzın faydalarının yanısıra şirket sahiplerini endişelendiren tarafları da vardır. Yapılan literatür çalışmasında tespit edilen endieler aşağıda özetlenmiştir.<sup>61</sup>;

1. SPK'nın öngördüğü yükümlülüklerle tabi olma; halka açık şirketlerin, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, kar dağıtım zorunluluğu, mali tablolarını bağımsız denetletirme, şeffaf bir yönetim yapısı oluşturma gibi zorunlulukları yatırımcılar penceresinden bakıldığında son derece olumlu olmakla birlikte, iş sahipleri açısından işletmenin yönetimi ve kar dağıtım esnekliğinin ortadan kalkması, işin icraatında yükümlülüklerin yerine getirilmesinin maddi külfetleri olduğu da aşikardır.
2. İşletme kontrolünün kaybedilmesi, el değiştirme riski; halka arzdan önce yönetim ve denetimi elinde bulunduran şirket sahiplerinin halka arz ile birlikte artan ortak sayısı etkisiyle kontrolü kaybetme riskleri olduğu görünse de bu durum imtiyazlı pay yaratılması ve oydan yoksun hisse senedi ihracı ile bertaraf edilmektedir.
3. Yöneticilerin görev ve sorumluluklarının artmasının getirdiği külfet; halka arzla birlikte yükümlülükler artacak, bilgi sahibi olmak isteyen ya da yönetime katılmak isteyen yatırımcılar sürekli yöneticilere sorular soracak, raporlar isteyeceklerdir. Bu durum yöneticilerin sorumluluklarını ve iş yükünü arttıracaktır.
4. Hisse senetlerine yeterli talebin olmaması sonucu yaşanacak itibar kaybı; halka arzın beklenen performansı göstermeyerek hisse senetlerinin satışının

---

<sup>60</sup> Ayten Turan Kurtaran, *Türkiye'de İlk Halka Arzların Fiyat Performanslarının Sektörler İtabariyle Karşılaştırmalı Analizi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, 2012, s.12

<sup>61</sup> Ayoğlu, a.g.e., ss.91-92; Bilgiç, a.g.e., ss.19-20; SPK, *SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, 2010, s.9, <http://www.spk.gov.tr/>, 03/02/2014

az olması ya da gerekenin altında bir fiyatla açılması sonucu işletmenin itibar kaybetme ve sonrasında bu durumun ticari faaliyetlere olumsuz yansıma riski söz konusu olabilecektir.

Halka arzın faydaları yanında endişe uyandıracak noktalarına yukarıda değindik. Durum değerlendirmesi yapıldığında, halka arzın faydaları, endişeye mahal veren noktalardan çok daha fazladır. Bununla birlikte, halka arz sırasında gerçekleştirilecek plan ve halka arz sürecinin iyi yönetilmesi endişe noktalarını bertaraf edebilecektir.

### **1.2.2.Halka Arz Süreci**

İşletme sahiplerinin işletmeleri için halka açılma kararı vermeleri ile birlikte işletmelerini halka arza hazırlamaları gerekmektedir. Bu durumda hem uygulama hem de yasal zorunlulukları kapsayan prosedürler uygulamaya geçirilecektir. Halka arz olmak isteyen şirketlerin, belirli aşamalardan geçmesi, öngörülen hazırlıkları yapması ve bu süreçte profesyonel destek almaları söz konusudur. Hisse senetlerinin halka arzı Sermaye Piyasası Kurulu'nun, borsada işlem görmesi ise Borsa İstanbul'un incelemelerine tabidir. Yapılan literatür taramasında elde edilen bulgulara göre halka arz süreci aşağıdaki aşamalardan oluşmaktadır<sup>62</sup>;

#### **1.2.2.1.Ön Hazırlık**

Öncelikle işletme, halka arz işlemine aracılık yapmaya yetkili bir aracı kurum ya da birden fazla aracı kurumdan oluşan bir konsorsiyum ile sözleşme imzalar. Akabinde, şirket esas sözleşmesinde, şirketin hisse senetlerinin devir ve tedavülünü ve ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici ya da kısıtlayıcı hükümler var ise bu hükümlerin kaldırılıp, esas sözleşmenin tüm hükümlerinin sermaye piyasası mevzuatına uygun hale getirilerek, esas sözleşmenin tadil tasarısı Sermaye Piyasası Kurulu'na sunulur. Eğer halka arz, sermaye arttırımı yoluyla gerçekleştirilecekse, genel kurul tarafından, sermayenin arttırılarak yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına dair Türk Ticaret Kanunu hükümleri kapsamında karar alınır<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup> Turan Kurtaran, a.g.e., ss.56-57

<sup>63</sup> Namık Kemal Gökalp, *İMKB'de Halka Arz Uygulamaları ve Analizi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi, 2010, s.122; Bilgiç, a.g.e., ss.9-10; SPK, *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, 2010, s.14, <http://www.spk.gov.tr/>, 03/02/2014; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

### 1.2.2.2.Başvuru

Hisse senetlerinin kurul kaydına alınması için Sermaye Piyasası Kurulu'na, hisse senetlerinin ilgili piyasada işlem görebilmesi için de Borsa İstanbul'a, istenen bilgi ve belgeler ile müracaat edilir. Başvurular yetkilendirilen aracı kurum tarafından yapılmaktadır. Bununla birlikte şirket de borsaya başvuru yapabilir<sup>64</sup>.

### 1.2.2.3.SPK'nın Borsadan Görüş İstemesi

SPK tarafından, başvuru sahibi şirketin hisse senetlerinin borsanın hangi pazarında işlem görebileceğine dair Borsa İstanbul'dan görüş istenir. Kurula yapılan başvuru ve Borsa İstanbul'dan gelen görüş, halka arz izahnamesinde yer alır<sup>65</sup>.

### 1.2.2.4.Yerinde İnceleme

Şirketin hisse senetlerinin halka arz ve borsada işlem görmesi için yapılan başvurulardaki eksik bilgi ve belgelerin tamamlanmasıyla, SPK ve Borsa İstanbul uzmanlarınca şirket yerleşkelerine (genel merkez, üretim tesisleri, vb.) yerinde inceleme ziyareti yapılır. İnceleme kalitatif<sup>66</sup> ve kantitatif<sup>67</sup> olarak gerçekleştirilir<sup>68</sup>.

### 1.2.2.5.Ön Talep Toplama

Bir zorunluluk olmamakla birlikte, talepte bulunanlara herhangi yükümlülük ve bağlayıcılık da oluşturmaksızın, yetkili aracı kurum tarafından oluşturulan izahname ve belirlenen fiyat aralığı için yatırımcılardan olası talepler toplanabilmektedir. Bu işlem duyuru ilanı yoluyla yapılabilmesine karşın duyuru

---

<sup>64</sup> Gökalp, a.g.e., s.122; Bilgiç, a.g.e., s.10; SPK, *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, 2010, s.15, <http://www.spk.gov.tr/>, 03/02/2014; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

<sup>65</sup> Gökalp, a.g.e., s.122; Bilgiç, a.g.e., s.10; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

<sup>66</sup> Kalitatif inceleme: Hizmet ve mamul üretim faaliyetleri, hammadde temini, üretim prosesi, üretim tesisleri, iç ve dış satışlar, süregelen ve proje halindeki yatırımlar, yönetim ve çalışanların durumu, grup şirketleri ile ilişkiler, iştirak ve bağlı ortaklıklar, hukuki sorunlar, lisans, know-how vb. anlaşmalar, sahip olunan markalar, şirket ve sektör hakkında genel bilgiler, alınması gereken izinler, ruhsatlar ve raporlar, şirketin faaliyeti ile ilgili sözleşmeler, gayrimenkuller ve kiralama işlemleri

<sup>67</sup> Kantitatif inceleme: Şirketin bağımsız denetimden geçmiş finansal tablo ve dipnotları incelenmekte, gerekli görülen kalemlerin incelenmesi için mizan ve muavin defterler üzerinde çalışılmakta, finansal durumunun tespiti için statik ve dinamik mali analizin yanı sıra önemli rasyoların analizi yapılmaktadır.

<sup>68</sup> Gökalp,a.g.e., s.123; Bilgiç, a.g.e., s.10; SPK, *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, 2010, s.15, <http://www.spk.gov.tr/>, 03/02/2014; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004



ilanı zorunluluğu olmadan da gerçekleştirilebilir. Ön talep toplama süresi 10 iş gününden fazla olamaz<sup>69</sup>.

#### **1.2.2.6.SPK'na Görüş Bildirme**

İnceleme sonucunda oluşturulan rapor, Borsa Yönetim Kuruluna sunulur. Şirketin hisse senetlerinin borsada işlem görüp göremeyeceği, hangi piyasada işlem göreceği ve izahnamede yer almasının yararlı olacağı düşünülen diğer hususlar Yönetim Kurulu'nca karara bağlanarak SPK'ya bildirilir<sup>70</sup>.

#### **1.2.2.7.Payların Kurul Kaydına Alınması**

Kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde yapılan inceleme ve değerlendirme<sup>71</sup> sonucuna göre gerekçeleri de bildirilerek senetleri kurul kaydına alınmaz ya da borsanın da görüşü çerçevesinde hisse senetleri kurul kaydına alınır. Başvuru 30 gün içerisinde sonuçlandırılır<sup>72</sup>.

#### **1.2.2.8.Takas ve Saklama Bankası ve Merkezi Kayıt Kuruluşu'na Müracaat**

Halka arzlarda global piyasalardaki saklama ve takas işlemlerinin zahmetsizce ve standart bir şekilde gerçekleştirilebilmesi için Uluslar arası Standartlar Örgütü'nün (ISO) tanımladığı, ISO 6166 numaralı standart ISIN<sup>73</sup> kodunun kullanılması SPK'nın da kabul etmesiyle zorunlu bir hal almıştır. Bu işlem SPK kayda alma işlemlerini takiben gerçekleştirilir. Piyasalarımızda işlem görecekt menkul kıymetlerin tamamına ISIN kodu verilmesinden ve tüm dünyaya bildirilmesinden Takasbank sorumludur. Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca menkul kıymet piyasasında işlem görecekt şirketlerin Merkezi Kayıt Kuruluşu'na, hisse senetlerinin işlem görmeye başlamasından önce üye olmaları zorunludur<sup>74</sup>.

<sup>69</sup> Gökalp,a.g.e., s.123; Bilgiç, a.g.e., s.10; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

<sup>70</sup> Gökalp,a.g.e., s.123; Bilgiç, a.g.e., s.10-11; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

<sup>71</sup> Açıklamaların yeterli olmadığı, gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmadığı ve halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa

<sup>72</sup> Gökalp, a.g.e., s.123; Bilgiç, a.g.e., s.11; SPK, *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, 2010, s.15, <http://www.spk.gov.tr/>, 03/02/2014; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

<sup>73</sup> Uluslararası Menkul Kıymet Tanımlama Numarası

<sup>74</sup> Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

### 1.2.2.9.İzahnamenin Tescili

İzahnamede, SPK tarafından belirlenen, sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgiler yer alır. SPK izahnamenin mevzuata uygun olarak hazırlanmış olmasına yine mevzuata uygun bilgileri içermesini dikkate alarak, kamunun aydınlatılması ilkesine bağlı kalarak inceler, uygun görülen izahname, hisse senetlerinin halka arzının gerçekleştirilmesi için SPK tarafından onaylanır<sup>75</sup>.

### 1.2.2.10.İzahname ve Sirküler İlanı

Hisse senetlerinin kurul kaydına alınmasından sonra, SPK tarafından onaylanmış olan izahname, kayıt belgesi tarihi itibari ile 15 gün içerisinde, şirketin kayıtlı bulunduğu Ticaret Sicili'ne tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan ettirilmek zorundadır<sup>76</sup>.

### 1.2.2.11.Talep Toplama

Tescil ve ilandan sonra, yine 15 gün içerisinde izahname ve sirküler, şirketin internet sitesinde ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilir. Yetkili aracı kurum ya da oluşturulan konsorsiyum tarafından, izahnamede ve / veya satış duyurusunda belirtilen tarih ve esaslar<sup>77</sup> çerçevesinde, SPK düzenlemelerine uygun bir şekilde, basın yayın yolu ile hisse senetlerinin alımı için yatırımcılara çağrıda bulunularak, hisse senetleri alım talepleri toplanır. Talep toplama süresi, sirküler ilanından itibaren en erken sonraki işgünü başlayabilir. Talep toplama süresi, "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Tebliği"ne göre en az 2 iş günü, en fazla 30 gün olarak belirlenir<sup>78</sup>.

<sup>75</sup> Gökalp, a.g.e, s.124; SPK, *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, 2010, s.16, <http://www.spk.gov.tr/>, 03/02/2014; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

<sup>76</sup> Gökalp, a.g.e., s.124; Bilgiç, a.g.e., s.11; SPK, *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, 2010, s.16, <http://www.spk.gov.tr/>, 03/02/2014; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

<sup>77</sup> Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Tebliği, madde 13

<sup>78</sup> Gökalp, a.g.e., s.124; SPK, *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, 2010, s.17, <http://www.spk.gov.tr/>, 03/02/2014; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

#### **1.2.2.12.Hisse Senetlerinin Halka Arzı**

Sirkülerde belirtilen tarih ve izahnamede belirtilen, “Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Tebliği”nde yer alan esaslar<sup>79</sup>,a uygun bir satış yöntemi seçilerek hisse senedi satış işlemine başlanır<sup>80</sup>.

#### **1.2.2.13.Satış Sonuçlarının Bildirilmesi**

Halka arz işleminin tamamlanması ve kotasyon şartlarının da sağlanmasıyla birlikte, Borsa İstanbul Yönetim Kurulu tarafından, hisse senetlerinin işlem göreceği piyasa ve ikincil piyasa işlemlerinin başlama tarihine karar verilir. Satış işlemleri tamamlandıktan sonra, yetkili aracı kurum tarafından KAP’ta ilan edilerek, SPK ve Borsa İstanbul’a bilgi verilir<sup>81</sup>.

#### **1.2.2.14.Borsada İşlem Görme**

Halka arz sonuçlarının Borsa İstanbul tarafından incelenmesi sonucunda, hisse senetlerinin işlem göreceği piyasa hakkında nihai karar verilir ve hisse senetleri Borsa İstanbul kaydına alınarak, halka arz sonuçları, izahname ve borsa İstanbul tarafından gerekli görülen diğer bilgiler, Borsa İstanbul günlük bülteninde ilan edilir ve borsa mevzuatı kapsamında işlem görmeye başlar. Borsa İstanbul dışı satışlarda ise hisse senetleri, ilanı izleyen ikinci iş gününden itibaren işlem görmeye başlar<sup>82</sup>.

#### **1.2.3.Halka Arz Yöntemleri**

Halka açılma kararı almış olan şirketlerin, bu kararın ardından halka arzda hangi yöntemi kullanacakları kararını da almaları gerekmektedir. Şirketlerin uygulayabilecekleri halka arz yöntemleri, SPK’nın ilgili Tebliği<sup>83</sup> ile düzenlenmiştir. Tebliğ’de de belirtilen üç yöntem söz konusudur.

---

<sup>79</sup> Talep toplama, talep toplamaksızın veya borsada satış

<sup>80</sup> Gökalp, a.g.e., s.124; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

<sup>81</sup> Gökalp, a.g.e., s.124; Bilgiç, a.g.e., s.11; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

<sup>82</sup> Gökalp, a.g.e., s.125; Bilgiç, a.g.e., s.11; Borsa İstanbul, *Yedi Adımda Halka Arz*, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2004

<sup>83</sup> Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri:I No:40

### **1.2.3.1.Mevcut Hisselerin Satışı**

Şirketin hisse senetlerine sahip mevcut hissedar/hissedarlar, bu yöntem ile ellerindeki hisseleri borsada ya da borsa dışında halka arz ederler. Bu yöntemde şirketin yeni hisse senedi ihracı söz konusu değildir. Bu yöntemle sağlanan kaynak şirkete değil, hissedarlara aittir. Tebliğ'in beşinci maddesine göre bu yöntemin kullanılabilmesi için, ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması, paylarında rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve pay sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması zorunluluğu vardır.

### **1.2.3.2.Sermaye Arttırımı**

Şirket, ihtiyaç duyduğu finansman kaynağını bu yöntemi kullanıp, yeni hisse senedi ihraç ederek sağlayabilir. Bu yöntemde elde edilen kaynağın tamamı şirkete aittir. SPK'nın ilgili Tebliğ<sup>84</sup> 6. maddesi, 1. fıkrasına göre, halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak paylarını halka arz edebilirler. Bu ortaklıkların sermayelerinin tamamının ödenmiş olması zorunludur. İlgili Tebliğ'in 6. maddesi, 2. fıkrası uyarınca, sermaye arttırımı için SPK'ya başvurmadan önce aşağıdaki işlemler yapılır;

- i. Yönetim kurulu esas sözleşmenin Kurul düzenlemelerine ve Kanun'un amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri ve sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarılarını hazırlayarak, Kurul'a başvurur ve esas sözleşme değişikliği için Kurul onayını alır.
- ii. TTK hükümleri çerçevesinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

### **1.2.3.3.Karma**

Yukarıda açıkladığımız her iki yöntemin kullanılması da mümkün olabilmektedir. Bu durumda hem hissedar/hissedarlar hem de şirket finansman kaynağı yaratabilmektedir.

---

<sup>84</sup> Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri:I No:40

#### 1.2.4.Halka Arzda Satış Yöntemleri

Hisse senetlerini halka arz edecek olan şirketler tarafından uygulanacak satış yöntemleri SPK tarafından belirlenmiştir. Bununla birlikte şirketler, kendileri için faydalı olabileceğini düşündükleri satış yöntemini seçme konusunda özgür bırakılmışlardır. SPK tarafından belirlenen hisse senedi satışlarında kullanılacak üç yöntem vardır<sup>85</sup>;

- 1- Talep toplama; satışa sunulacak hisse senetleri için, yatırımcıların talepleri toplanır, toplanan talepler izahnamede belirtilen usul ve esaslar kapsamında değerlendirilerek, satış talebinde bulunan yatırımcılar arasında dağıtılır. Üç çeşit talep toplama yöntemi vardır.
  - i. Sabit fiyatla talep toplama; hisse senedi için sabit bir fiyat belirlenir ve talepler bu fiyat üzerinden toplanır.
  - ii. Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama; hisse senedi için asgari bir fiyat belirlenir ve bu fiyatın üzerinde gelen talepler toplanır.
  - iii. Fiyat aralığı yoluyla talep toplama; hisse senedi için taban fiyat ve taban fiyatın %20'sini aşmayacak şekilde bir tavan fiyat belirlenir. Belirlenen bu iki fiyat arasındaki talepler toplanır.

Talep toplama yöntemlerinde, talep toplama süresi en az 2 iş günü, en fazla 30 gündür. Yetkili aracı kurum tarafından toplanan talepler, SPK'nın dağıtım ilkelerine<sup>86</sup> uygun bir şekilde yine aracı kurum tarafından talepte bulunan yatırımcılar arasında dağıtılıp, hisse senedi satış listesi oluşturularak halka arz işlemi tamamlanır.

- 2- Borsada satış; hisse senetleri, borsada halka arz edilebilir. Bu satış yöntemi SPK'nın onayı ve BIST'un yönetmelikleri çerçevesinde, satıştan 20 iş günü önce gerekli evraklar ile BIST'a yapılacak başvurunun, BIST Yönetim Kurulunca onaylanması ve ilan edilmesi ile gerçekleştirilir.

<sup>85</sup> Turan Kurtaran, a.g.e., ss.41-44; Fatma Küçükçaylı, *Halka Arzın Firma Mali Performansı Üzerine Etkisi:Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, 2013, ss.16-17; T.C.Resmi Gazete, *Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Tebliği (II-5.2)*, 2013, <http://www.resmigazete.gov.tr>, 21.02.2014

<sup>86</sup> Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği II.5.2 19,20 ve 21. maddeler

- 3- Talep toplamaksızın satış; hisse senetleri borsada işlem görmeyen halka açık ve SPK Tebliği ile nitelikleri belirlenmiş<sup>87</sup> şirketler dışında kalan şirketlerin hisse senetlerinin, kendileri ya da belirledikleri bir aracı kurum tarafından, tespit edilen bir fiyattan, yatırımcılardan fiyat toplanmaksızın satışının gerçekleştirilmesidir.

### **1.2.5.Borsada İşlem Gören Şirketlerin Yükümlülükleri**

Halka açılarak hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin SPK tarafından düzenlenen yükümlülükleri vardır<sup>88</sup>;

- i. Temettü dağıtma,
- ii. Kamuyu aydınlatma,
- iii. Mali tablo ve raporların hazırlanarak kamuya duyurulması,
- iv. Bağımsız denetim,
- v. Finansal tablo, bağımsız denetim raporu ve yıllık raporların açıklanması, kurula ve borsaya gönderilmesi,
- vi. Esas sözleşme değişiklikleri için kurulun uygun görüşünü alma,
- vii. Halka açık bir anonim ortaklığın örtülü kazanç aktarımı yoluyla yıllık karını azaltmaması,
- viii. Çağrıda bulunma zorunluluğu,
- ix. İlişkili taraf işlemlerini değerlendirme ve
- x. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum.

### **1.2.6.Halka Arzda Fiyat Tespiti ve Değerleme Yöntemleri**

Bir işletme halka arz kararı verdiğinde, hisse senetlerinin değerinin, hisse senedi halka arz fiyatının ve şirket değerinin belirlenmesi gerekmektedir. Değer ve

---

<sup>87</sup> Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında yeni pay alma hakkı kullanıldıktan sonra kalan paylarının satışında, Kurulca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış son yıla ait bilançosuna göre, paylarının defter değeri nominal değerinin en az iki katı olan ortaklıkların; son yıllık hesap dönemi içinde net dönem kârı elde etmiş olmaları ve aktif toplamının yirmi milyon TL'yi aşmış olmaları halinde, talep toplama yoluyla satış yöntemlerinden birisini kullanması zorunludur. Bu durumda, talep toplama işleminin ortaklık ya da yetkili kuruluş vasıtasıyla yerine getirilmesi mümkündür. Ancak, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan tutarın, nakit karşılığı artırılacak sermayeye oranının yüzde on ve altında kalması durumunda, yapılacak başvuru üzerine Kurulca uygun görülmesi halinde bu yöntemler uygulanmayabilir. Kurul gerekli görmesi halinde talep toplama yoluyla satış yöntemlerinden birisinin kullanılmasını zorunlu tutabilir veya bu zorunluluğu kaldırabilir.

<sup>88</sup> Gökalp, a.g.e., ss.125-128; Küçülçaylı, a.g.e., ss.10-13; SPK, *Borsa Şirketlerinin Yükümlülükleri*, b.t., <http://www.spk.gov.tr/>, 21/02/2014

fiyat tespiti çalışması, çok yönlü ve birden fazla yöntem kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Ayten Turan Kurtaran'a göre;

*“Halka açılacak bir işletmenin değerinin ve hisse senedi fiyatının belirlenmesi, bilimsel ve sanatsal bir çalışmadır. Hisse senedi fiyatının belirlenmesinin bilimsel yönünü finansman kuramları ve modelleri, sanatsal yönünü ise kişisel görüşler ve tecrübeler oluşturmaktadır.”<sup>89</sup>*

Finans literatüründe hisse senedi fiyat ve değeri için aşağıda yer aldığı gibi bir takım temel kavramların tanımlamaları yapılmıştır<sup>90</sup>.

Nominal değer; hisse senedinin üzerinde yazılı olan değerdir.

Defter değeri; şirket özsermayesinin, hisse senedi adedine bölünmesiyle elde edilen değerdir.

Tasviye değeri; şirket varlıklarının nakite çevrilmesiyle elde edilen değerden, tüm borçların çıkartılması sonucunda, kalan miktarın hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilen değerdir.

Piyasa değeri; hisse senedinin piyasadaki arz ve talebe göre oluşan değeridir. Eğer hisse senedi sermaye piyasasında işlem görüyorsa, borsadaki alım satım değeridir.

İhraç değeri; şirketin özvarlığını temsil eden hisse senetlerinin, şirket tarafından satışa sunulan değeridir.

İşleyen teşebbüs değeri; şirket varlıklarının tamamının satılması sonucunda elde edilen değerdir.

Gerçek değer; şirketin varlıkları, karlılık oranı, dağıtılan kar payları, ortaklık yapısı,vb. değişkenlerin bir araya getirilmesiyle elde edilen değerdir.

Faruk Bilgiç bir çalışmada işletme değerini;

*“İşletmenin varlıkları ve yükümlülüklerinin; ilerleyen dönemlerde elde edilmesi beklenen tüm gelirlerinin ve bunlar dışında nicel olarak hesaplanamayan çalışanları, müşterileri,*

---

<sup>89</sup> Turan Kurtaran, a.g.e., s.45

<sup>90</sup> Taner, Akkaya, a.g.e., ss.186-187; Tefvik Nadi Hotamış, *Anonim Şirketlerin Halka Açılma Süreci ve Hisse Senedi Değerlemesi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, 2007, ss.34-35

*tedarikçileri ve hissedarları ile olan ilişkileri kapsamında hesaplanan bir değer”*

olarak tanımlamıştır<sup>91</sup>. Dolayısıyla, aşağıdaki tabloda yer alan, işletme değerini etkileyen çok çeşitli ölçülebilen ve ölçülemeyen faktörlerin olduğunu söyleyebiliriz.

**Tablo 4.İşletme Değerini Etkileyen Faktörler**

Ölçülebilen (Nitel) Faktörler	Ölçülemeyen (Nitel) Faktörler
Aktif Büyüklüğü	İşletmenin lokasyonu
Kaynak yapısı	İyi bir yönetici kadrosu, insan kaynağı yapısı ve işletme yönetiminin başarı derecesi
Satışların durumu	Üretilen ürün ve hizmetlerin kalitesi
Oran analizi ile bulunan değerler	Maliyet giderlerinin iyi organize edilmesi
	Verimli çalışmayı mümkün kılan olanakların olması
	Müşterilerin işletmeye verdikleri değer
	Ürün reçeteleri
	Çalışanlara yönelik eğitim ve gelişim faaliyetleri
	İşçi ve işveren ilişkilerinin uyumu
	Uluslararası ilişkilerin iyi seviyede olması
	İş dışı ilgi gruplarıyla (devlet, banka, sivil toplum örgütleri, vb) iyi ilişkilerin olması

Çalışmamızda, gerçekleştirilen literatür araştırmasına istinaden, hisse senedi değeri, hisse senedi fiyatı ve şirket değeri tespitinde kullanılan analiz yöntemleri içerisinde en çok kullanılan yöntemler üzerinde durulacaktır.

#### **1.2.6.1.Net Aktif Değer Yöntemi**

Net aktif değer, işletmenin varlıklarının, piyasa değerinde satılması sonucu elde edilen nakit miktarıdır. Elde edilen nakit miktarından, işletme gider ve borçları düşülerek net aktif değere ulaşılır. Bu yöntemi savunanlar, “bir işletmeyi satın alanlar, işletmenin gelecekteki kazançlarını satın almazlar, önceki yıllarda gerçekleşen kazançların gelecekte de olacağını garantisini kimse veremez. Bundan dolayı, işletme varlıklarının net aktif değeri önemlidir ve fiyat belirlemede bu değer dikkate alınması gerekmektedir.” düşüncesini savunurlar<sup>92</sup>.

<sup>91</sup> Bilgiç, a.g.e., s.32

<sup>92</sup> Hotamış, a.g.e., ss.49-51; Bilgiç, a.g.e., ss.42-44; Turan Kurtaran, a.g.e., ss.48-49



NAD : Net aktif değer

AD : İşletmenin aktiflerinin piyasa değeri

$$NAD = AD - BD$$

BD : İşletmenin borçlarının piyasa değeri

### 1.2.6.2.İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi

Bu yöntem 1930 yılında Amerikalı Ekonomist Irving Fisher tarafından ortaya konmuştur. Yöntem, şirket varlıklarının nakit yarattığı sürece değerli olduğunu savunmaktadır. Bu yöntemde, işletmenin geçmişteki nakit akım tabloları da göz önünde bulundurularak, gelecekteki nakit akımları tahmin edilip, elde edilen tahminlerin iskonto oranı kullanılarak bugünkü değere indirgenmesiyle bir değer elde edilir. Yöntemin temelini, işletmenin ömrü boyunca oluşturacağı net kar, amortisman değerleri ve yatırım tutarları oluşturmaktadır. Yöntemin uygulanabilmesi için, iskonto oranının belirlenmesi, gelecek nakit akımlarının tahmin edilmesi ve tahmin edilen nakit akımlarının bugüne indirgenmesi gerekmektedir<sup>93</sup>.

İNA : İndirgenmiş nakit akım

A : Şirketten beklenen nakit akımları

At : T'inci yıldaki net nakit akımı

n : Nakit akımları tahmininde kullanılan süre

i : İskonto oranını ifade etmektedir

$$İNA = \frac{A}{1+i} + \frac{A}{(1+i)^2} + \frac{A}{(1+i)^3} + \dots + \frac{A}{(1+i)^n} = \frac{A}{i} \left[ 1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right]$$

### 1.2.6.3.Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı

Piyasa değeri / defter değeri oranının 1'in üstünde olması beklenmektedir. Oranın 1'in altına düşmesi, şirketin değer yartmadığı gibi değerinden kaybettiği anlamına gelmektedir. Hisse senedi fiyatı, hisse senedi defter değerinin, ilgili sektörün piyasa değeri/defter değeri oranı ile çarpılarak bulunmaktadır<sup>94</sup>.

<sup>93</sup> Hotamış, a.g.e., ss.55-56; Bilgiç, a.g.e., ss.32-35; Turan Kurtaran, a.g.e., ss.51-52

<sup>94</sup> Hotamış, a.g.e., ss.62-64; Bilgiç, a.g.e., s.31; Turan Kurtaran, a.g.e., ss.49-50

DD : Defter değeri

PD : Piyasa değeri

TA : Toplam Aktifler

TB : Toplam Borçlar

HSS : Hisse senedi sayısı

HSPF : Hisse senedi piyasa fiyatı

HBDD: Hisse başına düşen defter değeri

$$DD = \frac{TA - TB}{HSS}$$

#### 1.2.6.4.Fiyat Kazanç Oranı

Fiyat / kazanç oranı, yatırımcıların, şirketin hisse senedi başı karı için ne kadar ödemeye razı olduklarını gösteren orandır. Elde edilen oran, hisse başına vergi öncesi net kar ile çarpılarak hisse senedi fiyatına ulaşılır<sup>95</sup>.

FKO : Fiyat / kazanç oranı

HSPF : Hisse senedi piyasa fiyatı

$$FKO = \frac{HSPF}{HBK}$$

HBK : Hisse başına kazanç

#### 1.2.6.5.Fiyat Nakit Akım Oranı

İşletmelerin amortisman oranlarını farklı hesaplamaları nedeniyle, işletme gelirleri yerine nakit akımları yönteminin kullanılmasının daha sağlıklı olacağı düşünülebilir. Yöntemde, piyasa değeri ile nakit akımları arasında ilişki kurularak, benzer işletmelerin değeri tahmin edilmektedir<sup>96</sup>.

<sup>95</sup> Hotamış, a.g.e., ss.59-62; Turan Kurtaran, a.g.e., s.50

<sup>96</sup> Turan Kurtaran, a.g.e., s.51

FNAO : Fiyat / nakit akım oranı

HSPF : Hisse senedi piyasa fiyatı

FNAO = ———

HBDNA : Hisse başına düşen nakit akımı

## İKİNCİ BÖLÜM

### İŞLETMELERDE PERFORMANS YÖNETİMİ

#### 2.1. Performans Yönetimi

Medeniyetler tarihine baktığımızda, medeniyetlerin iki temel değişim yaşadığı, içinde bulunduğumuz yıllarda da üçüncü temel değişimin yaşandığını görmekteyiz. Temel değişimlerden birincisi ilkel toplumdan tarım toplumuna geçiş, ikincisi ise tarım toplumundan sanayi toplumuna geçiştir.

Akademisyenler ve araştırmacılar tarafından, Yeni Ekonomi, Bilgi Toplumu, Bilgi Çağı, Üçüncü Dalga vb. şekilde isimlendirilen bu yeni dönemde, bilginin önemi artmış, iş dünyası yeni kavramlarla, fırsatlar ve problemlerle tanışmıştır. Ayrıca iş dünyasının işleyişi, işletmelerin örgütsel yapıları ve değer yaratma süreçleri önemli ölçüde gelişmiştir.

Bu durum işletmeleri, sadece maddi varlıklarının değil, maddi olmayan varlıklarının da son derece değerli olduğunu hatta bazı sektörlerde maddi olmayan varlıkların maddi varlıklardan daha da değerli olduğu gerçeğiyle yüzleştirmiştir. Yaşanan bu gelişmeler, işletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri için başarılı olmalarını ve daha önemlisi elde ettikleri başarıları sürdürülebilir hale getirmeleri gerekliliğini gözler önüne sermiş, dolayısıyla da işletmelerin mevcuttaki muhasebe verileri ile gerçekleştirilen geleneksel performans değerlendirme süreçlerini tekrar gözden geçirmeleri, çok boyutlu, modern performans değerlendirme süreçlerini hayata geçirmeleri kaçınılmaz olmuştur.

Yapılan sözlük ve literatür taramasında performan kelimesini, elde edilen başarı, herhangi bir faaliyet sonucu elde edilen çıktı olarak tanımlamak mümkün olmaktadır. Performans kelimesini işletmeye uyarladığımızda, belirlenen stratejik hedefler doğrultusunda planlanarak gerçekleştirilen faaliyetlerin, strateji ve hedefleri yerine getirme becerisi olarak tanımlayabiliriz.

Rıfat Karaman'a göre; "*Performans kavramı, işletme literatüründe genel kabul gören 7 temel performans boyutuyla incelenmektedir.*"<sup>97</sup>

- i. Etkinlik,
- ii. Verim ve girdilerden yararlanma,
- iii. Verimlilik,
- iv. Kalite,
- v. Yenilik,
- vi. Çalışma yaşamının kalitesi,
- vii. Karlılık ve bütçeye uygunluk.

Ayrıca bu yedi temel performans boyutuna ek olarak, çalışanların davranışı, piyasanın durumu, ürün liderliği ve kamu sorumluluğu boyutları da eklenebilir.

Nizamettin Bayyurt'a göre<sup>98</sup>; performans ölçmenin bu kadar gündemde olmasının yedi ana sebebi var.

- 1- İşçilik giderleri; 1950-1960'lı yıllarda işçilik giderleri işletmelerin en temel gideriydi ve neredeyse satışların %50 oranındaydı. Teknolojinin gelişmesi ve işletmelerin otomasyon yatırımları ile birlikte işçilik giderleri %5-%10 arasında seyretmektedir.
- 2- Rekabet; günümüz şartlarında işletmeler global rekabetle yüzyüzedirler. Ürün ya da hizmet kaliteleri ile kendilerini farklılaştırmak durumundadırlar.
- 3- Ulusal ve uluslar arası kalite ödülleri; firmaların, performans geliştirme konusunda ulaştıkları başarıların bilinmesi ve değerlendirilmesi, uluslar arası kalite ödülü kuruluşlarının oluşumuna neden olmuştur. Bu durum, diğer işletmelere de ödül alma konusunda örnek olmuş ve ödül alabilmek için kuruluşların şartlarını yerine getirme çabası içerisine girmişlerdir.
- 4- Örgüt yapısındaki rol değişimi; insan kaynakları sistemlerini hayata geçiren insan kaynakları yöneticilerinin devreye girmesi ile, işletmelerdeki finansal olmayan performans ölçümleri gündeme gelmiş ve giderek de ağırlık kazanmıştır.

---

<sup>97</sup> Rıfat Karaman, *İşletmelerde Performans Ölçümünün Önemi ve Modern Bir Performans Ölçme Aracı Olarak Balanced Scorecard*, SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 2008, s.414

<sup>98</sup> Nizamettin Bayyurt, *İşletmelerde Performans Değerlendirmenin Önemi ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkiler*, Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi, 53, 2007, ss.578-579

- 5- Dış taleplerdeki değişim; işletmeler günümüzde çok çeşitli dış talep yelpazesinin merkezi konumuna geldiler. Bu durum onları tüm taleplere cevap verir halde olmaları için zorlamakta.
- 6- Özel gelişim inisiyatifleri; günümüzde performans geliştirmeyi hedefleyen farklı yöntemler (BSC, TQM, EFQM, vb.) uygulanmaktadır. İşletmeler gelişen rekabet şartlarını göz önünde bulundurarak bu yöntemleri uygulamak durumunda kalmışlardır.
- 7- Enformasyon teknolojileri; enformasyon teknolojisindeki gelişim, daha çok veriye daha hızlı şekilde ulaşmayı ve çok yönlü analiz etmeyi sağlamıştır. Bu durum daha komplike performans ölçme yöntemlerinin tasarlanmasına olanak tanımıştır.

Yukarıda akatarılan yedi ana sebepte meydana gelen önemli gelişim ve değişimler, işletmeleri performans ölçüm modellerini yeniden gözden geçirerek değiştirmeye zorlamıştır.

## **2.2.Performans Ölçüm Modelleri**

“Ölçemediğimizi yönetemeyiz” felsefesine sahip işletmeler, performanslarını yönetebilmeleri için tüm faaliyetlerini ölçme ihtiyacı içerisinde dirler. Bu ihtiyaktan yola çıkarak, performans ölçümü, işletmelerin planladıkları faaliyetleri hayata geçirme, hayata geçirdikleri faaliyetlerin verimliliğini ve etkililiğini belirleme süreci olarak tanımlanmaktadır.

Yapılan literatür incelemesinde sıkça karşılaşılan performans ölçüm sistemleri Tablo 5.'te listelenmiştir ve bazıları kısaca açıklanacaktır. Bununla birlikte çalışmamızda Balanced Scorecard – BSC ölçüm modeli kullanılacağından, ayrıntılı olarak aktarılacaktır.

**Tablo 5. Performans Ölçüm Sistemleri**

Yöntem	Yöntemi Ortaya Koyan	Referans
Birleşik Oran Analizi	Du Pont, 1910	Songül Çınaroğlu, 2012 Nazlı Gönül Kocaman, 2006
Yatırımın Geri Dönüş Oranı (Return on Investment – ROI)	Du Pont, 1920'ler	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007
Faaliyet Tabanlı Maliyetlendirme (Activity Based Costing-ABC)	Johnson ve Kaplan, 1987	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007 Sibel Karğın, 2013
Değer Zinciri Modeli	Sink ve Tuttle, 1989	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007 Songül Çınaroğlu, 2012
Performans Ölçüm Matrisi (Performance Measurement Matrix)	Keegan v.d., 1989	Songül Çınaroğlu, 2012
Performans Ölçüm Anketi (Performance Measurement Questionnaire)	Dixon v.d., 1990	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007
Performans Piramidi (Performance Pyramid)	Judson, 1990; Lynch ve Cross, 1991	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007 Nazlı Gönül Kocaman, 2006 Songül Çınaroğlu, 2012
Marka Değerleme (Brand Valuation)	Aaker, 1991	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007
Dünya Çapında Üretim İçin Performans Ölçümü (Performance Measurement for World Class Manufacturing)	Maskell, 1991	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007
Skandia Klavuzu (Skandia's Navigator-SN)	Leif Edvinson, 1991	Alparslan Serhat Demir ve Harun Taşkın, 2008 Nazlı Gönül Kocaman, 2006
Sonuçlar ve Belirleyiciler Matrisi	Fitzgerald ve diğ., 1991	Songül Çınaroğlu, 2012
Mükemmellik Modeli (EFQM)	Avrupa Kalite Derneği, 1992	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007 Nazlı Gönül Kocaman, 2006
Dengeli Sonuç Kartı (Balanced Scorecard)	Kaplan ve Norton, 1992	Kaplan ve Norton, 2009
Kuantum Performans Ölçümü Modeli (Quantum Performance Measurement-QPM)	Hronec, 1993	Songül Çınaroğlu, 2012 Alparslan Serhat Demir ve Harun Taşkın, 2008
Thor Modeli	Thor, 1993	Songül Çınaroğlu, 2012
Gilmore Modeli	Gilmore, 1993	Songül Çınaroğlu, 2012
Bütünleştirilmiş Performans Yönetim Sistemi (Integrated Performance Management System)	Bititci, 1994	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007
Makro Süreç	Brown, 1996	Songül Çınaroğlu, 2012
Müşteri Değer Analizi (Customer Value Analysis)		Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007
Paydaş Değer Analizi (Shareholder Value Analysis-SVA)	Rappaport, 1997	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007
Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added)	Stern Steward & Co	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007 Nazlı Gönül Kocaman, 2006
Performans Prizması (Performance Prism)	Kennerly ve Neely, 2000	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007 Hümeysra Töre Başat, 2011
Medori ve Steple Yapısı	Medori ve Steple, 2000	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007
Değer Dinamiği Çerçevesi	Arthur Andersen, 2000	Nazlı Gönül Kocaman, 2006
Dinamik Performans Yönetim Sistemi (Dynamic Performance Management Systems)	Bititci, 2000	Oya H.Yüreğir ve Gülsün Nakıboğlu, 2007

### 2.2.1. Birleşik Oran Analizi Modeli

Muhasebe verilerinden alınan, finansal tablolar ile fiili finansal durum arasındaki ilişkiyi inceleyen, bilanço ve gelir tablolarından yola çıkarak, finansman, yatırım ve faaliyet karlılığını birlikte değerlendiren finansal analiz yöntemidir. Satışlar üzerinden işletme karlılığını, net kar ve kaynakların etkin kullanımını ölçen bir yöntemdir<sup>99</sup>.

### 2.2.2. Yatırım Geri Dönüş Oranı

Yatırım için harcanan tutarın hangi oranda kazandırdığına bakılarak performans değerlendirmesi yapılır. Elde edilen kazancın, yatırım miktarına bölünmesiyle bulunur<sup>100</sup>.

### 2.2.3. Faaliyet Tabanlı Maliyetlendirme

Yöntem geleneksel maliyet muhasebesine yapılan eleştirileri gözönüne alarak, bu eleştirilerin üstesinden gelmek üzere geliştirilmiştir. Sibel Karğın'a göre; *“Maliyet bilgilerinin doğru hesaplanması, işletmenin ekonomik kararlarının doğru olmasına ve rekabet üstünlüğü sağlamasına, dolayısıyla da hedeflerine ulaşmasına katkı sağlamaktadır.”*<sup>101</sup>

### 2.2.4. Değer Zinciri Modeli

İşletme performansının, etkililik, verimlilik, kalite, üretkenlik, iş yaşamı kalitesi, yenilikçilik, gelir/karlılık/bütçelenebilirlik'ten oluşan 7 performans ölçütü arasındaki ilişki olarak tanımlanır<sup>102</sup>.

### 2.2.5. Performans Piramidi

Model, işletmenin içsel ve dışsal faaliyet süreçlerinin performans ölçütlerini tanımlamaktadır. Şekil 3.'te görüleceği üzere piramid, hedef ve ölçütlerin yer aldığı 4

<sup>99</sup> Songül Çınaroğlu, *İşletmelerde Performans Ölçüm Modelleri*, Ç.Ü.İİBF Dergisi, Cilt 16, Sayı 2, 2012, ss.123-124; Nazlı Gönül Kocaman, *Performans Ölçümüne Geleneksel Olmayan Bir Yaklaşım: Kurumsal Karne Yöntemi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, 2006, ss.20-21

<sup>100</sup> Oya H.Yüreğir, Gülsün Nakıboğlu, *Performans Ölçümü ve Ölçüm Sistemleri: Genel Bir Bakış*, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 16, Sayı 2, 2007, s.549

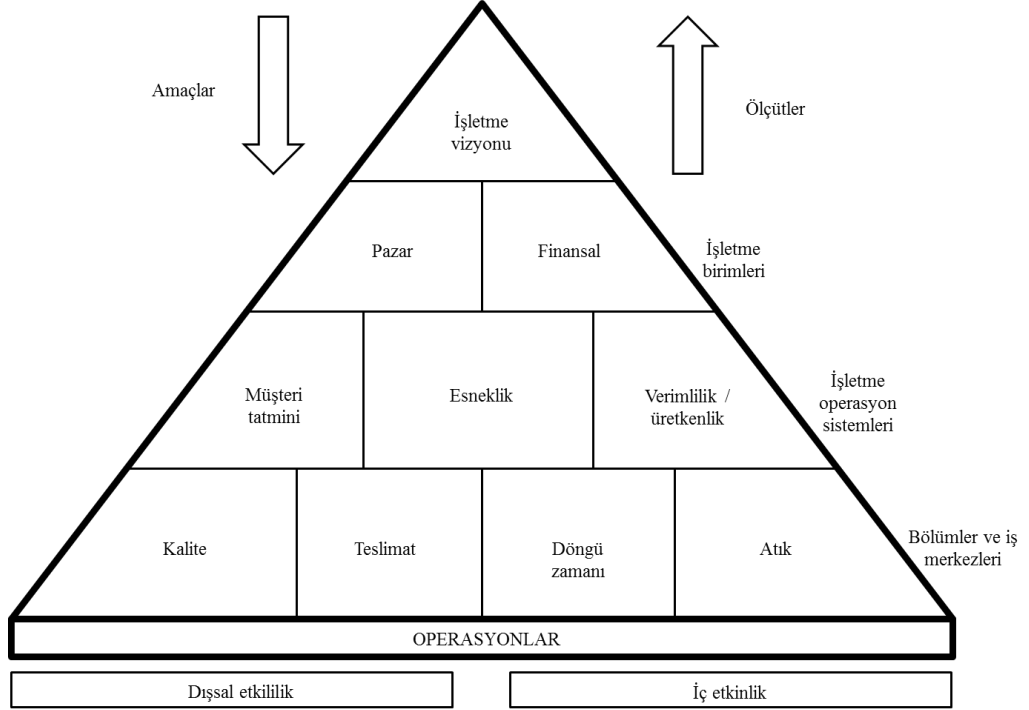
<sup>101</sup> Sibel Karğın, *Faaliyet Tabanlı Maliyetleme Yönteminin Yükselişi ve Düşüşü*, Muhasebe ve Finans Dergisi, sayı 58, 2013, s.36

<sup>102</sup> Çınaroğlu, a.g.e., s.129; Yüreğir, Nakıboğlu, a.g.e., s.551



aşamadan oluşur. Modelde, temelini şirket vizyonunun oluşturduğu strateji ile faaliyetler arasında bir ilişki kurulması amaçlanmaktadır<sup>103</sup>.

**Şekil 3. Performans Piramidi**



**Kaynak:** Oya H.Yüreğir / Gülsün Nakıboğlu, *Performans Ölçümü ve Ölçüm Sistemleri: Genel Bir Bakış*, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 16, Sayı 2, 2007, s.554

### 2.2.6.Thor Modeli

Model, birinci öncelik müşteri memnuniyeti olmak üzere, insan kaynakları ve teknoloji alanında yapılan iyileşmeler sonucunda verimliliği arttırarak, ürün ya da hizmet fiyatlarını düşürmeyi ve süreçleri de iyileştirerek ürün ve hizmet kalitesini arttırıp müşteri memnuniyeti sağlamayı amaçlar<sup>104</sup>.

### 2.2.7.Gilmore Modeli

Model, standart ve çok sayıda ürün üreten işletmelerde maliyet temelinde kalite, hız ve esnekliğe önem verirken, kişiye özel ürün üretimi yapan işletmelerde esneklik temelinde kalite, hız ve maliyetlere önem verir<sup>105</sup>.

<sup>103</sup> Kocaman, a.g.e., ss.80-82; Cemal Elitaş, Veysel Ağca, *Firmalarda Çok Boyutlu Performans Değerleme Yaklaşımları: Kavramsal Bir Çerçeve*, A.K.Ü. Sosyal Bilimler Dergisi, VIII, 2006, ss.350-352

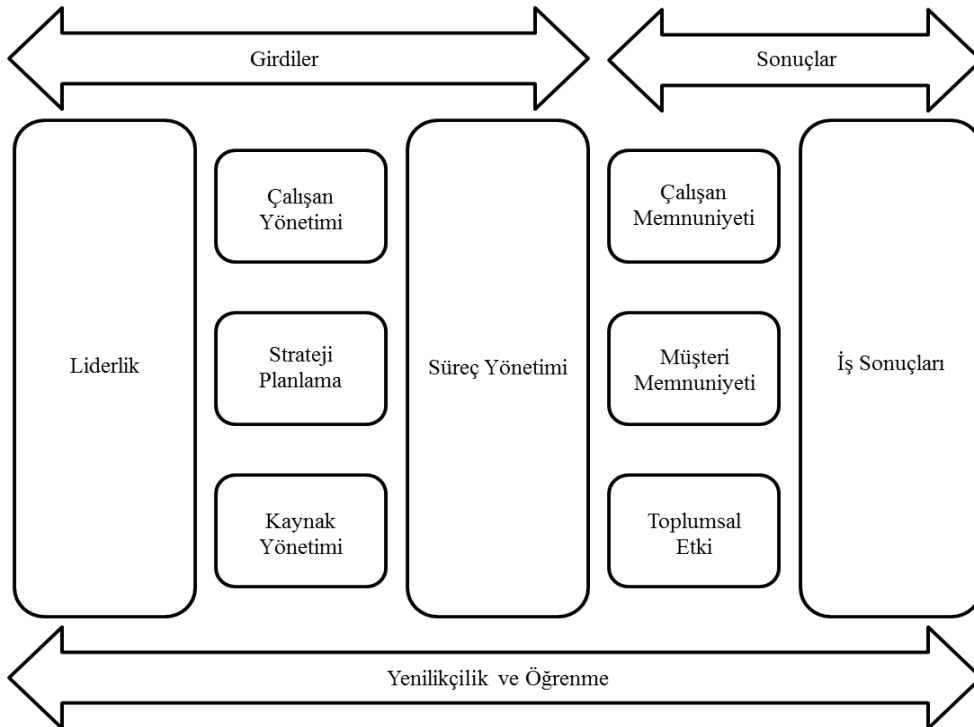
<sup>104</sup> Çınaroğlu, a.g.e., s.126

<sup>105</sup> Çınaroğlu, a.g.e., ss.126-127

## 2.2.8.Mükemmellik Modeli

Model, işletmelerin operasyonlarında mükemmelliğe ulaşmaları için, stratejiler oluşturmayı ve geliştirmeyi sağlayarak, performans yönetim sistemi için bir bakış açısı sunmayı amaçlar. Kendi içerisinde, performans belirleyicilerinden oluşan girdi kriterleri ve performans sonuçlarından oluşan sonuç kriterleri olarak ikiye ayrılan, Şekil 4.'te de görüldüğü üzere 9 temel kriterden oluşmaktadır<sup>106</sup>.

Şekil 4.Mükemmellik Modeli (EFQM)



**Kaynak:** Oya H.Yüreğir / Gülsün Nakıboğlu, *Performans Ölçümü ve Ölçüm Sistemleri: Genel Bir Bakış*, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 16, Sayı 2, 2007, s.557

## 2.2.9.Kuantum Performans Ölçümü Modeli

İnsan kaynakları, süreçler ve örgüt ile ilgili performans göstergelerinin, zaman, hız ve maliyet kavramları ile sentezlenmesi sonucunda Kuantum Performans Matrisi ortaya çıkar. Matris, işletmenin değerlerini ve hizmet kalitesini optimal hale getirmeye yardım eder. 3 aşamada oluşur. Birinci aşamada, strateji ve stratejiyi gerçekleştirecek çalışanlar belirlenir. İkinci aşamada, örgütün stratejik hedefleri ve kritik süreçleri tanımlanarak analiz edilir. Üçüncü aşamada, örgütün performans ölçüleri oluşturulur. Üç aşamanın sonunda varılan nokta, işletmenin rakipleri,

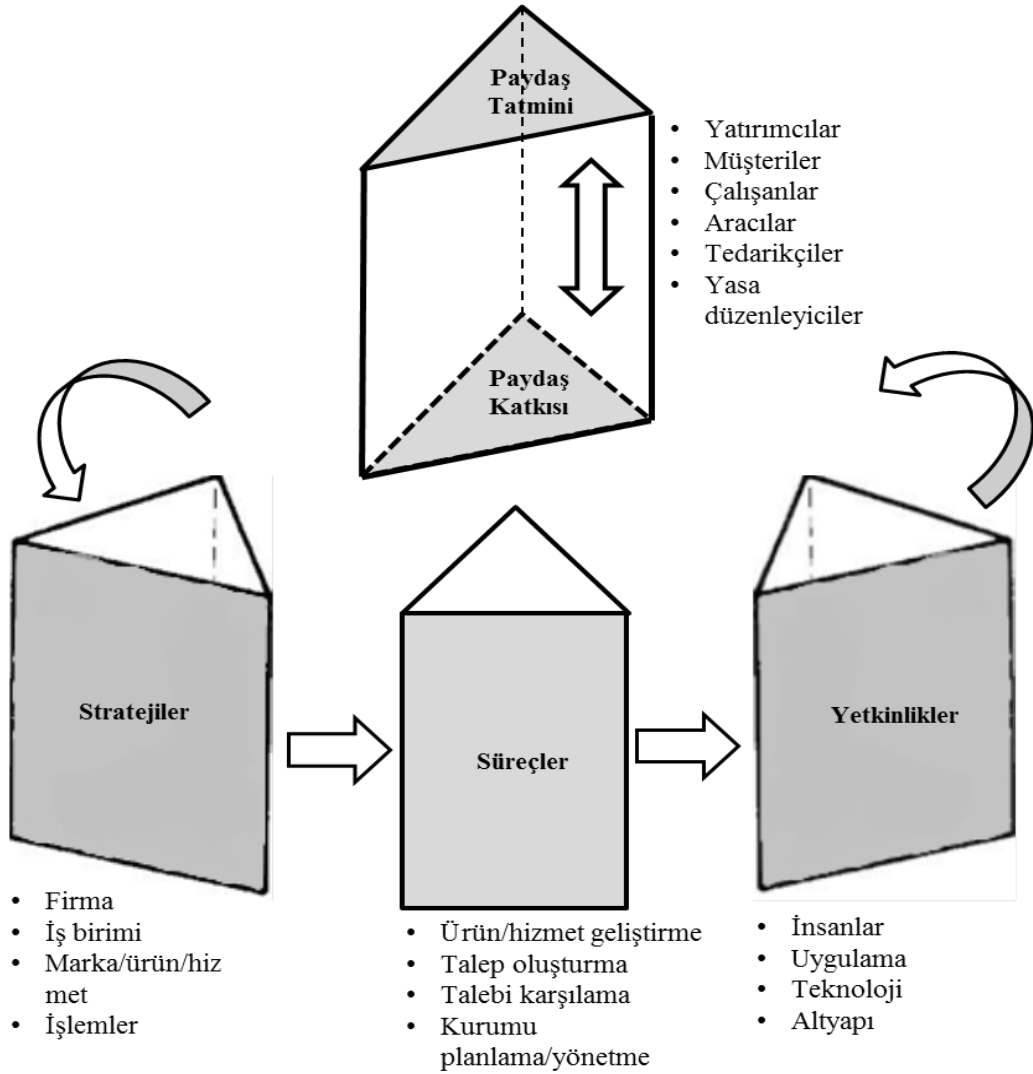
<sup>106</sup> Yüreğir, Nakıboğlu, a.g.e., s.556; Kocaman, a.g.e., ss.95-99

rakiplerin stratejileri, insan kaynakları, süreçler ve örgüt ile ilgili performans göstergelerinin, maliyet, zaman, kalite ve hız hedefleri arasındaki ilişkiyi kurar<sup>107</sup>.

### 2.2.10. Performans Prizması

İşletmenin tüm paydaşlarıyla iletişim kurmayı amaçlayan çok boyutlu bir ölçüm modelidir. Performans prizması modeli, paydaş<sup>108</sup> memnuniyeti, stratejiler, süreçler, yetkinlikler ve paydaş katkısı olmak üzere 5 boyuttan oluşmaktadır<sup>109</sup>.

Şekil 5. Performans Prizmasının Beş Boyutu



**Kaynak:** Oya H.Yüreğir / Gülsün Nakıboğlu, *Performans Ölçümü ve Ölçüm Sistemleri: Genel Bir Bakış*, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 16, Sayı 2, 2007, s.555

<sup>107</sup> Çınaroğlu, a.g.e., s.124; Alparslan Serhat Demir, Harun Taşkın, *İşletme Performansı Ölçme Modellerinin Karşılaştırılması: Kuantum Performansı, Maddi Olmayan Varlıkların İzlenmesi, Performans Prizması ve Skandia Kılavuzu Modelleri*, Journal of Yasar University, 3(11), 2008, ss.1702-1703

<sup>108</sup> Paydaşlar: Yatırımcılar, müşteriler, çalışanlar, aracılar, tedarikçiler, yasa düzenleyiciler

<sup>109</sup> Hümeysra Töre Başat, *Bir Performans Ölçüm Modeli Olarak Performans Prizması ve The London Youth Örneği*, A.K.Ü.İ.İ.B.F.Dergisi, Cilt X III, Sayı I, 2011, ss.17-18; Yüreğir, Nakıboğlu, a.g.e., s.554-555

### 2.3.Balanced Scorecard – BSC

Balanced Scorecard için literatürde, Dengeli Sonuç Kartı, Kurumsal Karne, Dengeli Performans Değerleme, Denge Kontrol Paneli, Dengeli Puan Cetveli, Dengeli Ölçüm Kartı, Dengeli Başarı Göstergesi, Ölçüm Kartı Tekniği, Toplam Başarı Göstergesi gibi çevirilere rastlanmaktadır. Çalışmada orijinal ismiyle Balanced Scorecard olarak kullanılacaktır.

Sanayi toplumundan bilgi toplumuna geçildiğinde, geleneksel performans ölçümü modellerinin ihtiyacı karşılamadığı, finansal ölçümlere dayalı performans ölçüm yöntemlerinin eksik kaldığı Norton ve Kaplan tarafından tespit edilmiştir. Balanced Scorecard'ın başlangıcı, 1990 yılında Nolan Norton Institute'in katkılarıyla gerçekleştirilen, bir çok şirketi kapsayan ve bir yıl süren “*Geleceğin Organizasyonlarında Performans Ölçümü*” isimli araştırma ile olmuştur. Çalışma grubunun elde ettiği sonuçlar, 1992 yılında Harvard Business Review dergisinin Ocak – Şubat sayısında yayınlanan “*Balanced Scorecard: Başarıyı Yönlendiren Ölçüler*” adlı makaleyle yayınlanmıştır. Böylece Balanced Scorecard literatüre girmiştir. Robert S.Kaplan ve David P. Norton 1993 yılında Harvard Business Review dergisinin Eylül – Ekim sayısında “*Balanced Scorecard'ı Uygulamak*” başlıklı makaleyi yayınlamışlardır. 1996 yılına kadar gerçekleşen tüm gelişmeleri, Harvard Business Review dergisinin Ocak – Şubat sayısında yayınlanan “*Balanced Scorecard'ın Stratejik Yönetim Sistemi Olarak Kullanılması*” adlı makalede anlatmışlardır. Aynı yıl “*Balanced Scorecard: Şirket Stratejisini Eyleme Dönüştürmek*” isimli kitabı yayınlamışlardır.<sup>110</sup>

Literatürde Balance Scorecard'ın tanımlanmasıyla ilgili birden çok ancak birbirine benzer ifadeler yer almaktadır. Bu tanımlamalardan yola çıkarak Balanced Scorecard'ı; işletmelerin finansal değerleriyle birlikte, müşteri ve hissedarların beklentilerini dikkate alıp, geleceğe yönelik işletme içi faaliyetlerin geliştirilmesi, değişim ve gelişime ayak uydurabilmek amacıyla insan ve işletme içi uygulamalar çerçevesinde öğrenme ve gelişme gibi finansal olmayan değerleri esas alarak, stratejiyi eyleme dönüştüren bir performans değerlendirme sistemi olarak tanımlayabiliriz.

---

<sup>110</sup> Robert S. Kaplan, David P. Norton, *Balanced Scorecard: Şirket Stratejisini Eyleme Dönüştürmek*, Sistem Yayıncılık, İstanbul, 2009, ss.IX-XIV

Günümüzde Balanced Scorecard sadece performans değerlendirme sistemi olarak değil, stratejik yönetim sistemi olarak da kullanılmaktadır. Çalışmamızda BSC'yi performans değerlendirme sistemi olarak kullanacağız.

## 2.4.Balanced Scorecard'ın Boyutları

Balanced Scorecard, geleneksel finansal ölçüleri bünyesinde bulundurarak, finansal olmayan ölçülerle bütünleşmesini sağlar. BSC'de organizasyonun performansı dört farklı perspektifte değerlendirilir.

### 2.4.1.Finansal Boyut

Finansal ölçüler işletmenin geçmiş dönemlerdeki ekonomik durumlarını değerlemede kullanılmaktadır. Bu nedenle Balanced Scorecard modeli, geleneksel finansal ölçüleri koruyarak kullanmıştır. Neden – sonuç ilişkisi kurulduğunda, firmanın tüm boyutlarda belirlenen performans ölçülerinin, finansal boyuttaki performans ölçülerine, direk ya da dolaylı olarak etki etmesi, finansal boyuta, diğer boyutlar için odak noktası olma niteliği kazandırmıştır. Finansal ölçülerde, işletmenin geliri, karlılık oranı, ekonomik katma değer gibi ölçüler bulunmaktadır. Finansal boyut, “yönetim ve hissedarlar ekonomik olarak işletmeyi nasıl görüyorlar?” sorusu ile şekillenmektedir. Bu boyutta yer alan amaç ve ölçüler Tablo 6.'da yer almaktadır<sup>111</sup>.

**Tablo 6.Finansal Boyut**

AMAÇLAR	ÖLÇÜLER
Satışlar	Satış ve karlardaki yıllık artış
Yeni ürünlerin/hizmetlerin sayısındaki artış	Yeni ürünlerin satış yüzdesi
Yeni bir fiyatlama stratejisinin uygulanması	Mamul ve müşteri karlılığı
Birim ürün maliyetinin azaltılması	Ürünlerin/hizmetlerin birim maliyeti
Birim müşteri maliyetinin azaltılması	Müşterilerin birim maliyeti
Satışların maliyeti	Yıl bazında belli bir düzeyde kalma veya azalma
Varlık kullanımının geliştirilmesi	Varlık sermayesi devir hızı, Ekonomik katma değer

**Kaynak:** Sait Yüksel Kaygusuz, *Yönetim Muhasebesinin Performans Yönetimi Fonksiyonunda Geldiği Son Nokta: Balanced Scorecard (Ölçüm Kartı Tekniği)*, İş, Güç Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi, Cilt.7, Sayı.1, 2005, s.91

<sup>111</sup> Veysel Ağca, Ender Tunçer, *Çok Boyutlu Performans Değerleme Modelleri ve Bir Balanced Scorecard Uygulanması*, A.K.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt.VIII, Sayı 1, 2006, s.182

## 2.4.2.Müşteri Boyutu

İşletmenin rekabet edeceği, pazar ve hedef kitle üzerinde göstereceği performans ölçülerini kapsar. Bu boyutta, müşteri tatmini, müşterinin elde tutulması, müşteri sayısının artması, müşteri karlılığı, hedeflenen pazar ve müşteri payları gibi ölçüler bulunmaktadır. Müşteri boyutu, “firma müşterilere nasıl görünmelidir ? ve müşteriler firmayı nasıl görüyorlar ?” sorularıyla şekillenmektedir. Müşteri boyutunda, müşteriye elde tutma, müşteri kazanma, müşteri tatmini, müşteri karlılığı ve marka değeri performans ölçütleri yer almaktadır. Bu boyutta yer alan bazı amaç ve performans ölçütleri Tablo 7.’de yer almaktadır.<sup>112</sup>

**Tablo 7.Müşteri Boyutu**

AMAÇLAR	ÖLÇÜLER
Pazar payının artması	Pazar payı yüzdesi
Müşteri sadakatinin artırılması	Gelişme yüzdesi, yeni müşteri/toplam müşteri yüzdesindeki artış
Devamlı, zamanlı teslim	Siparişlerin karşılanması
Karşılıklı ilişkilerin geliştirilmesi	İlişkide bulunulan müşteri sayısı
Müşteri tatmini	Sıfır hata, tam zamanında teslim, yüksek kalite, düşük fiyat
Ürün/hizmet kalitesinin artırılması	İade yüzdesi
Pazara girişlerde artış	Müşteri sayısı, satış hacmi

**Kaynak:** Sait Yüksel Kaygusuz, *Yönetim Muhasebesinin Performans Yönetimi Fonksiyonunda Geldiği Son Nokta: Balanced Scorecard (Ölçüm Kartı Tekniği)*, İş, Güç Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi, Cilt.7, Sayı.1, 2005, s.94

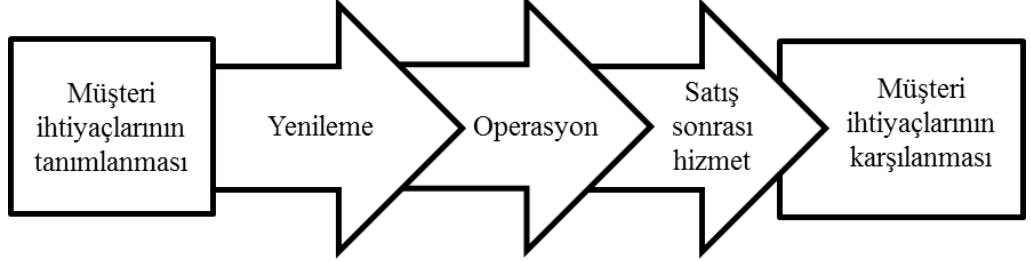
## 2.4.3.Şirket İçi İşlevler Boyutu

Bu boyutta, işletmedeki kritik içsel süreç, “işletmenin geliştirmesi gereken süreçler nelerdir ? Mükemmelliği nasıl sağlarız ?” soruları ile şekillenerek tanımlanmaktadır. Sait Yüksel Kaygusuz’a göre; bu süreçlerde, tam zamanında üretim, toplam kalite yönetimi, faaliyet tabanlı maliyetleme ve hedef maliyetleme gibi araç ve tekniklerin uygulanması ile birlikte etkinliğinin sağlanması ve geliştirilmesi gerekir. Firmanın etkin çalışıp çalışmadığı bu boyuttaki ölçümlerle

<sup>112</sup> Kaplan, Norton, a.g.e., ss.33-34; Çağla Pınar Utkuğ, *Kurumsal Performans Değerlendirme Yöntemi Olarak Toplam Başarı Göstergesi Yöntemi*, G.Ü. Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi, Sayı: 23, 2008, ss.60-61

tespit edilir<sup>113</sup>. İşletmenin içsel sürecinde üç işlem yer almaktadır. Aşağıdaki şekilde de görüleceği üzere süreç, müşteri ihtiyaçlarının tanımlanması ile başlayıp, müşteri ihtiyaçlarının karşılanması ile bitmektedir.

**Şekil 6.İçsel Süreç**



**Kaynak:** Sait Yüksel Kaygusuz, *Yönetim Muhasebesinin Performans Yönetimi Fonksiyonunda Geldiği Son Nokta: Balanced Scorecard (Ölçüm Kartı Tekniği)*, İş, Güç Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi, Cilt.7, Sayı.1, Ocak 2005, s.95

**Tablo 8.Şirket İçi işlemler Boyutu**

AMAÇLAR	ÖLÇÜLER
Yeni ürün/hizmet sayısındaki artış	Yeni ürün/hizmet sayısı, Planlanan yeni ürün/hizmet
Süreç kalitesinin artırılması	Kalite maliyetleri, hatalı ürün yüzdesi
Süreç zamanın azaltılması	Üretim süreç etkinliği
Süreç geliştirme	Hata oranında azalma, katma değer analizi
Yeni mamule başlama	Yeni ürün satışları, yeni ürüne talep sayısı
Çalışan tatmini	Çalışan anketleri

**Kaynak:** Sait Yüksel Kaygusuz, *Yönetim Muhasebesinin Performans Yönetimi Fonksiyonunda Geldiği Son Nokta: Balanced Scorecard (Ölçüm Kartı Tekniği)*, İş, Güç Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi, Cilt.7, Sayı.1, Ocak 2005, s.96

#### 2.4.4.Öğrenme ve Gelişme Boyutu

Diğer üç boyutta belirlenen hedeflere ulaşmak için gerekli alt yapı öğrenme ve gelişme boyutunda oluşturulur. Diğer boyutta belirlenen hedeflere ulaşmak, işletmenin öğrenme ve gelişme yeteneğine bağlıdır. Öğrenme ve gelişme üç ana kaynaktan sağlanır; çalışanlar, sistemler ve süreçler. Bu boyut, “işletmenin öğrenme ve gelişme yeteneklerini nasıl sürdürülebilir hale getiririz ?” sorusu ile

<sup>113</sup> Sait Yüksel Kaygusuz, *Yönetim Muhasebesinin Performans Yönetimi Fonksiyonunda Geldiği Son Nokta: Balanced Scorecard (Ölçüm Kartı Tekniği)*, İş, Güç Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi, Cilt.7, Sayı.1, Ocak 2005, s.94

şekillenmektedir. Boyutta yer alan bazı amaç ve performans ölçütleri Tablo 9.'da yer almaktadır<sup>114</sup>.

**Tablo 9.Öğrenme ve Gelişme Boyutu**

AMAÇLAR	ÖLÇÜLER
Yeni ürün/hizmet liderliği	Yeni ürün/hizmetlerden elde edilen satışlar, Ar&Ge harcamaları, tasarım maliyetlerinin toplam maliyet içindeki yeri
Çalışan yeteneklerinin geliştirilmesi	Çalışan tatmini ve çalışan devir hızı
Çalışan motivasyonu	Çalışanların dönemlik incelenmesi
Beklenti üstü gelişme	Yeni ürün/hizmetlerden edinilen satışlar
Teknoloji liderliği	Yeni ürün/hizmetleri geliştirme süresi

**Kaynak:** Sait Yüksel Kaygusuz, *Yönetim Muhasebesinin Performans Yönetimi Fonksiyonunda Geldiği Son Nokta: Balanced Scorecard (Ölçüm Kartı Tekniği)*, İş, Güç Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi Cilt:7 Sayı:1, Ocak 2005, s.97

Yukarıda aktardığımız Balanced Scorecard'ın dört boyutu, BSC'nin ana çerçevesini oluşturur. Aşağıdaki tabloda dört boyut ve kriterleri gösterilmiştir.

**Tablo 10.Balanced Scorecard'ın Dört Boyutunun Kriterleri**

BOYUTLAR	KRİTERLER				
<b>FİNANSAL BOYUT (F)</b>	Karlılığı artırmak	Büyüme	Verimliliği artırmak	Maliyetlerin düşürülmesi	Nakit dönüş süresini mevcut seviyenin altına çekmek
<b>MÜŞTERİ BOYUTU (M)</b>	Müşteri sadakati	Müşteri memnuniyeti oranı	Ürün çeşitliliğinin eksiksiz hale gelmesi		
<b>ŞİRKET İÇİ İŞLEMLER BOYUTU (S)</b>	Envanter kullanım oranı	Yeni ürün ve hizmet geliştirme çabaları	Operasyonel sorunların en aza indirilmesi	Enerji/giderleri satışlar oranı	
<b>ÖĞRENME VE GELİŞME BOYUTU (O)</b>	Çalışanların eğitimi	Çalışanların tatmini ve memnuniyeti	Çalışanların kalıcılığı	Çalışanların kendilerini geliştirmeleri ve kariyer olanakları	

**Kaynak:** Kasım Baynal, Oya Karasakal, (2008), *İşletmelerde Performans Ölçümlerinin Balanced Scorecard ile Değerlendirilmesi ve Bir Uygulama*, Yöneyem Araştırması ve Endüstri Mühendisliği 28. Ulusal Kongresi, İstanbul, s.2

Farklı sektör ve firmalarda uygulanabilen Balanced Scorecard'ın dört boyutunun işletmeler için yeterli olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte bu dört boyutun kişiye özel dikilmiş, giyilmeye hazır bir ceket değil, hazır bir kalıp ya da şablon olarak değerlendirilmesi gerekliliği unutulmamalıdır. Dolayısıyla işletmenin bulunduğu sektöre,

<sup>114</sup> Ağca, Tunçer, a.g.e., s.183; Kaplan, Norton, a.g.e., ss. 36-37



stratejisine ve ihtiyaçlarına göre dört boyutun ikisini kullanacak işletmeler olabileceği gibi, dört boyuta daha fazla boyut ekleyecek işletmeler de olabilecektir<sup>115</sup>.

Sonuç olarak Balanced Scorecard, finansal ölümlere dayalı geleneksel performans ölüm sistemlerinin tek taraflı ölümlerinin sakıncalarını ortadan kaldırmak için tasarlanan bir performans ölüm modelidir. Dolayısıyla finansal performans ölümlerini koruyarak bünyesinde barındırmış, ek olarak üç boyut performans ltlerini de modele dahil etmiştir. Finansal lm işletmenin geçmişteki performansını gözler önüne sererken, finansal olmayan üç boyut işletmenin gelecekteki performansını stratejik olarak belirlemeyi ve yönetmeyi amaçlamaktadır<sup>116</sup>.

---

<sup>115</sup> Kaplan, Norton, a.g.e., s.44

<sup>116</sup> Elitaş, Ağca, a.g.e., s.358

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### BSC YÖNTEMİ İLE HALKA ARZ SONRASI BORSADA İŞLEM GÖREN GIDA PERAKENDE SEKTÖRÜNDE YER ALAN ŞİRKETLERİN KARŞILAŞTIRMALI PERFORMANS ANALİZİ

#### 3.1.Uygulamanın Amacı ve Kapsamı

Halka arz ve borsada işlem görmek, çalışmanın birinci bölümünde de anlatıldığı üzere şirketlere pek çok faydalar sağlamaktadır. Bu faydalara rağmen, halka arz olan ve borsada işlem gören şirket sayısı dünya borsalarıyla karşılaştırıldığında henüz istenilen düzeye ulaşmamıştır.

Halka arz ve borsada işlem gören şirketler incelendiğinde perakende sektöründe yer alan şirket sayısı yok denecek kadar azdır.

Yapılan literatür taramasında, halka arzın ve borsada işlem görmenin şirketlerin finansal performanslarına olan etkilerini inceleyen çalışmalar yapıldığı görülmüştür. Halka arz ve borsada işlem görmenin, gıda perakende sektöründe yer alan şirketlerin kurumsal performanslarına yansımalarını konu alan bir çalışmaya rastlanmamıştır.

Uygulamanın amacı, işletmelerin, en büyük kaynak yaratma yöntemlerinden olan halka arz ve borsada işlem görme sürecinin, BİST’da işlem gören gıda perakende sektöründe yer alan şirketlerin kurumsal performansları üzerindeki değişimleri tespit edip, sektöre ışık tutmaktır.

Bu çalışma, halka arzın işletmelere sağladığı faydaları ile halka arzın kısıtları gözönünde bulundurularak, çok boyutlu performans değerlendirme sistemlerinden biri olan Balanced Scorecard performans değerlendirme yöntemi aracılığıyla gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada, 2005 yılından sonra halka açılmış olan ve hisse senetleri BIST’da işlem gören, gıda perakendeciliği sektöründe yer alan beş işletmenin<sup>117</sup> izahname ve yıllık faaliyet raporları kullanılmıştır.

### **3.2.Uygulamanın Metodolojisi, Varsayımları ve Kısıtları**

Uygulamanın analizinde 01.01.2005 – 31.12.2013 yılları arasında halka arz olan ve borsada işlem gören gıda perakende sektöründe yer alan şirketlerin verileri incelenmiştir.

Literatür taraması sonucu, performans ölçüm modelleri incelendiğinde, BSC’nin işletmeleri dört farklı boyutuyla değerlendirmesi ve BSC’nin sadece performans değerlendirme modeli değil, stratejik yönetim modeli de olması nedeniyle, en uygun performans değerlendirme modeli olduğu anlaşılmış ve çalışmamızda bu model kullanılmıştır.

Uygulamada kullanılan verilere ulaşmak için doküman incelemesi yöntemi seçilmiştir. Resmi kanallar<sup>118</sup> kullanılarak, bilgi ve dokümanlar elde edilmiş, ayrıca uygulamaya konu şirketlerin web sitelerinin incelenmesi sonucunda, firmanın performansla ilgili boyut ölçütlerini belirleyecek bilgiler oluşturulmuştur. 2005 ve sonrası dönemlere ait elde edilen verilerle, uygulamaya konu beş şirketin performans göstergeleri oluşturulmuştur. Amaçlar ve ölçümler, BSC’in her bir boyutu için geliştirilen ölçütler tablosu içinde yer almıştır. Bu tablolar içinde her bir boyut açısından ortaya çıkan ve gerçekleşen değerler bulunarak, işletmelerin sektör ortalamaları ile karşılaştırmalı kurumsal performans analizi yapılmıştır.

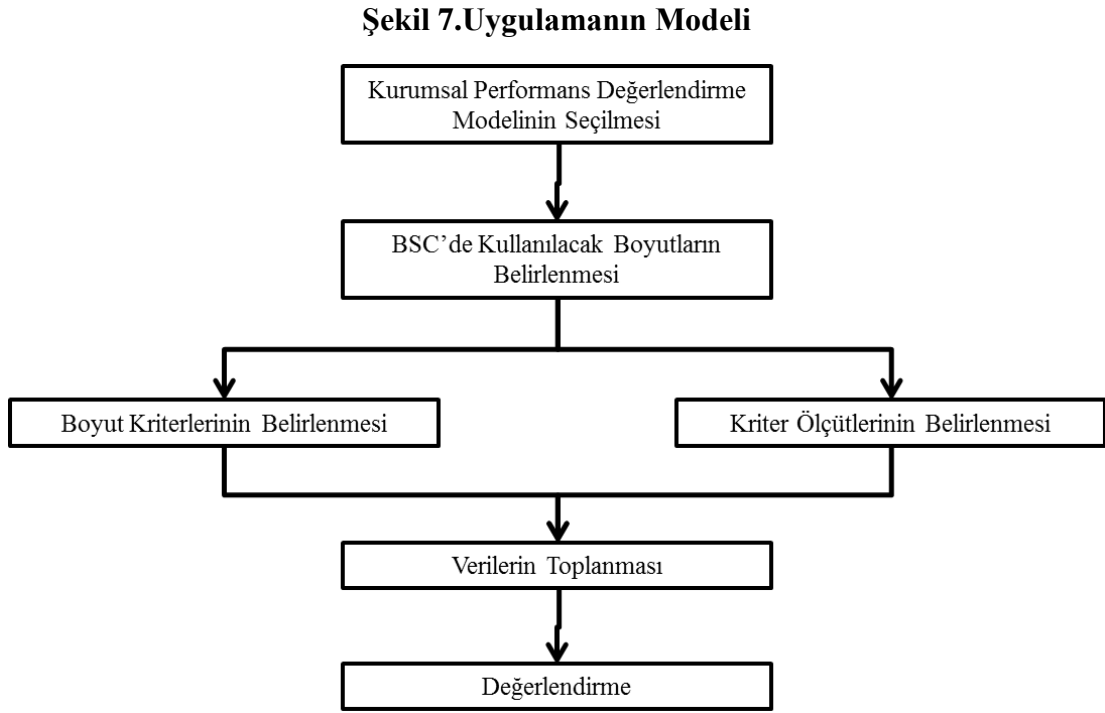
Uygulama verilerinin alındığı BIST, SPK, KAP ve uygulamaya konu şirketlerin resmi internet sitelerinde yer alan, bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporları ve finansal tablolarının, doğru ve gerçeğe uygun veriler olduğu varsayılmıştır.

Uygulama, 2002 – 2013 yılları arasında yer alan verilere odaklanmış, araştırmacının olanakları, analize konu şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş, izahname, faaliyet raporları ve finansal tabloları ile sınırlandırılmıştır.

<sup>117</sup> Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret Anonim Şirketi; BİM Birleşik Mağazalar Anonim Şirketi; Bizim Toptan Satış Mağazaları Anonim Şirketi; Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi; Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi,

<sup>118</sup> KAP, SPK, İlgili şirketlerin resmi web siteleri

Araştırmanın yukarıda anlatıldığı şekliyle oluşturulan modeli Şekil 7.'de yer almaktadır.



### 3.3.Türkiye’de Perakende Sektörü ve Uygulamaya Konu Gıda Perakendecisi İşletmeleri<sup>119</sup>

Perakende, tüketicilere geniş yelpazede ürün çeşitliliği ve hizmetler sunan dinamik bir sektördür. Bünyesinde farklı ürün gruplarında çalışan işletmeleri<sup>120</sup> barındıran sektörde, gıda perakendeciliği büyük bir potansiyele sahiptir. Türkiye’deki perakendecilik, kurumsal ve organize perakendeci şirketlerin etkisi sonucu, 2000’li yıllarda yakaladığı büyüme trendiyle lokomotif ve ülke ekonomisine güç sağlayan en dinamik sektörlerden biri konumuna gelmiştir.

Gıda perakendecileri, discount, süper market, hiper market ve toptancı market formatlarındaki mağazalarıyla hizmet vermektedirler. Format farklılıkları iş modeli ve satış alanı m<sup>2</sup>'sine göre farklılık göstermektedir.

31.12.2013 tarihi itibari ile halka arz olmuş ve hisse senetleri BIST’te işlem gören gıda perakende sektöründe yer alan şirket sayısı sekizdir. Uygulamamızda

<sup>119</sup> Halka arz tarih sıralamasına göre alınmıştır.

<sup>120</sup> Gıda, yiyecek hizmetleri, tekstil, eğlence, elektronik, kırtasiye, beyaz eşya, mobilya, kişisel bakım, ayakkabı, yapı,vb.

verilerini kullanacağımız ve 2005 yılından sonra halka arz olmuş şirket bilgileri aşağıda verilmiştir.

### **3.3.1.Bim**

Faaliyetlerine 1995 yılında 21 mağazayla başlayan Bim, yüksek indirim (discount) modelinin Türkiye'deki ilk temsilcisidir. 15.07.2005 tarihinde hisselerinin %44,12'sini halka arzetti. 2013 sonu itibariyle hisselerinin %69,36'sı halka açıktır.

BİM, 2013 yıl sonu itibariyle Türkiye, Fas ve Mısır ülkeleri olmak üzere toplam mağaza sayısı 4.199, brüt satış alanı 1.650.000 m<sup>2</sup>, personel sayısı ise 24.891 kişidir. Faaliyetine discount formatıyla devam etmektedir.<sup>121</sup>

Tablo 11.'de BİM'in analizde kullanılacak, halka arz öncesi, halka arz ve halka arz sonrası, BSC'nin 4 boyut kriterini ölçümlemede kullanılacak verileri yer almaktadır.

---

<sup>121</sup> BİM, *Hakkımızda*, b.t., <http://www.bim.com.tr/Categories/108/hakkimizda.aspx>, 24/03/2014

**Tablo 11.BİM Verileri**

000.000.-TL.

<b>BİM</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>31.03.2005</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Dönen Varlıklar	79,952	105,185	142,878	159,611	212,088	302,843	370,087	423,062	612,110	814,785	1.074,495	1.257,369	1.575,925
Aktifler	177,618	206,728	252,728	269,220	323,139	472,255	636,441	838,950	1.099,661	1.372,068	1.732,714	2.133,387	2.697,270
Dönem Sonu Stok	51,108	67,196	88,917	79,070	105,632	149,154	184,127	230,858	257,851	335,999	404,643	483,584	638,474
Kısa Vadeli Borçlar	122,387	135,605	157,530	169,046	216,835	311,992	421,983	556,085	693,078	853,070	1.092,881	1.288,960	1.645,954
Ticari Borçlar	114,780	129,747	148,200	159,003	202,512	295,650	388,920	509,445	653,445	798,763	1.019,992	1.198,036	1.457,749
Net Satışlar	926,143	1.125,495	1.393,158	374,939	1.673,077	2.221,616	2.978,384	4.242,412	5.323,390	6.573,951	8.189,135	9.906,367	11.848,841
İadeler	1,955	3,152	5,358	1,139	7,155	10,015	12,728	17,594	20,067	23,663	31,796	41,276	47,368
Sat.Mal.Maliyeti	788,166	939,634	1.158,435	310,179	1.372,787	1.834,978	2.453,377	3.545,782	4.378,501	5.469,272	6.879,805	8.347,153	9.991,510
Brüt Kar	137,977	185,865	234,723	64,760	300,290	386,638	525,007	696,630	944,889	1.104,679	1.309,330	1.559,214	1.857,331
Finansman Gideri	0,585	0,425	0,161	0,195	0,825	0,614	1,240	8,928	1,712	3,657	2,686	5,822	5,623
Net Kar	11,082	17,267	36,506	6,700	30,197	87,102	135,899	143,410	268,571	306,001	377,739	419,484	526,052
Toplam Alışlar	782,278	955,576	1.175,019	310,752	1.392,718	1.875,074	2.480,919	3.609,058	4.404,686	5.546,540	6.947,765	8.424,721	10.145,034
Paz.Satış Gid.	122,145	141,974	178,386	48,786	209,922	260,402	340,712	475,760	593,992	708,805	835,662	1.015,053	1.197,385
Gen.Yön.Gid	29,897	31,503	35,913	9,910	39,607	47,210	56,314	74,938	92,188	104,358	126,214	146,509	174,820
Amortisman Gideri	18,984	18,478	22,993	6,209	23,727	25,847	32,674	43,313	55,475	64,837	76,980	93,552	110,750
Kira	33,286	36,732	42,852	11,721	49,997	62,987	83,006	114,974	149,613	176,154	208,761	248,148	289,322
Personel Gideri	54,012	66,349	87,296	24,262	105,871	132,281	173,722	242,593	313,958	371,661	441,878	540,479	646,616

EBITDA	30,651	36,170	59,660	13,104	54,749	113,563	169,813	195,651	325,758	374,495	457,405	518,858	642,425
Cari Enflasyon	29,70	18,40	9,35	0,83	7,72	9,65	8,39	10,06	6,53	6,40	10,45	6,16	7,40
Hisse Adedi	-	-	-	25.300.000	25.300.000	25.300.000	25.300.000	25.300.000	25.300.000	25.300.000	25.300.000	25.300.000	25.300.000
Hisse Senedi Değeri	-	-	-	1,98	11,17	25,00	35,00	32,25	69,50	105,00	105,00	174,50	173,60
Mağaza Sayısı	767	921	1.077	1.097	1.194	1.454	1.734	2.285	2.628	2.951	3.289	3.655	4.199
Satış Alanı (M <sup>2</sup> )	218.664	262.568	307.042	315.388	343.275	418.025	498.238	656.650	755.550	848.413	945.588	1.050.813	1.150.000
Müşteri Sayısı	143.588.062	174.495.349	215.993.488	58.130.078	259.364.897	303.747.659	370.815.509	472.415.595	593.444.512	701.209.983	798.226.837	915.150.405	1.024.503.941
Personel Sayısı	3.922	4.762	5.762	6.205	6.667	7.903	9.981	12.769	14.541	16.508	18.715	20.922	23.648

### 3.3.2.Uyum

Uyum Gıda A.Ş. 1998 yılında süper market formatıyla kurulmuştur. 22 Kasım 2010 tarihinde şirket, sahip olduğu kurumsal alt yapı sayesinde başarılı bir halka arz süreci gerçekleştirerek, sermayesinin %30'unu halka açtı. Halka açılma sürecinden beri, Uyum Gıda A.Ş.'nin hisseleri, Borsa İstanbul'da (BIST) işlem görüyor. Uyum halka açılan ilk yerel perakende zinciri olmuştur.

2012 yılının Kasım ayında hisselerinin %47,32'si Makro Market A.Ş.'ye devredilmiştir.

2013 yılı sonu itibariyle toplam mağaza sayısı 62, toplam net satış alanı 50.300 m<sup>2</sup>, personel sayısı ise 1.723 kişidir. Faaliyetine süper market formatıyla devam etmektedir.<sup>122</sup>

Tablo 12.'de Uyum'un analizde kullanılacak, halka arz öncesi, halka arz ve halka arz sonrası, BSC'nin 4 boyut kriterini ölçümlemede kullanılacak verileri yer almaktadır.

---

<sup>122</sup> Uyum, *Hakkımızda*, b.t., <http://www.uyum.com/Kurumsal/Hakkimizda>, 24/03/2014

**Tablo 12.Uyum Verileri**

000.000.-TL.

<b>UYUM</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>30.09.2010</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Dönen Varlıklar	10,371	13,528	23,244	47,515	90,432	95,079	101,881	101,305
Aktifler	32,858	39,766	66,583	98,100	143,438	187,208	194,128	189,600
Dönem Sonu Stok	6,780	6,762	16,376	22,169	28,849	52,076	84,359	83,127
Kısa Vadeli Borçlar	24,106	28,373	34,266	45,687	46,650	91,773	123,429	135,497
Ticari Borçlar	18,917	19,191	22,023	30,111	25,213	52,214	78,313	85,223
Net Satışlar	124,165	153,180	172,131	139,487	188,736	250,964	335,097	390,562
İadeler	0,424	0,519	0,605	0,502	0,742	0,898	1,474	2,779
Sat.Mal.Maliyeti	95,579	117,307	132,914	105,772	144,591	192,038	250,512	291,846
Brüt Kar	28,586	35,873	39,217	33,714	44,146	58,926	84,244	98,716
Finansman Gideri	1,782	3,109	4,520	3,675	4,747	7,687	12,442	8,337
Net Kar	2,551	1,717	5,298	0,463	-0,842	-11,577	-16,808	1,985
Toplam Alışlar	97,145	116,322	141,261	111,565	157,063	215,266	282,794	290,614
Paz.Satış Gid.	20,147	25,873	32,779	25,030	36,004	55,937	80,226	80,951
Gen.Yön.Gid	4,582	5,517	4,573	5,312	6,377	11,743	16,467	13,700
Amortisman Gideri	2,610	3,490	3,800	3,122	4,210	5,127	7,714	10,217
Kira	3,380	4,841	6,043	4,943	6,730	10,002	15,955	19,774
Personel Gideri	10,774	14,019	17,128	13,083	22,619	36,370	41,501	38,060

EBITDA	6,943	8,317	13,619	7,261	8,116	1,236	3,348	20,539
Cari Enflasyon	8,39	10,06	6,53	6,40	6,40	10,45	6,16	7,40
Hisse Adedi	-	-	-	20.000.000	20.000.000	20.000.000	60.000.000	60.000.000
Hisse Senedi Değeri	-	-	-	8,75	8,14	6,66	2,19	1,72
Mağaza Sayısı	27	30	31	33	33	44	55	62
Satış Alanı (M <sup>2</sup> )	18.991	22.279	21.524	23.074	23.754	31.959	40.283	50.300
Müşteri Sayısı	10.347.083	12.765.000	14.344.250	9.963.347	12.761.280	15.469.610	19.411.401	20.336.311
Personel Sayısı	814	1.024	1.002	1.075	1.116	1.650	1.728	1.780



### 3.3.3.Kiler

Kiler Alışveriş, 1994 yılında Kiler Ailesi tarafından İstanbul'da, süper market formatıyla kurulmuştur. 30 Aralık 2010 tarihinde halka arz edilmiş, 2011 yılında da hisse senetleri borsaya kote olmuştur. Kiler, temel ihtiyaç maddelerinin perakende satışını yapmaktadır. 31.12.2013 tarihi itibarıyla toplam mağaza sayısı 276, personel sayısı ise 5.119 kişidir. Faaliyetine süper market formatıyla devam etmektedir.<sup>123</sup>

Tablo 13.'te Kiler'in analizde kullanılacak, halka arz öncesi, halka arz ve halka arz sonrası, BSC'nin 4 boyut kriterini ölçümlemede kullanılacak verileri yer almaktadır.

**Tablo 13.Kiler Verileri**

000.000.-TL.

<b>KİLER</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Dönen Varlıklar	146,803	228,197	274,825	355,180	436,675	491,889	449,157
Aktifler	302,157	393,595	508,953	602,636	736,480	789,943	742,957
Dönem Sonu Stok	63,641	127,765	161,073	204,162	278,129	317,926	345,843
Kısa Vadeli Borçlar	190,865	230,143	305,556	316,083	405,974	485,414	504,672
Ticari Borçlar	122,983	141,081	157,715	145,391	146,198	208,677	229,583
Net Satışlar	648,718	689,026	770,076	771,218	780,528	943,573	1.014,228
İadeler	5,871	6,525	8,253	8,944	10,959	6,712	6,328
Sat.Mal.Maliyeti	540,364	538,152	567,820	554,047	543,017	692,606	751,187
Brüt Kar	108,354	150,874	202,256	217,171	237,511	250,967	263,041
Finansman Gideri	12,842	50,846	38,740	50,592	63,272	46,850	57,553
Net Kar	-0,008	-0,035	17,155	13,727	-14,563	9,479	-26,486
Toplam Alışlar	-	602,276	601,128	597,136	616,984	732,403	779,104
Paz.Satış Gid.	94,846	119,935	129,547	139,519	161,954	179,486	185,333
Gen.Yön.Gid	16,144	27,935	25,171	37,377	36,990	39,480	35,829
Amortisman Gideri	8,558	11,965	13,270	18,533	18,798	18,289	17,630
Kira	18,596	26,430	35,020	34,008	39,772	43,055	45,395
Personel Gideri	37,033	50,596	49,568	59,106	69,534	83,089	88,778

EBITDA	21,392	62,776	69,165	82,852	67,507	74,618	48,697
Cari Enflasyon	8,39	10,06	6,53	6,40	10,45	6,16	7,40
Hisse Adedi	-	-	-	20.193.000	20.193.000	20.193.000	20.193.000
Hisse Senedi Değeri	-	-	-	6,10	2,86	2,93	1,32
Mağaza Sayısı	138	161	162	173	195	202	208
Satış Alanı (M <sup>2</sup> )	124.988	155.260	149.509	153.624	166.387	168.353	169.906
Müşteri Sayısı	48.411.791	51.419.851	57.468.358	57.553.582	55.752.000	61.671.438	60.370.714
Personel Sayısı	4.209	5.402	4.504	4.595	5.017	5.337	5.119

<sup>123</sup> Kiler, *Tarihçe*, b.t., <http://www.kiler.com.tr/kurumsal/tarihce.aspx>, 24/03/2014

### 3.3.4. Bizim Toptan

2001 yılında toptan mağaza formatında kurulan ve 2002 yılında faaliyetlerine başlayan Bizim Toptan, kuruluşundan 2006 yılına kadar franchising iş modeli altında faaliyetlerine devam etmiştir. 2006 yılında iş modeli yeniden gözden geçirilmiş ve mağazalarının franchising iş modeli ile işletilmesine son verilerek, tümü Şirket'in kendisi tarafından işletilmeye başlanmıştır. 2011 yılı Ocak ayında halka arz işlemini sonuçlandırmış ve şirketin hisse senetleri 03 Şubat 2011 tarihinde BIST'da işlem görmeye başlamıştır. 2013 yıl sonu itibariyle mağaza sayısı 152, toplam net satış alanı 153.715 m<sup>2</sup>, personel sayısı 1.831 kişidir. Faaliyetine toptan mağaza formatıyla devam etmektedir.<sup>124</sup>

Tablo 14.'te Bizim Toptan'ın analizde kullanılacak, halka arz öncesi, halka arz ve halka arz sonrası, BSC'nin 4 boyut kriterini ölçümlemede kullanılacak verileri yer almaktadır.

---

<sup>124</sup> BT, *Tarihçe*, b.t., <http://www.bizimtoptan.com.tr/tr-TR/Page/Show/255/sirket-tarihi-ve-is-tanimi.html#.U6xpV8RdWSo>, 24/03/2014

**Tablo 14.Bizim Toptan Verileri**

000.000.-TL.

<b>BİZİM TOPTAN</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Dönen Varlıklar	139,335	198,948	174,444	232,027	213,613	276,440	362,082
Aktifler	165,559	239,151	214,970	279,647	297,544	390,091	459,971
Dönem Sonu Stok	66,381	85,401	88,683	128,081	118,090	200,762	234,695
Kısa Vadeli Borçlar	132,179	197,241	159,105	195,029	195,478	265,553	318,450
Ticari Borçlar	126,352	169,430	150,306	185,942	181,095	246,961	308,129
Net Satışlar	1.040,089	1.264,274	1.237,077	1.451,843	1.732,972	1.973,854	2.246,842
İadeler	1,658	1,305	1,921	2,259	1,919	1,726	1,999
Sat.Mal.Maliyeti	967,286	1.172,170	1.133,093	1.326,484	1.585,457	1.803,037	2.049,443
Brüt Kar	72,803	92,105	103,984	125,360	147,515	170,818	197,399
Finansman Gideri	22,580	38,070	24,242	18,983	21,291	10,157	4,507
Net Kar	24,600	33,800	44,700	35,602	37,388	32,551	47,024
Toplam Alışlar	-	1.191,189	1.136,376	1.365,882	1.575,466	1.885,708	2.083,376
Paz.Satış Gid.	42,037	51,792	54,028	61,547	76,484	93,333	118,851
Gen.Yön.Gid	11,912	13,696	13,200	16,395	17,623	18,738	22,449
Amortisman Gideri	5,016	6,902	7,699	7,180	9,240	10,404	12,957
Kira	10,906	14,298	16,488	18,609	21,978	26,302	31,764
Personel Gideri	19,551	25,559	27,407	34,220	40,610	48,917	61,541

EBITDA	52,196	78,772	76,640	61,764	67,920	53,113	64,489
Cari Enflasyon	8,39	10,06	6,53	6,40	10,45	6,16	7,40
Hisse Adedi	-	-	-	40.000.000	40.000.000	40.000.000	40.000.000
Hisse Senedi Değeri	-	-	-	25,74	18,36	27,54	23,65
Mağaza Sayısı	90	97	92	109	124	137	152
Satış Alanı (M <sup>2</sup> )	77.508	86.245	84.784	96.470	113.185	131.804	153.715
Müşteri Sayısı	159.327	193.669	189.503	194.000	228.000	330.000	445.000
Personel Sayısı	1.040	1.097	1.105	1.232	1.401	1.607	1.831

### 3.3.5.Adese

1991 yılında süper market formatıyla faaliyetlerine başlayan Adese, 03.11.2011 tarihinde Borsa İstanbul'a girmiştir. 2013 yıl sonu itibariyle toplam mağaza sayısı 135, toplam net satış alanı 132.756 m<sup>2</sup>, personel sayısı 2.708 kişidir. Faaliyetine süper market formatıyla devam etmektedir.<sup>125</sup>

2009 yılının Mart ayında Prestij marketler topluluğunun 11 mağazasını varlık devri yöntemiyle bünyesine dahil etmiş, 2013 yılının Nisan ayında ise yine aynı yöntemle 12 Prestij markalı marketlerini Happy Center'a devrederek bünyesinden çıkarmıştır.

Tablo 15.'te Adese'nin analizde kullanılacak, halka arz öncesi, halka arz ve halka arz sonrası, BSC'nin 4 boyut kriterini ölçümlemede kullanılacak verileri yer almaktadır.

<sup>125</sup> Adese, *Tarihçe*, b.t., <http://www.adese.com.tr/Kurumsal.aspx?page=Tarihce>, 24/03/2014

**Tablo 15.Adese Verileri**

000.000.-TL.

<b>ADESE</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>30.06.2011</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Dönen Varlıklar	87,655	110,326	127,667	150,102	204,158	204,834	226,317
Aktifler	464,638	529,134	538,431	557,132	603,855	620,728	661,407
Dönem Sonu Stok	45,431	65,236	75,742	91,622	100,809	111,861	113,410
Kısa Vadeli Borçlar	49,532	53,506	49,573	204,318	196,528	192,276	204,314
Ticari Borçlar	81,907	103,384	96,620	90,550	87,325	114,947	113,404
Net Satışlar	459,534	521,426	540,801	287,710	610,574	618,071	588,506
İadeler	2,984	3,223	3,586	1,660	3,539	3,407	3,111
Sat.Mal.Maliyeti	359,198	408,022	423,663	217,506	457,458	471,822	463,202
Brüt Kar	100,336	113,404	117,138	70,204	153,116	146,250	125,305
Finansman Gideri	13,027	10,953	9,075	8,179	22,325	12,354	8,196
Net Kar	15,036	-2,858	7,217	2,246	7,936	12,428	19,093
Toplam Alışlar	-	427,827	434,169	233,386	466,645	482,875	464,751
Paz.Satış Gid.	69,289	92,224	96,429	50,840	108,323	120,683	121,693
Gen.Yön.Gid	17,830	22,444	25,946	11,326	24,012	21,526	25,407
Amortisman Gideri	6,298	11,408	10,108	4,825	10,105	13,079	9,091
Kira	0,000	0,160	0,030	8,528	17,450	19,107	13,164
Personel Gideri	37,644	48,781	52,558	25,880	57,515	63,854	55,305

EBITDA	34,360	19,502	26,400	15,250	40,366	37,861	36,380
Cari Enflasyon	10,06	6,53	6,40	10,45	10,45	6,16	7,40
Hisse Adedi	-	-	-	30.000.000	30.000.000	30.000.000	30.000.000
Hisse Senedi Değeri	-	-	-	7,37	5,06	5,02	12,06
Mağaza Sayısı	130	131	119	134	140	141	135
Satış Alanı (M <sup>2</sup> )	92.396	96.700	80.453	93.799	98.609	89.046	77.334
Müşteri Sayısı	27.031.412	30.672.118	31.811.824	16.924.118	35.916.131	36.357.147	35.000.000
Personel Sayısı	2.733	3.643	3.489	3.636	3.794	3.216	2.676

### 3.4.Balanced Scorecard Boyutlarının Kriterleri ve Ölçütleri

Tablo 16.'da, uygulamaya konu beş işletmenin performans değerlendirmesi için kullanacağımız BSC boyutları ve ölçüm kriterleri yer almaktadır. Belirlenen ölçüm kriterleri yardımıyla, uygulamada kullanılacak BSC oluşturularak, finansal boyut ile finansal olmayan boyutlar arasındaki ilişkiler ortaya çıkartılacaktır. Performans değerlendirmede hedef olarak sektör ortalamaları baz alınacak, kriterler iyileşme gösterdiğinde olumlu, sektör ortalamalarının üzerinde gerçekleştiğinde başarılı sayılacaktır.

**Tablo 16.Balanced Scorecard Boyutlarının Kriterleri**

BOYUTLAR	KRİTERLER						
FİNANSAL BOYUT (F)	Karlılık	Satışlar	Büyüme	Nakit dönüş süresi	Cari oran	Borç ödeme gün sayısı	Piyasa değeri
MÜŞTERİ BOYUTU (M)	Müşteri sadakati	Ürün memnuniyeti	Sepet payı				
ŞİRKET İÇİ İŞLEMLER BOYUTU (S)	Mağaza sayısı	Kategori yönetimi	Gider yönetimi	Operasyonel verimlilik			
ÖĞRENME VE GELİŞME BOYUTU (O)	Çalışan performansı						

Perakende sektöründe önemli olan ve işletmelerin kurumsal performanslarını değerlendirebileceğimiz, BSC boyut kriterleri için belirlenen ölçütler Tablo 17.'de yer almaktadır.

**Tablo 17.Balanced Scorecard Boyut Kriterlerinin Ölçütleri**

Boyut	Kriter	Ölçütler
F1.1	Karlılık	Net Kar Marjı
F1.2		Brüt Kar Marjı
F2	Satışlar	Satışlardaki değişim
F3.1	Büyüme	Cari enflasyon üzerinde büyüme
F3.2		
F3.3		
F3.4		
F4	Nakit dönüş süresi	Stok bekleme günü
F5	Cari oran	Cari oran değişimi
F6	Borç ödeme gün sayısı	Borç ödeme gün sayısı değişimi
F7	Piyasa değeri	Şirketin piyasa değeri
M1.1	Müşteri sadakati	Müşteri devamlılığı
M1.2		
M2	Ürün memnuniyeti	İade oranı
M3	Sepet payı	Sepet ortalaması
S1.1	Mağaza sayısı	Mağaza sayısı
S1.2		Satış alanı (M <sup>2</sup> )
S2	Kategori yönetimi	Satışlardaki brüt kar marjları
S3.1	Gider yönetimi	Gider oranı
S3.2		
S3.3		
S3.4		
S4	Operasyonel verimlilik	EBITDA oranı
O1.1	Çalışan performansı	Personel başına günlük satış miktarı
O1.2		Personel başına düşen alan miktarı

### 3.5.Boyut Ölçütlerine Göre Sonuçların Değerlendirilmesi ve Bulgular

Çalışmamıza konu beş şirket için, BSC boyutları bazında belirlenen ölçüt kriterlerine göre ulaşılan bulgular ve bulgulara dair değerlendirmeler aşağıda yer almaktadır.

Şirketlerin analizleri yapılırken halka arz öncesi ve halka arz sonrası olarak 2 döneme bakılmıştır. Bununla birlikte, hisse devri söz konusu olan şirketlerin hisse devri dönemleri de göz önünde bulundurulmuştur.

#### 3.5.1.Finansal Boyut

Finansal boyut verileri oluşturulurken sektör baz alınarak belirlenen, perakende sektörünün en önemli finansal göstergeleri Tablo 18.'de yer almaktadır. Seçilen göstergeler, bağımsız ve diğer verilerle ilişkilendirilmiş, kriterler, Tablo 22.'de yer alan analiz sonuçlarına göre değerlendirilmiştir.

**Tablo 18.Finansal Boyut Kriterleri, Ölçütleri ve Ölçümleri**

Boyut	Kriter	Ölçütler	Ölçüm
F1.1	Karlılık	Net Kar Marjı	Net Kar/Satışlar
F1.2		Brüt Kar Marjı	Brüt kar/ Satışlar
F2	Satışlar	Satışlardaki değişim	Satışlardaki artış oranı
F3.1	Büyüme	Cari enflasyon üzerinde büyüme	Cari enflasyon
F3.2			Aktiflerdeki değişim oranı
F3.3			Satışlardaki değişim
F3.4			Kardaki değişim
F4	Nakit dönüş süresi	Stok bekleme günü	İlgili dönem/stok devir hızı, SDH=SMM/DSS
F5	Cari oran	Cari oran değişimi	Dönen varlıklar/Kısa vadeli borçlar
F6	Borç ödeme gün sayısı	Borç ödeme gün sayısı değişimi	Gün sayısı/Borç devir hızı BDH= Toplam alışlar/Ticari borçlar BDH=Alışlar/Ticari borçlar Alışlar=SMM-DBS+DSS
F7	Piyasa değeri	Şirketin piyasa değeri	Hisse adedi*hisse senedi değeri

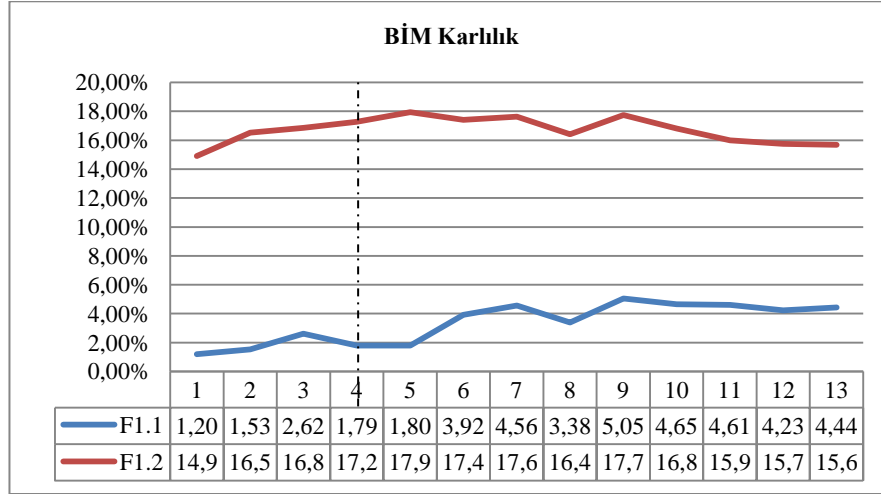
#### 3.5.1.1.Karlılık

Tablo 22.'deki F1.1 ve F1.2 boyutları, karlılık kriterini oluşturan ölçütler ve ölçümleri içermektedir.

Gıda perakende sektöründe ortalama net kar marjı, toptan mağazacılıkta %2, diğer formatlarda %4'tür. Ortalama brüt kar marjı ise, toptan mağazacılıkta %8,

discount formatlarında %15-16 aralığında, süper market formatında ise %23-24 aralığında seyretmektedir. Sektör ortalamaları baz alınarak, şirketlerin karlılık kriteri değerlendirilmesi yapıldığında, aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

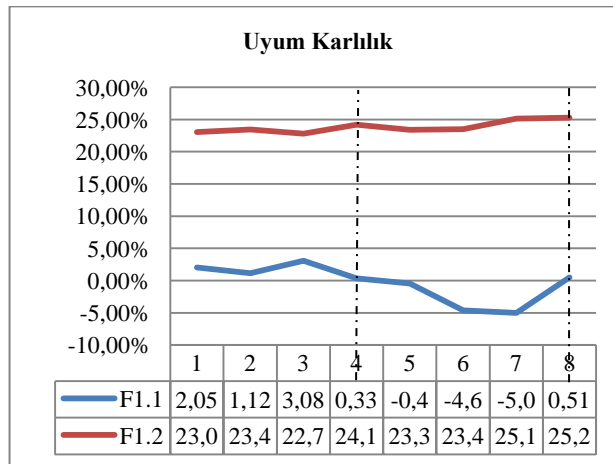
**Grafik 1.BİM'in Karlılık Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- BİM'in karlılığı halka arz öncesi ve sonrası istikrarlı bir şekilde artmış ve sektör ortalamalarında seyretmiştir.
- Halka arzla birlikte, BİM'in sektör ortalamasının altında kalan karlılık performansı olumlu etkilenerek sektör ortalamasının üzerinde seyretmiştir.

**Grafik 2.Uyum'un Karlılık Grafiği**



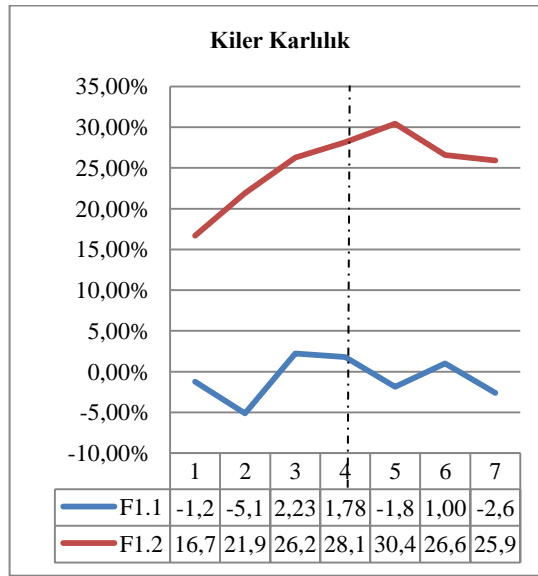
Grafik üzerindeki kesik çizgiler halka arz ve hisse devri dönemlerini göstermektedir.

- Uyum'un karlılığı halka arz öncesi pozitif seviyelerdeyken, halka arzla birlikte aktiflerin ve giderlerin artması sonucu net kar marjı negatife dönmüş,

bununla birlikte brüt kar marjında istikrarlı bir artış izlenmiştir. Net kar marjı sektör ortalamalarının oldukça altında kalırken, brüt karlılığı sektör ortalaması ve ortalamanın üzerinde bir performans sergilemiştir.

- Halka arzla birlikte, Uyum'un sektör ortalamasında seyreden brüt karlılığı olumlu etkilenerek sektör ortalamalarının üzerine çıkmış ancak net karlılığı, yeni yatırımların sonucu olarak amortisman giderlerinin artması ve gider yönetiminin iyi olmaması sonucu olumsuz etkilenmiştir.

**Grafik 3.Kiler'in Karlılık Grafiği**

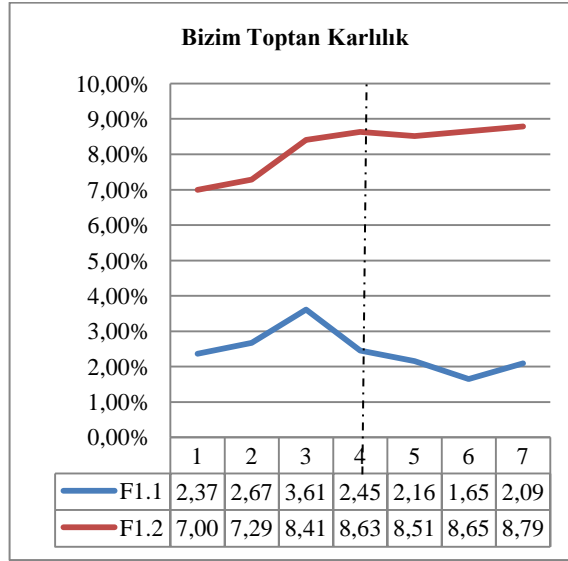


Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Kiler'in net kar marjı halka arz öncesi kötü durumdayken halka arz ve sonrasında pozitif seyretmiş ancak aktiflerinin de artmasıyla istikrarı yakalayamayıp eksiye dönmüştür. Brüt kar marjı ise halka arz ve öncesinde istikrarlı bir artış göstermiştir. Net kar marjı sektör ortalamasının altında kalırken, brüt kar marjı sektör ortalamasının üzerinde bir performans sergilemiştir.
- Halka arzla birlikte, Kiler'in sektör ortalamasında seyreden brüt karlılığı olumlu etkilenerek sektör ortalamalarının üzerine çıkmış ancak net karlılığı olumsuz etkilenmiştir.



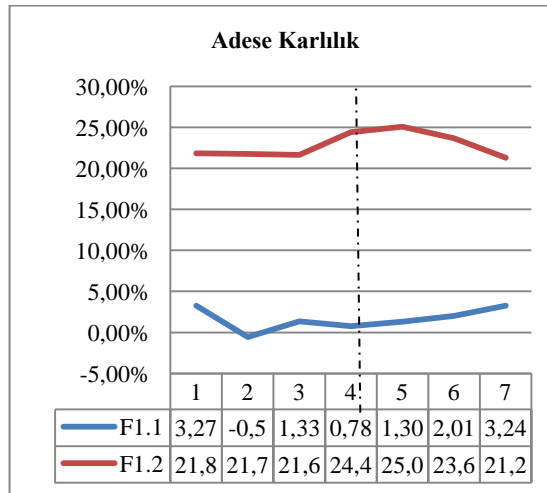
**Grafik 4.Bizim Toptan'ın Karlılık Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Bizim Toptan'ın karlılığı halka arz öncesi ve sonrası istikrarlı bir şekilde artmıştır. Karlılığı sektör ortalamalarının üzerinde bir performans sergilemiştir.
- Halka arzla birlikte, Bizim Toptan'ın sektör ortalaması altında seyreden brüt karlılık performansı olumlu etkilenerek sektör ortalamasının üstünde seyretmiştir. Net karlılığı stabil denebilecek durumdadır.

**Grafik 5.Adese'nin Karlılık Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Adese'nin net kar marjı halka arz öncesi istikrarsızken, halka arzla birlikte istikrarlı olarak artmıştır. Brüt kar marjı ise halka arz öncesi ve sonrası

istikrarlı bir şekilde artmıştır. Net kar marjı sektör ortalamasına yaklaşırken, brüt kar marjı sektör ortalamasında seyretmiştir.

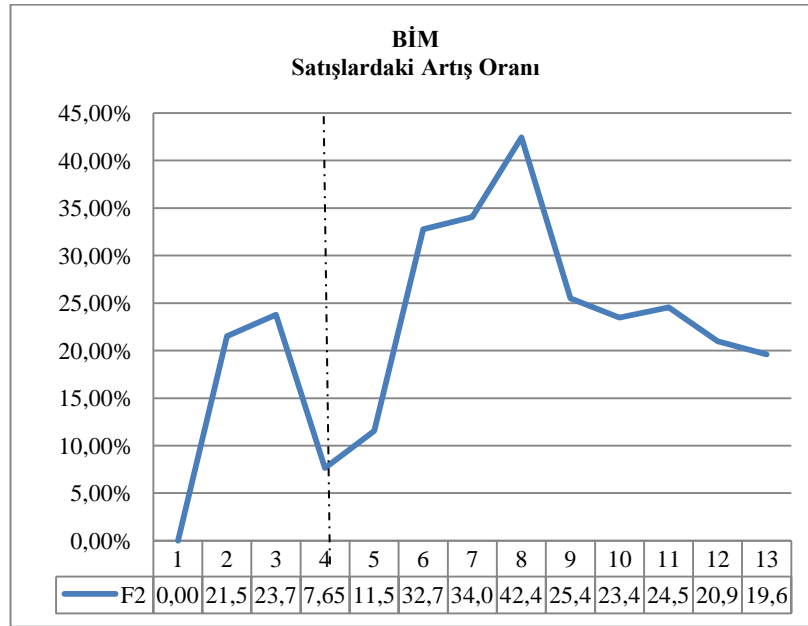
- Halka arzla birlikte, Adese'nin karlılık performansı olumlu etkilenmiş ancak net kar marjı, sektör ortalamasının altında kalmıştır.

Genel olarak bakıldığında halka arz, gıda perakende şirketlerinin brüt karlılığına olumlu etki yaparken, halka arzla birlikte elde edilen kazancın ve giderlerin doğru yönetilmemesiyle bağlantılı olarak net karlılığını olumsuz etkilemektedir.

### 3.5.1.2.Satışlar

Tablo 22.'deki F2 boyutu, satışlar kriterini oluşturan ölçüt ve ölçümleri içermektedir. Şirketlerin satışlarındaki artış oranı değerlendirildiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

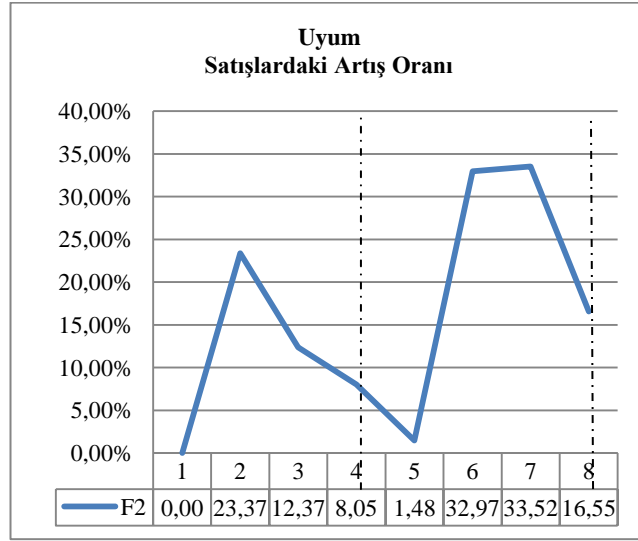
**Grafik 6.Bim'in Satışlarındaki Artış Oranı Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- BİM'in satışları halka arz öncesi ve sonrası istikrarlı bir şekilde artmıştır.

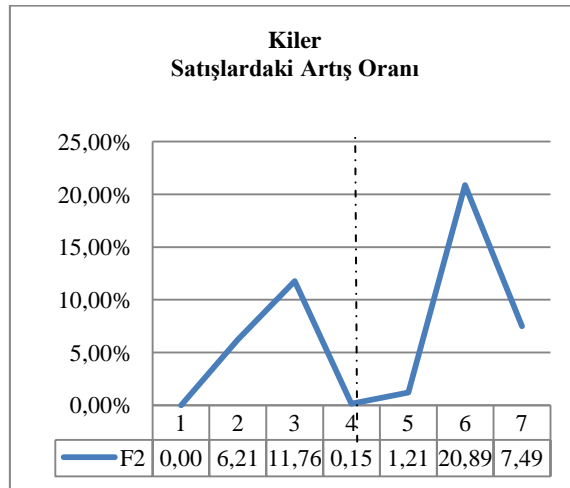
**Grafik 7.Uyum'un Satışlarındaki Artış Oranı Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgiler halka arz ve hisse devri dönemlerini göstermektedir.

- Uyum'un satışlarındaki artış oranı halka arz öncesi ve sonrası istikrarlı bir şekilde artarken, şirketin hisse devriyle birlikte satışlardaki istikrarlı artış oranı duraklamış olmakla birlikte, artış devam etmiştir.

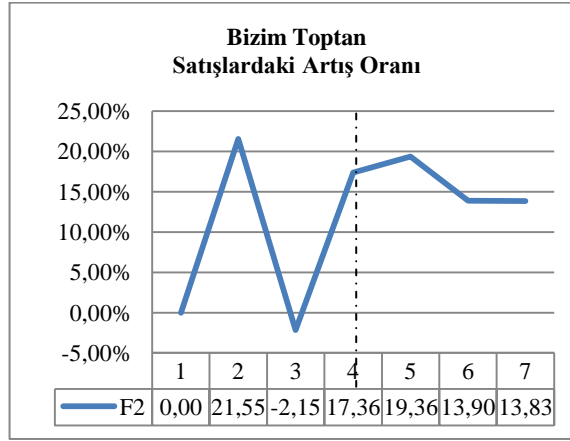
**Grafik 8.Kiler'in Satışlarındaki Artış Oranı Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Kiler'in satışlarındaki artış oranı halka arzla birlikte ciddi şekilde artmıştır.

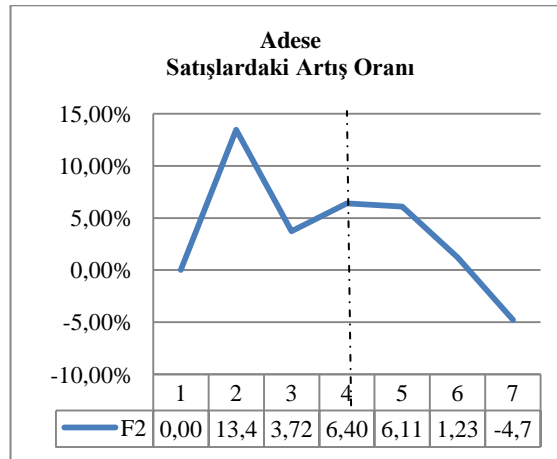
### Grafik 9. Bizim Toptan'ın Satışlarındaki Artış Oranı Grafiği



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Bizim Toptan'ın satışlarındaki artış oranı halka arzla birlikte ivme kazanmıştır.

### Grafik 10. Adese'nin Satışlarındaki Artış Oranı Grafiği



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

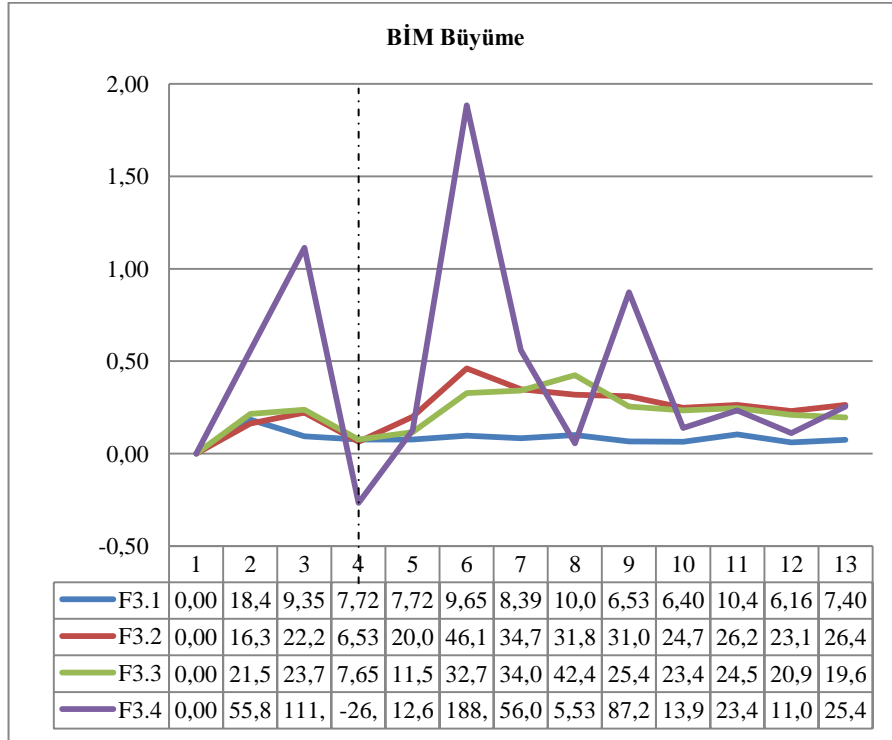
- Adese'nin satışlarındaki artış oranı halka arz döneminde pozitif ivme kazanırken, halka arz döneminden sonra negatif bir ivme kazanmıştır.

Genel olarak bakıldığında halka arz, Adese haricindeki tüm şirketlerin satışlarındaki artış oranını olumlu etkilemişken, Adese'nin satışlarındaki artış oranında olumsuz bir etkilenme söz konusudur. Bunun önemli nedeni, Adese'nin 2013 yılında mağaza sayısı ve satış alanı m<sup>2</sup>'sinin azalmış olması sonucu hem müşteri sayısının hem de satışlarının azalmasıdır.

### 3.5.1.3.Büyüme

Tablo 22.'deki F3.1, F3.2, F3.3 ve F3.4 boyutları, büyüme kriterini oluşturan ölçüt ve ölçümleri içermektedir. F3.1 boyutu, ilgili yıllarda ülkedeki cari enflasyon rakamlarını içermektedir. F3.2, F3.3 ve F3.4 boyut kriterleri F3.1 boyut kriteri ile kıyaslanarak şirketlerin büyümeyle ilişkin değerlendirilmesi yapılmıştır.

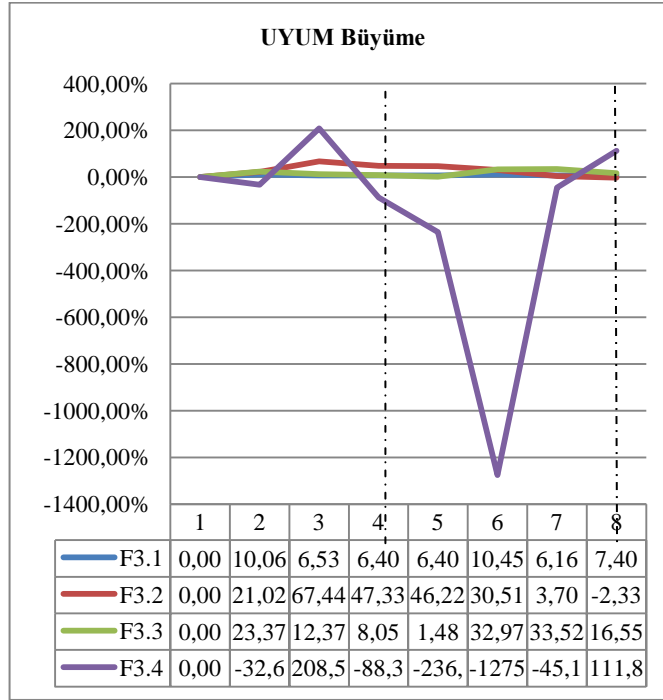
**Grafik 11.BİM'in Büyüme Oranı Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- BİM, halka açılmadan önce satışlarda ortalama %20 büyüme hızı ile büyürken, halka açılma sonrası büyüme hızını %30'ların üstüne çıkarmıştır. 3 yıl arka arkaya %30'un üstünde büyüyünce, 2009 yılında ciro, halka açılma yılı olan 2005 cirosunun 3,18 katına çıkmış. (1,673 M TL – 5.323 M TL) Büyüklük belli bir düzeye ulaştınca, karlılık sektör ortalamalarını yakalamış ve sonraki yıllarda %4 - %5 aralığında seyretmeye başlamıştır. Büyüme grafiğine bakıldığında da, tüm kriterler cari enflasyonun üzerinde seyretmiştir. Halka arz büyümeyle olumlu etkilemiştir.

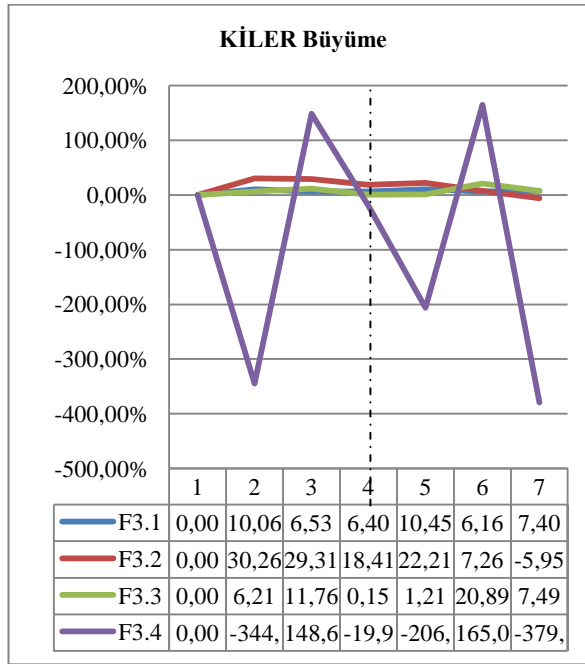
**Grafik 12.Uyum'un Büyüme Oranı Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgiler halka arz ve hisse devri dönemlerini göstermektedir.

- Uyum, halka arzdan önce satışlarda ortalama %15 olan büyüme hızını, halka arzdan sonra ortalama %28'lere çıkarmıştır. Büyüme grafiğine bakıldığında da, satışlardaki büyüme hızında gerçekleşen olumluluk aktiflerde de görülmektedir. Kardaki değişim oranı net kar marşu oranı ile bağlantılı olarak cari oranın aşağısında seyretmiştir. Kardaki değişim oranı dışındaki tüm kriterler halka arzla birlikte olumlu performans sergilemiştir. Hisse devri ile birlikte satışlardaki ve aktiflerdeki değişim negatif etkilenmiştir.

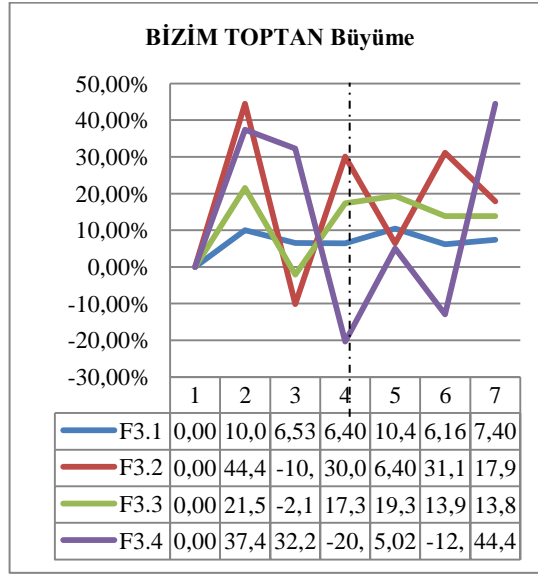
**Grafik 13.Kiler'in Büyüme Oranı Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Kiler’de halka arzdan önce de halka arzdan sonrada büyüme yok. Grafikte de görüleceği gibi, sadece aktiflerdeki artış cari enflasyonun üzerinde gerçekleşmiştir. Halka arzın büyüme performansına etkisi olumsuz olmuştur. Bu olumsuzluğun nedenini saptamak için aktiflerdeki artış, borçtaki ve finansman giderindeki azalış incelendiğinde, aktiflerdeki artışın yeterli olmadığı, borçların azalmak yerine istikrarlı olarak arttığı, finansman giderinin azalmadan stabil olarak devam ettiği tespit edilmiştir. Bu durum halka arzdan elde edilen gelirin büyümede kullanılmadığını göstermektedir. Dolayısıyla halka arzın bu şirketin büyüme performansını olumsuz etkilediğini söylemek doğru olmayacaktır.

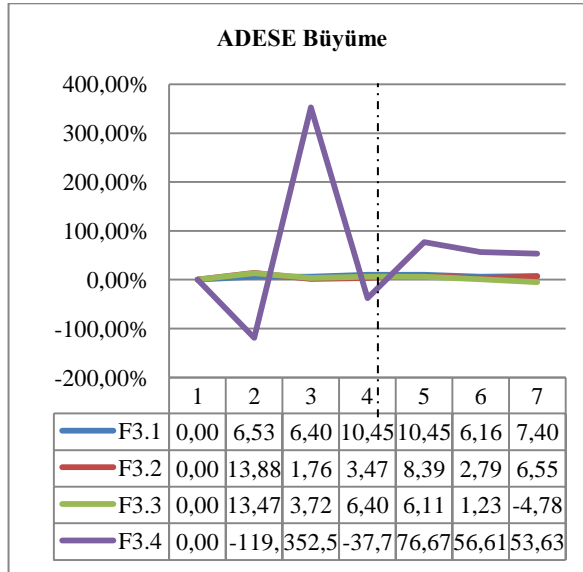
**Grafik 14. Bizim Toptan'ın Büyüme Oranı Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Bizim Toptan'da halka arzdan önceki 3 yıl içinde sadece 2008 yılında satışlarda büyüme var iken, halka arz sonrası her yıl istikrarlı bir büyüme gerçekleşmiştir. Grafikte de görüleceği gibi, halka arzdan önce cari enflasyon oranının altında seyreden rakamlar, halka arzla birlikte iyileşmeye başlamış ve devam etmiştir. Halka arzdan elde edilen gelir büyümede kullanılmıştır. Aktifler artmış, finansman gideri neredeyse sıfır seviyesine gelmiştir.

**Grafik 15. Adese'nin Büyüme Oranı Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.



- Adese halka arzla birlikte kar etmeye başlamıştır. Garfikte de görülebileceği gibi diğer büyüme kriterlerinde önemli bir değişiklik meydana gelmemiştir. Adesenin büyüme performansı halka arz sonrası stabil kalmıştır.

Genel olarak bakıldığında halka arz, şirketlerin büyüme performanslarına olumlu etki etmiştir.

#### 3.5.1.4.Nakit Dönüş Süresi

Tablo 22.'deki F4 boyutu, nakit dönüş süresi kriterini oluşturan ölçüt ve ölçümü içermektedir. Perakende sektöründe nakit dönüş süresi önemli bir performans kriteri olup, stok bekleme günü ile ölçütlendirilmektedir.

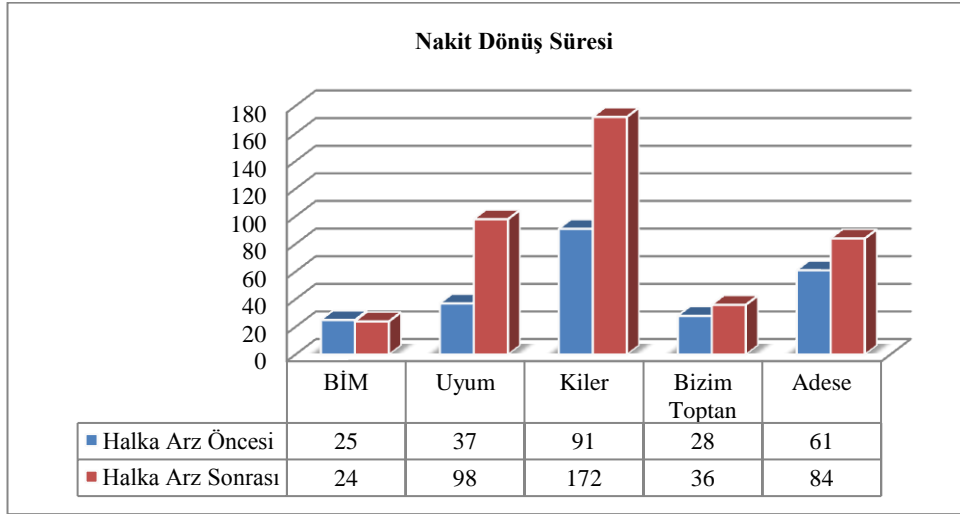
Gıda perakende sektöründe stok bekleme günü ortalama toptan mağazacılıkta ve discount formatında 15 gün, süper market formatında 30 gündür. Sektör ortalamaları baz alınarak, şirketlerin nakit dönüş süresi kriteri değerlendirildiğinde, aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Şirketlerin F4 boyut ölçütlerine bakıldığında Tablo 19. karşımıza çıkmaktadır.

**Tablo 19.Şirketlerin Ortalama Nakit Dönüş Süresi**

Şirket	Ortalama Nakit Dönüş Süresi	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
<b>BİM</b>	25	24
<b>Uyum</b>	37	98
<b>Kiler</b>	91	172
<b>Bizim Toptan</b>	28	36
<b>Adese</b>	61	84

**Grafik 16.Nakit Dönüş Süresi Grafiği**



Grafikte de görülebileceği üzere, tüm şirketlerin nakit dönüş süresi halka arzdan önce de halka arzdan sonra da sektör ortalamalarının altındadır. Bu durumda halka arzın şirketlerin nakit dönüş süresi performansına olumlu ya da olumsuz bir etkisi olmadığını, bu kriter için halka arzın etkisiz olduğunu söylemek mümkündür.

### 3.5.1.5.Cari Oran Değişimi

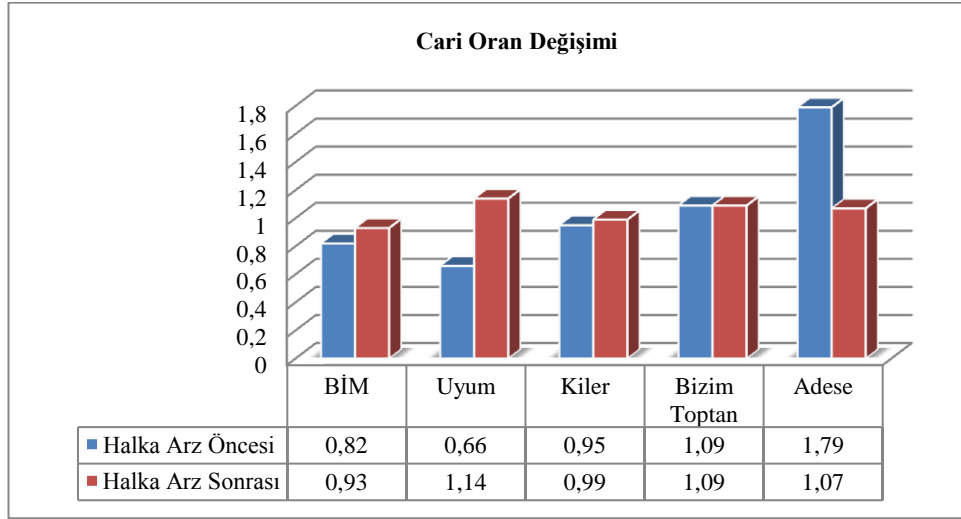
Tablo 22.'deki F5 boyutu, cari oran değişimini vermektedir. Cari oran, gelişmiş ülkelerde 2 olarak kabul görülürken, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde 1,5 kabul edilebilen bir değerdir. Bununla birlikte; cari oranın kabul rakamları sektörel bazda da değişiklik gösterebilmektedir. Perakende sektöründe cari oran 1,5 olarak kabul edilirken 1'in altına düşmemiş olması iyi olarak yorumlanabilmektedir.

Şirketlerin F5 boyut ölçütlerine bakıldığında Tablo 20. karşımıza çıkmaktadır.

**Tablo 20.Şirketlerin Ortalama Cari Oran Değişimi**

Şirket	Cari Oran Değişimi	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
<b>BİM</b>	0,82	0,93
<b>Uyum</b>	0,66	1,14
<b>Kiler</b>	0,95	0,99
<b>Bizim Toptan</b>	1,09	1,09
<b>Adese</b>	1,79	1,07

**Grafik 17.Cari Oran Değişim Grafiği**



Grafikte de görülebileceği üzere, tüm şirketlerin cari oran değişimi halka arzdan sonra iyileşme göstererek, neredeyse sektör ortalaması ve üzerinde seyretmeye başlamıştır.

### 3.5.1.6.Borç Ödeme Gün Sayısı

Tablo 22.'deki F6 boyutu, borç ödeme gün sayısını vermektedir. Oranın zaman içerisinde yükselme eğiliminde seyretmesi, şirketin faaliyetlerini yürütmek için daha fazla sermayeye ihtiyaç duyduğunu göstermektedir. Ayrıca kredibilite oranı da borç ödeme gün sayısı ile doğru orantılı olarak değişiklik göstermektedir.

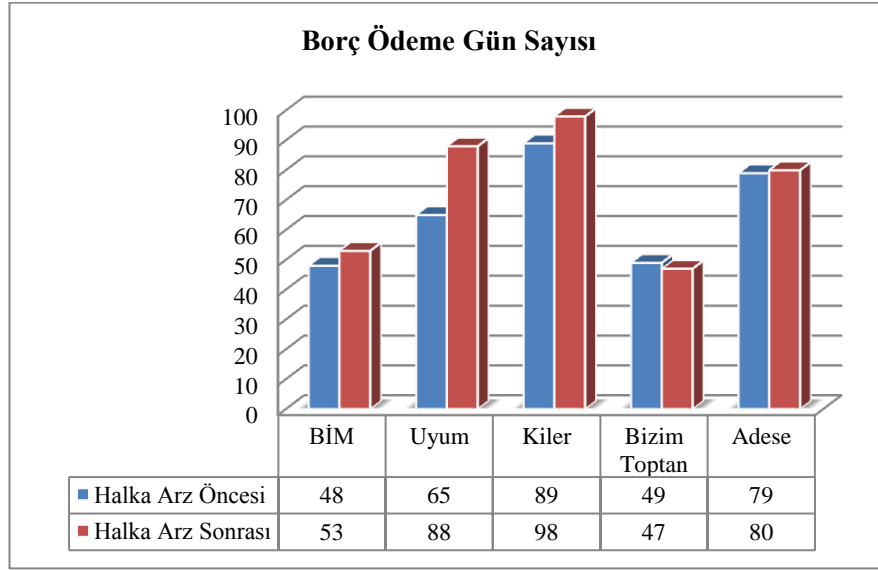
Gıda perakende sektöründe borç ödeme gün sayısı 50'dir. Bununla birlikte 50'nin üstü kabul edilebilir, 70 ve üstü son derece riskli olarak yorumlanmaktadır.

Şirketlerin F6 boyut ölçütlerine bakıldığında Tablo 21. karşımıza çıkmaktadır.

**Tablo 21.Şirketlerin Ortalama Borç Ödeme Gün Sayısı**

Şirket	Borç Ödeme Gün Sayısı	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
<b>BİM</b>	48	53
<b>Uyum</b>	65	88
<b>Kiler</b>	89	98
<b>Bizim Toptan</b>	49	47
<b>Adese</b>	79	80

**Grafik 18.Borç Ödeme Gün Sayısı Grafiği**



Grafikten de görülebileceği üzere, halka arzdan önce borç ödeme gün sayısı performansı iyi olan şirketler bu durumu, halka arzdan sonra da devam ettirmişlerdir. Bunu yapamayan tek şirket Uyum'un performansı, hisse devriyle birlikte olumsuz etkilenmiştir.

Yukarıdaki değerlendirmeler ışığında birbirine zıt iki bulguya rastlanmıştır;

- Şirketlerin genel olarak borç ödeme gün sayılarının sektör ortalamasının üzerinde olması, halka açık olmaları nedeniyle paydaşları tarafından güven duyulduğu, bu nedenle de vadelerin uzadığı fikrini doğurmaktadır.
- Halka arz, şirketlerin borç ödeme gün sayısını arttırdığından, kredibilite oranını da olumsuz etkilemektedir. Bu durum, çalışmanın birinci bölümünde aktardığımız halka arzın faydalarında yer alan “halka arz, kredibilite artışı sağlar” tezine, gıda perakende şirketleri için antitez olarak ifade edilebilir.

### **3.5.1.7.Piyasa Değeri**

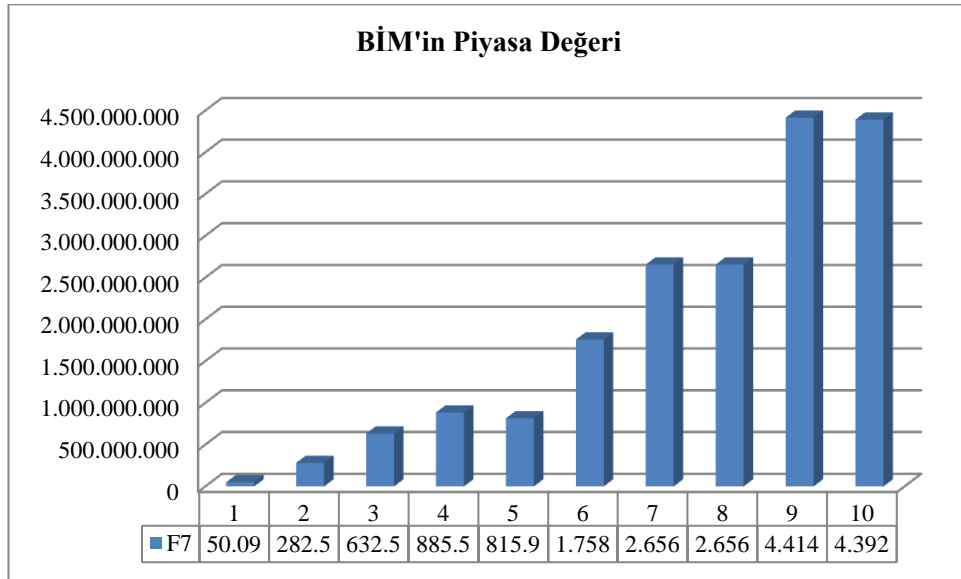
Tablo 22.'deki F7 boyutu, şirketin piyasa değerini vermektedir. Piyasa değeri halka arzdan başlayarak alınmıştır. Buradaki amaç “şirket halka açılmadan önceki rasyolarıyla hangi değerde iken, halka arz sonrasında hangi değere geldi ? halka arz şirketin piyasa değerini nasıl etkiledi ?” sorularına cevap bulmaktır.

Şirketlerin piyasa değeri kriterine bakıldığında, Grafik 19.'dan da görülebileceği üzere halka arz sadece BİM'in piyasa değerini olumlu etkilemiş ve istikrarlı bir şekilde artış eğilimi göstermiştir. Adese ise düşüştü sonra yükselme eğilimine geçmiştir. Bizim Toptan'da düşüş olmakla birlikte değerin stabil olduğunu söylemek mümkün olmaktadır. Uyum ve Kiler'in piyasa değeri sürekli bir düşüş yaşamıştır.

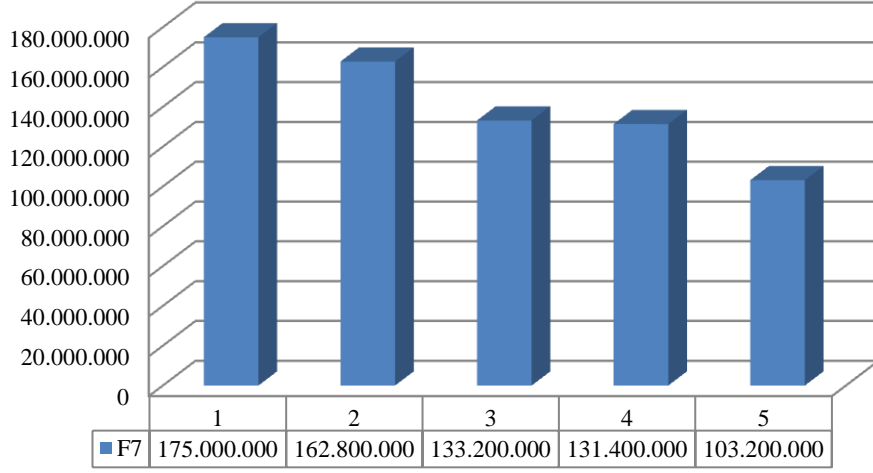
Uyum ve Kiler'de yaşanan olumsuzluk nedenleri farklı bir araştırma konusu olmakla birlikte, en çarpıcı nedenin, iki şirketin de ilk halka arz fiyatlarının, olması gerekenden daha yüksek bir değerle piyasaya çıkartıldığından kaynaklı olduğu düşünülmektedir.

Yapılan değerlendirmede, şirketlerin değerlerinin, Tablo 22.'de yer alan finansal boyut performans kriterleri ile doğru orantılı olduğu tespit edilmiştir.

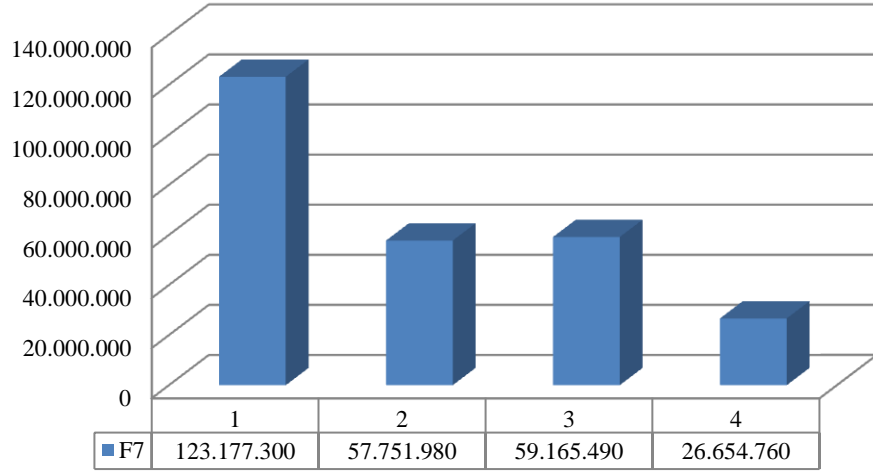
**Grafik 19.Şirketlerin Piyasa Değeri Grafikleri**



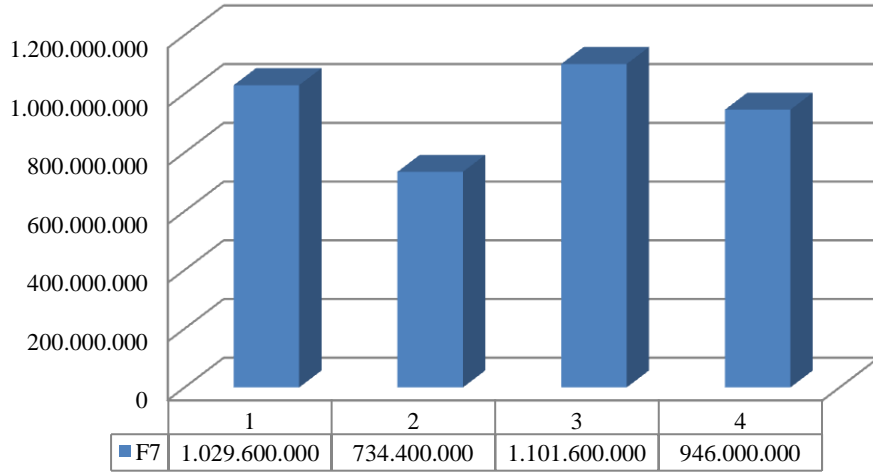
**Uyum'un Piyasa Değeri**



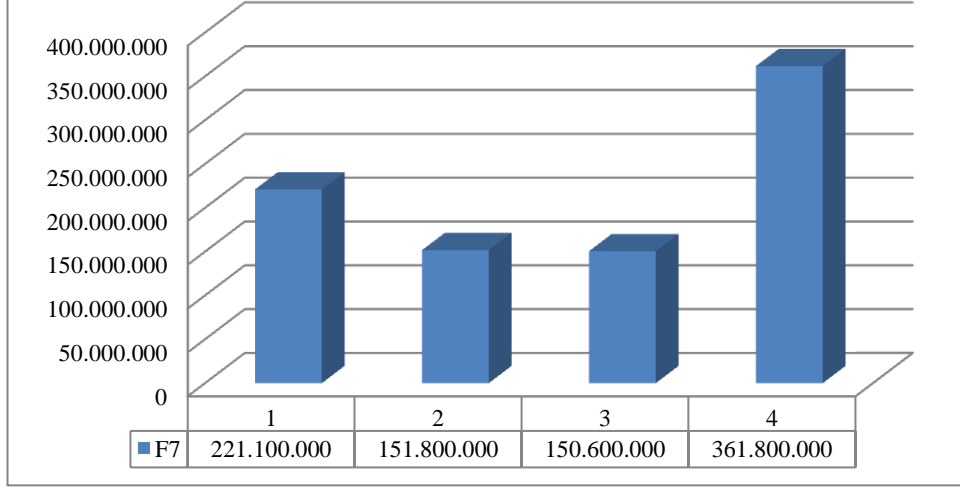
**Kiler'in Piyasa Değeri**



**Bizim Toptan'ın Piyasa Değeri**



### Adese'nin Piyasa Değeri



**Tablo 22.Finansal Boyut Analizi**

BİM													
Boyut	2002	2003	2004	31.03.2005	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
F1.1	1,20%	1,53%	2,62%	1,79%	1,80%	3,92%	4,56%	3,38%	5,05%	4,65%	4,61%	4,23%	4,44%
F1.2	14,90%	16,51%	16,85%	17,27%	17,95%	17,40%	17,63%	16,42%	17,75%	16,80%	15,99%	15,74%	15,68%
F2	0,00%	21,52%	23,78%	7,65%	11,56%	32,79%	34,06%	42,44%	25,48%	23,49%	24,57%	20,97%	19,61%
F3.1	29,70	18,40	9,35	7,72	7,72	9,65	8,39	10,06	6,53	6,40	10,45	6,16	7,40
F3.2	0,00%	16,39%	22,25%	6,53%	20,03%	46,15%	34,77%	31,82%	31,08%	24,77%	26,28%	23,12%	26,43%
F3.3	0,00%	21,52%	23,78%	7,65%	11,56%	32,79%	34,06%	42,44%	25,48%	23,49%	24,57%	20,97%	19,61%
F3.4	0,00%	55,81%	111,42%	-26,59%	12,68%	188,45%	56,02%	5,53%	87,27%	13,94%	23,44%	11,05%	25,40%
F4	23	26	28	23	28	29	27	23	21	22	21	21	23
F5	0,65	0,78	0,91	0,94	0,98	0,97	0,88	0,76	0,88	0,96	0,98	0,98	0,96
F6	53	49	45	46	52	57	56	51	53	52	53	51	52
F7	-	-	-	50.094.000	282.516.667	632.500.000	885.500.000	815.925.000	1.758.350.000	2.656.500.000	2.656.500.000	4.414.850.000	4.392.080.000

Boyut	UYUM								KİLER						
	2007	2008	2009	30.09.2010	2010	2011	2012	2013	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
F1.1	2,05%	1,12%	3,08%	0,33%	-0,45%	-4,61%	-5,02%	0,51%	-1,22%	-5,12%	2,23%	1,78%	-1,87%	1,00%	-2,61%
F1.2	23,02%	23,42%	22,78%	24,17%	23,39%	23,48%	25,14%	25,28%	16,70%	21,90%	26,26%	28,16%	30,43%	26,60%	25,94%
F2	0,00%	23,37%	12,37%	8,05%	1,48%	32,97%	33,52%	16,55%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,21%	20,89%	7,49%
F3.1	0,00%	10,06%	6,53%	6,40%	6,40%	10,45%	6,16%	7,40%	0,00%	10,06%	6,53%	6,40%	10,45%	6,16%	7,40%
F3.2	0,00%	21,02%	67,44%	47,33%	46,22%	30,51%	3,70%	-2,33%	0,00%	30,26%	29,31%	18,41%	22,21%	7,26%	-5,95%
F3.3	0,00%	23,37%	12,37%	8,05%	1,48%	32,97%	33,52%	16,55%	0,00%	6,21%	11,76%	0,15%	1,21%	20,89%	7,49%
F3.4	0,00%	-32,69%	208,50%	-88,34%	-236,22%	-1275,45%	-45,18%	111,81%	0,00%	-344,86%	148,60%	-19,98%	-206,09%	165,09%	-379,42%
F4	26	21	44	57	72	98	121	103	42	85	102	133	184	165	166
F5	0,43	0,48	0,68	1,04	1,94	1,04	0,83	0,75	0,77	0,99	0,90	1,12	1,08	1,01	0,89
F6	70	59	56	73	58	87	100	106	-	84	94	88	85	103	106
F7	-	-	-	175.000.000	162.800.000	133.200.000	131.400.000	103.200.000	-	-	-	123.177.300	57.751.980	59.165.490	26.654.760



Boyut	BİZİM TOPTAN							ADESE						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2008	2009	2010	30.06.2011	2011	2012	2013
F1.1	2,37%	2,67%	3,61%	2,45%	2,16%	1,65%	2,09%	3,27%	-0,55%	1,33%	0,78%	1,30%	2,01%	3,24%
F1.2	7,00%	7,29%	8,41%	8,63%	8,51%	8,65%	8,79%	21,83%	21,75%	21,66%	24,40%	25,08%	23,66%	21,29%
F2	0,00%	21,55%	-2,15%	17,36%	19,36%	13,90%	13,83%	0,00%	13,47%	3,72%	6,40%	6,11%	1,23%	-4,78%
F3.1	0,00%	10,06%	6,53%	6,40%	10,45%	6,16%	7,40%	0,00%	6,53%	6,40%	10,45%	10,45%	6,16%	7,40%
F3.2	0,00%	44,45%	-10,11%	30,09%	6,40%	31,10%	17,91%	0,00%	13,88%	1,76%	3,47%	8,39%	2,79%	6,55%
F3.3	0,00%	21,55%	-2,15%	17,36%	19,36%	13,90%	13,83%	0,00%	13,47%	3,72%	6,40%	6,11%	1,23%	-4,78%
F3.4	0,00%	37,40%	32,25%	-20,35%	5,02%	-12,94%	44,46%	0,00%	-119,01%	352,50%	-37,76%	76,67%	56,61%	53,63%
F4	25	26	28	35	27	40	41	46	58	64	76	79	85	88
F5	1,05	1,01	1,10	1,19	1,09	1,04	1,14	1,77	2,06	2,58	0,73	1,04	1,07	1,11
F6	-	51	48	49	41	47	53	-	87	80	70	67	86	88
F7	-	-	-	1.029.600.000	734.400.000	1.101.600.000	946.000.000	-	-	-	221.100.000	151.800.000	150.600.000	361.800.000

### 3.5.2.Müşteri Boyutu Kriterleri, Ölçütleri ve Ölçümleri

Müşteri boyutu verileri oluşturulurken çalışmanın kısıtları dahilinde, sektör baz alınarak elde edilen göstergeler Tablo 23.'te yer almaktadır. Seçilen göstergeler, bağımsız ve diğer verilerle ilişkilendirilmiş, kriterler Tablo 27.'de yer alan analiz sonuçlarına göre değerlendirilmiştir.

**Tablo 23.Müşteri Boyutu Kriterleri**

Boyut	Kriter	Ölçütler	Ölçüm
M1.1	Müşteri sadakati	Müşteri devamlılığı	M <sup>2</sup> başına müşteri sayısı
M1.2			Müşteri sayısı değişim oranı
M2	Ürün memnuniyeti	İade oranı	İade oranındaki değişim
M3	Sepet payı	Sepet ortalaması	Satışlar/Müşteri sayısı

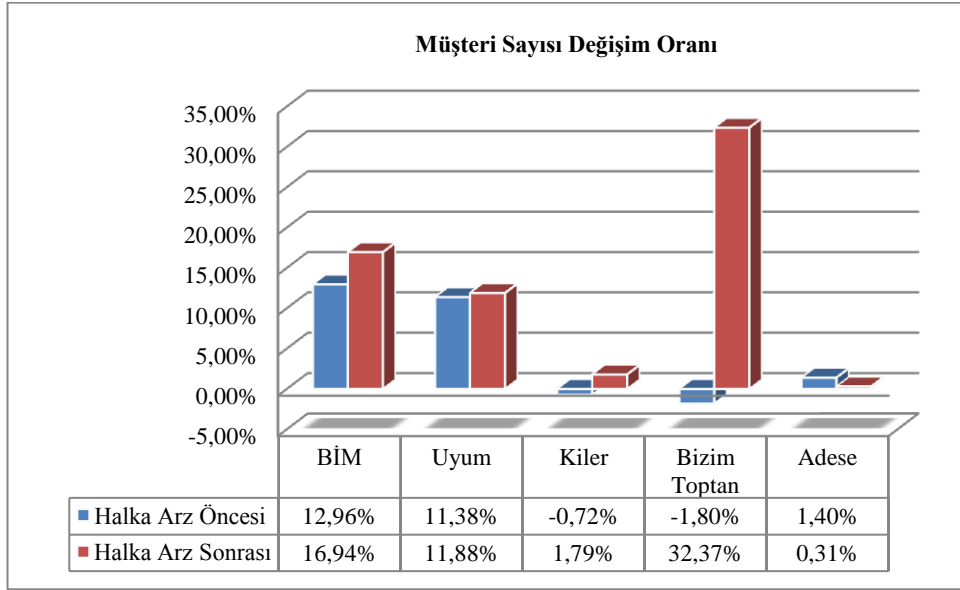
#### 3.5.2.1.Müşteri Sadakati

Tablo 27.'deki M1 boyutu, müşteri sadakati kriterini oluşturan ölçüt ve ölçümü içermektedir. Şirketlerin müşteri devamlılığının değerlendirmesi yapıldığında aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

**Tablo 24.Şirketlerin Ortalama Müşteri Sayısı Değişim Oranı**

Şirket	Müşteri Sayısı Değişim Oranı	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
<b>BİM</b>	12,96%	16,94%
<b>Uyum</b>	11,38%	11,88%
<b>Kiler</b>	-0,72%	1,79%
<b>Bizim Toptan</b>	-1,80%	32,37%
<b>Adese</b>	1,40%	0,31%

**Grafik 20.Müşteri Sayısı Değişim Oranı Grafiği**



Şirketlerin Tablo 24.'te yer alan, müşteri sayısı değişim oranına ve Grafik 20.'ye bakıldığında halka arzın, genel olarak şirketlerin müşteri sayısı değişimini olumlu etkilediği görülmektedir. Bu durum, birinci bölümde halka arzın faydaları başlığında aktardığımız, halka arz şirket bilinirliğine, imajına ve güvenilirliğine olumlu etki yapar görüşünü de doğrulamaktadır.

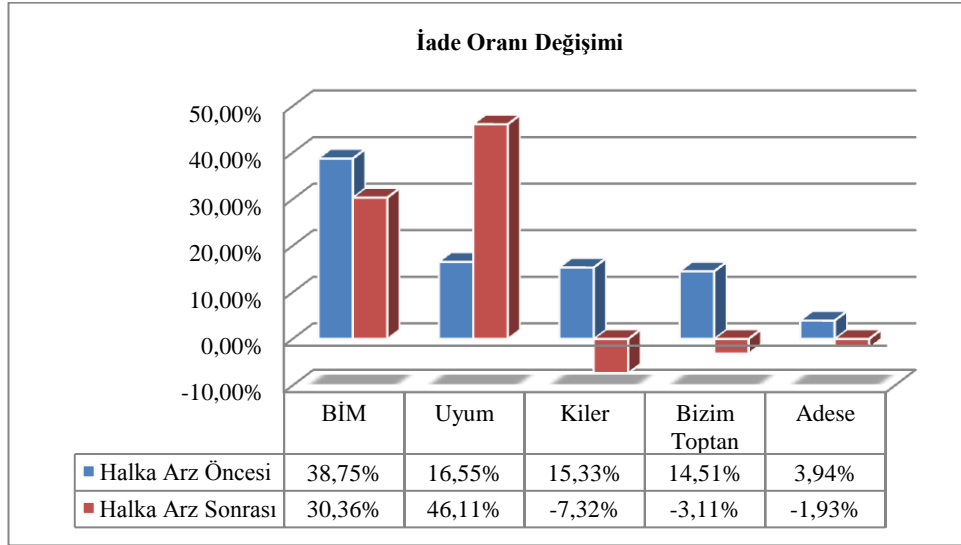
### 3.5.2.2.Ürün Memnuniyeti

Tablo 27.'deki M2 boyutu, ürün memnuniyeti kriterini oluşturan ölçüt ve ölçümü içermektedir. Şirketlerin ürün iade oranları incelendiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

**Tablo 25.Şirketlerin Ortalama İade Oranı Değişimi**

Şirket	İade Oranı Değişimi	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
<b>BİM</b>	38,75%	30,36%
<b>Uyum</b>	16,55%	46,11%
<b>Kiler</b>	15,33%	-7,32%
<b>Bizim Toptan</b>	14,51%	-3,11%
<b>Adese</b>	3,94%	-1,93%

**Grafik 21.Müşteri İade Oranı Değişim Grafiği**



Şirketlerin Tablo 25.'te yer alan, iade oranı değişimi ve Grafik 21.'e bakıldığında halka arzın, Uyum haricindeki tüm şirketlerin müşteri ürün iade oranını olumlu etkilediği görülmektedir.

Uyum'un iade oranı hisse devri dönemi ve sonrasında artış göstermektedir. Dolayısıyla halka arz, şirketlerin iade artış oranı performansına olumlu etki etmektedir yorumunu yapabiliriz.

### 3.5.2.3.Sepet Payı

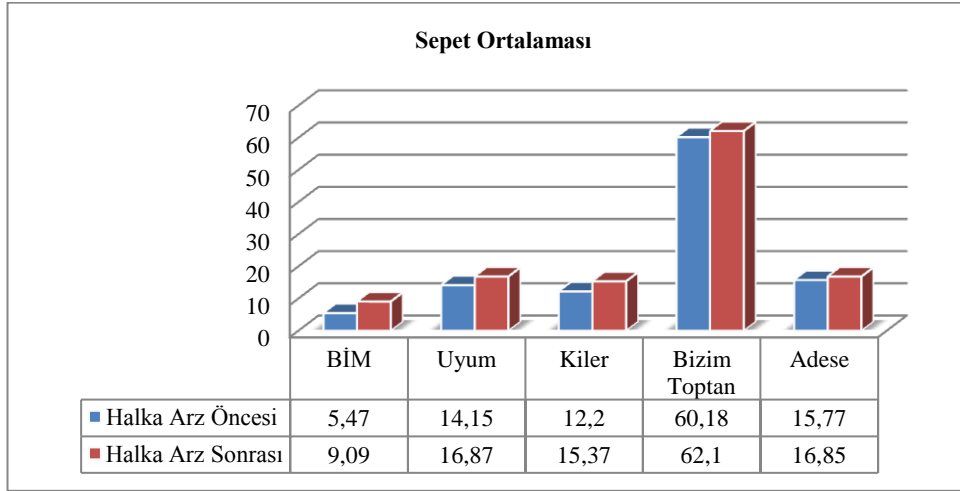
Tablo 27.'deki M3 boyutu, sepet ortalaması kriterini oluşturan ölçüt ve ölçümü içermektedir.

Gıda perakende sektöründe sepet ortalaması, discount formatında 8.-TL., süper market formatında ise 16.-TL.'dir. Sektör ortalamaları baz alınarak, şirketlerin karlılık kriteri değerlendirmesi yapıldığında, aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

**Tablo 26.Şirketlerin Alışveriş Sepet Ortalaması**

Şirket	Sepet Ortalaması	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
BİM	5,47	9,09
Uyum	14,15	16,87
Kiler	12,20	15,37
Bizim Toptan (00.-TL.)	60,18	62,10
Adese	15,77	16,85

**Grafik 22. Alışveriş Sepet Ortalaması Grafiği**



Şirketlerin Tablo 26.'da yer alan, sepet ortalamasına ve Grafik 22.'ye bakıldığında halka arzın, araştırmaya konu tüm şirketlerin müşteri alışveriş sepet ortalaması performansına olumlu etki ettiği, Kiler hariç tüm şirketlerin, halka arzdan önce sektör ortalamasının altında kalan sepet paylarının, halka arzdan sonra sektör ortaması ya da üzerinde seyrettiği görülmektedir.

**Tablo 27. Müşteri Boyutu Analizi**

Boyut	BİM												
	2002	2003	2004	31.03.2005	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
M1.1	845,60	830,50	815,93	808,83	755,56	726,63	744,25	719,43	785,45	826,50	844,16	870,90	890,87
M1.2	0,00%	20,08%	16,94%	1,86%	1,67%	17,11%	22,08%	27,40%	25,62%	18,16%	13,84%	14,65%	11,95%
M2	0,00%	61,23%	69,99%	-14,97%	57,05%	39,97%	27,09%	38,23%	14,06%	17,92%	34,37%	29,82%	14,76%
M3	5,19	5,26	5,56	5,88	6,45	7,31	8,03	8,98	8,97	9,38	10,26	10,82	11,57

Boyut	UYUM							
	2007	2008	2009	30.09.2010	2010	2011	2012	2013
M1.1	508,96	482,05	515,59	575,73	537,23	484,05	481,88	404,30
M1.2	0,00%	11,11%	3,33%	19,71%	-3,94%	21,22%	25,48%	4,76%
M2	0,00%	22,36%	16,59%	10,70%	10,72%	21,11%	64,03%	88,57%
M3	12,85	14,26	15,51	14,00	14,79	16,22	17,26	19,21

KİLER							
Boyut	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
M1.1	471,84	376,09	408,79	374,64	335,07	366,32	355,32
M1.2	0,00%	-0,99%	4,67%	-5,83%	-3,13%	10,62%	-2,11%
M2	0,00%	11,14%	26,48%	8,37%	22,53%	-38,75%	-5,72%
M3	11,00	11,80	12,60	13,40	14,00	15,30	16,80

BİZİM TOPTAN							
Boyut	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
M1.1	2,66	2,58	2,49	2,01	2,01	2,50	2,89
M1.2	0,00%	7,78%	-5,15%	-8,04%	17,53%	44,74%	34,85%
M2	0,00%	-21,27%	47,17%	17,63%	-15,06%	-10,09%	15,83%
M3	5.039,92	5.684,15	5.864,15	7.483,73	7.600,75	5.981,38	5.049,08

ADESE							
Boyut	2008	2009	2010	30.06.2011	2011	2012	2013
M1.1	364,77	351,22	383,48	370,37	368,08	410,52	452,58
M1.2	0,00%	0,77%	-9,16%	12,61%	4,48%	0,71%	-4,26%
M2	0,00%	8,01%	11,24%	-7,43%	6,63%	-3,73%	-8,68%
M3	13,63	15,35	17,53	16,56	16,82	16,91	16,81

### 3.5.3.Şirket İçi İşlevler Boyutu Kriterleri, Ölçütleri ve Ölçümleri

Şirket içi işlevler boyutu verileri oluşturulurken sektör baz alınarak belirlenen göstergeler Tablo 28.'de yer almaktadır. Seçilen göstergeler, bağımsız ve diğer verilerle ilişkilendirilmiş, kriterler Tablo 32.'de yer alan analiz sonuçlarına göre değerlendirilmiştir.

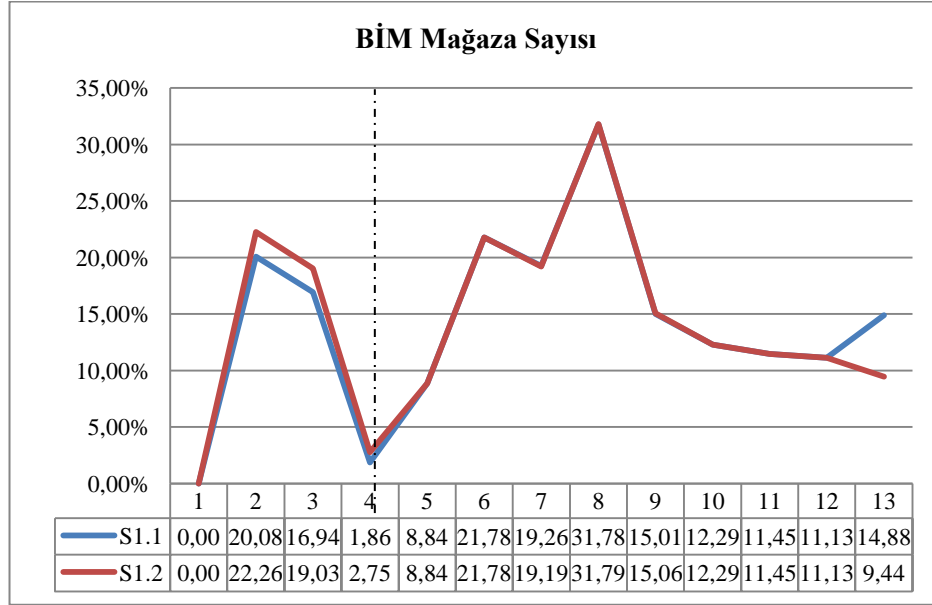
**Tablo 28.Şirket İçi İşlevler Boyutu Kriterleri**

Boyut	Kriter	Ölçütler	Ölçüm
S1.1	Mağaza sayısı	Mağaza sayısı	Mağaza sayısı artış oranı
S1.2		Satış alanı (M <sup>2</sup> )	M <sup>2</sup> artış oranı
S2	Kategori yönetimi	Satışlardaki brüt kar marjları	Brüt kar marjı değişim oranı
S3.1	Gider yönetimi	Gider oranı	Kira/Satışlar
S3.2			Personel/Satışlar
S3.3			Paz.Satış Gid./Satışlar
S3.4			Gen.Yön.Gid/Satışlar
S4	Operasyonel verimlilik	EBITDA oranı	EBITDA= Net Kar + (Finansman gideri + amortisman) EBITDA/Net ciro

### 3.5.3.1.Mağaza Sayısı

Tablo 32.'deki S1.1 ve S1.2 boyutları, mağaza sayısı kriterini oluşturan ölçüt ve ölçümleri içermektedir. Şirketlerin satış alanı ve mağaza sayısı artış oranları incelendiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

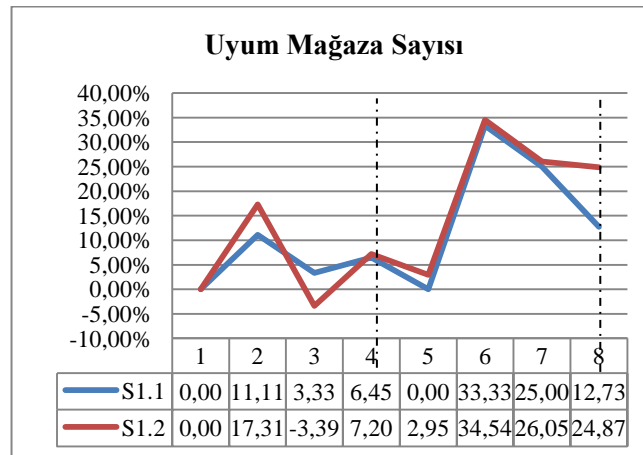
**Grafik 23.BİM'im Mağaza ve Satış Alanı Artış Oranı Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- BİM, halka arzla birlikte yeni yatırımlar yaparak, mağaza sayısı ve satış alanını arttırmıştır. Halka arz, BİM'in fiziksel büyüme performansını olumlu etkilemiştir.

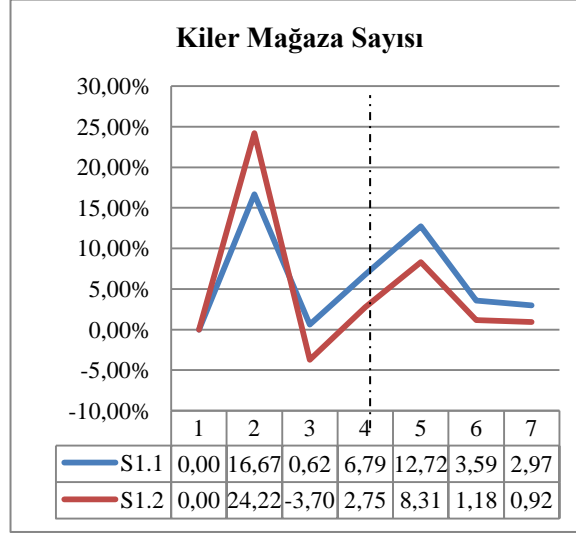
**Grafik 24.Uyum'un Mağaza ve Satış Alanı Artış Oranı Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgiler halka arz ve hisse devri dönemlerini göstermektedir.

- Uyum, halka arzla birlikte yeni yatırımlar yaparak, mağaza sayısı ve satış alanını arttırmıştır. Halka arz, Uyum'un fiziksel büyüme performansını olumlu etkilemiştir.

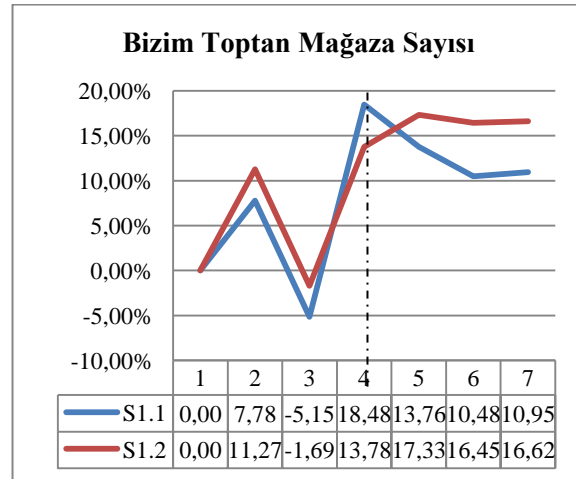
**Grafik 25.Kiler'in Mağaza ve Satış Alanı Artış Oranı Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Kiler, halka arzla birlikte yeni yatırımlar yaparak, mağaza sayısı ve satış alanını arttırmış, ancak artış oranı azalarak devam etmiştir. Halka arz, Kiler'in fiziksel büyüme performansını olumlu etkilemiştir.

**Grafik 26.Bizim Toptan'ın Mağaza ve Satış Alanı Artış Oranı Grafiği**

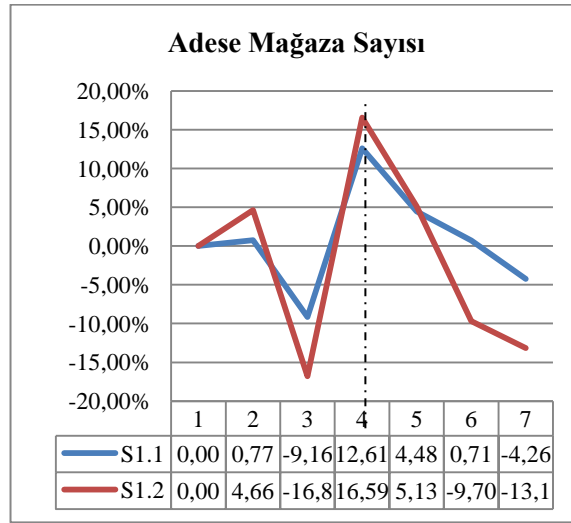


Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Bizim Toptan, halka arzla birlikte yeni yatırımlar yaparak, mağaza sayısı ve satış alanını arttırmıştır. Halka arz, Bizim Toptan'ın fiziksel büyüme performansını olumlu etkilemiştir.



**Grafik 27. Adese'nin Mağaza ve Satış Alanı Artış Oranı Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Adese, halka arzla birlikte yeni yatırımlar yaparak, mağaza sayısı ve satış alanını arttırmıştır. Ancak 2013 yılında bünyesinde bulunan Prestij mağazalarını devretmesi ile satış noktası sayısı ve satış alanı m<sup>2</sup>'sinde düşüş meydana gelmiştir. Genel olarak bakıldığında halka arz Adese'nin fiziksel büyümesine olumlu etki sağlamamıştır.

Genel olarak bakıldığında halka arz, tüm şirketlerin mağaza sayısının ve satış alanının artmasına olumlu etki yapmıştır. Bununla birlikte Adese olumlu etkiyi devam ettirememiştir.

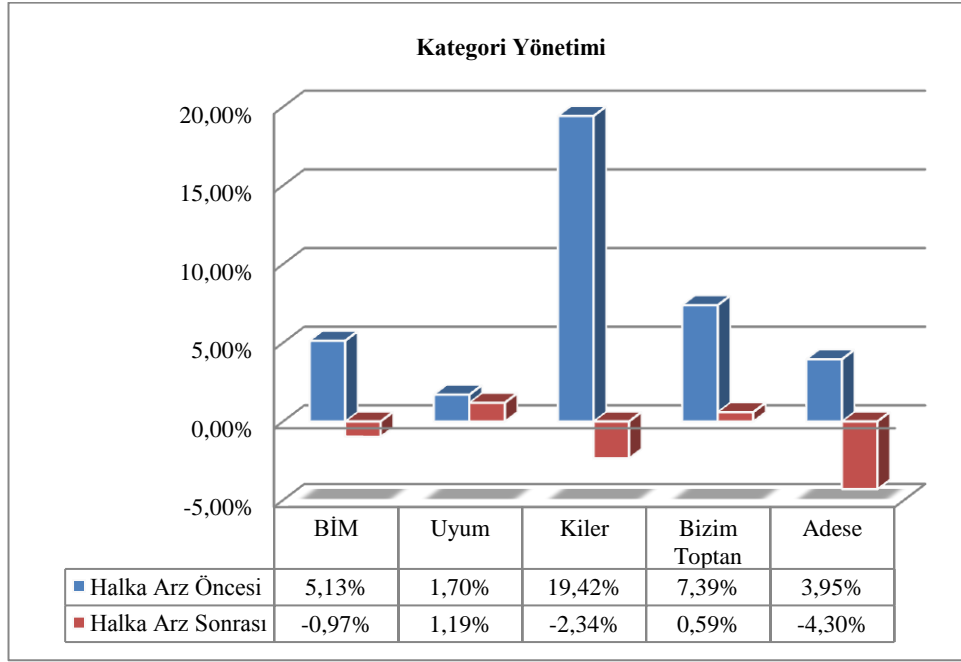
### 3.5.3.2. Kategori Yönetimi

Tablo 32.'deki S2 boyutu, kategori yönetimi kriterini oluşturan ölçüt ve ölçümü içermektedir. Şirketlerin satışlarındaki brüt kar marjı değişim oranları incelendiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

**Tablo 29. Şirketlerin Ortalama Brüt Kar Marjı Değişimi**

Şirket	Brüt Kar Marjı Değişimi	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
BİM	5,13%	-0,97%
Uyum	1,70%	1,19%
Kiler	19,42%	-2,34%
Bizim Toptan	7,39%	0,59%
Adese	3,95%	-4,30%

**Grafik 28.Brüt Kar Marjı Değişim Grafiği**



Şirketlerin Tablo 29.'da yer alan, ortalama brüt kar marjı değişimi ve Grafik 28.'e bakıldığında, araştırmaya konu tüm şirketlerin brüt kar marjı değişim oranının azaldığı görülmektedir. Buradaki olumsuzluk, halka arz sonrası gerçekleşen brüt kar marjı artış oranının, halka arz öncesi dönemlerde ki artış oranından daha az gerçekleşmesidir. Bununla birlikte; finansal boyutta, halka arzın şirketlerin brüt kar marjı oranına olumlu etki yaptığının tespit edildiğini hatırlatmak yerinde olacaktır.

Bu bilgiler ışığında halka arzın, brüt kar marjı değişim oranı performansını direk etkilemediğini söylemek yanlış olmayacaktır.

### **3.5.3.3.Gider Yönetimi**

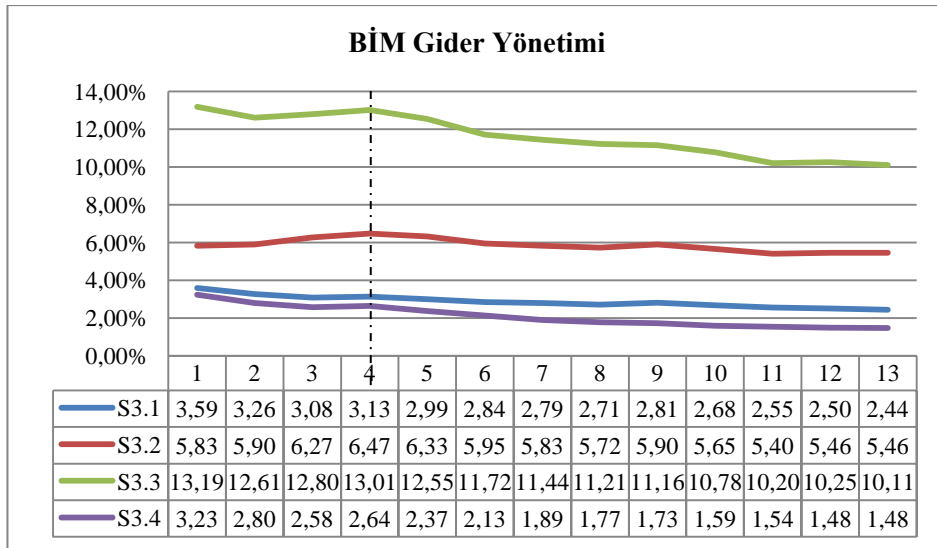
Tablo 32.'deki S3.1, S3.2, S3.3 ve S3.4 boyutları, gider yönetimi kriterini oluşturan ölçütler ve ölçümleri içermektedir. Kriterler belirlenirken perakende sektöründeki en önemli gider kalemleri seçilmiştir.

Gıda perakende sektöründeki gider oranları, satışlardan alınan payı ifade etmektedir. Tablo 30.'da yer alan sektör ortalamaları baz alınarak, Tablo 32.'deki veriler ile şirketlerin gider yönetimi kriteri değerlendirildiğinde, aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

**Tablo 30.Gıda Perakende Sektöründeki Gider Oranları**

Giderler	Sektör Ortalaması		
	Toptan	Discount	Süper Market
Kira	% 1 - %2	%2 - %4	%3 - %4
Personel	%3 - %4	%6 - %7	%9 - %10
Pazarlama Satış	%4 - %5	%10 - %11	14,00%
Genel Yönetim	%1 - %2	%1,5 - %2	5,00%

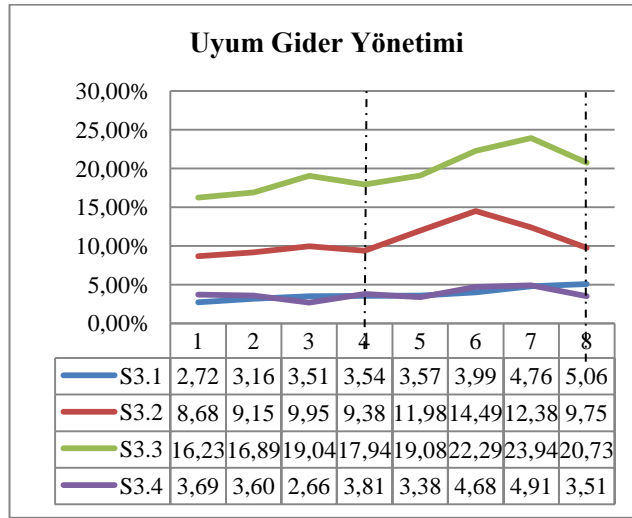
**Grafik 29.BİM'in Gider Oranları Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- BİM'in gider oranları incelendiğinde, halka arz sonrası tüm giderlerde iyileşme olduğu görülmektedir.
- Halka arz, BİM'in satışlarına olumlu etki yapmış, bu durum gider yönetimini de olumlu etkilemiştir. Tüm giderler sektör ortalamasında ya da altında gerçekleşmiştir. Dolayısıyla halka arz gider yönetimi performansını olumlu etkilemiştir.

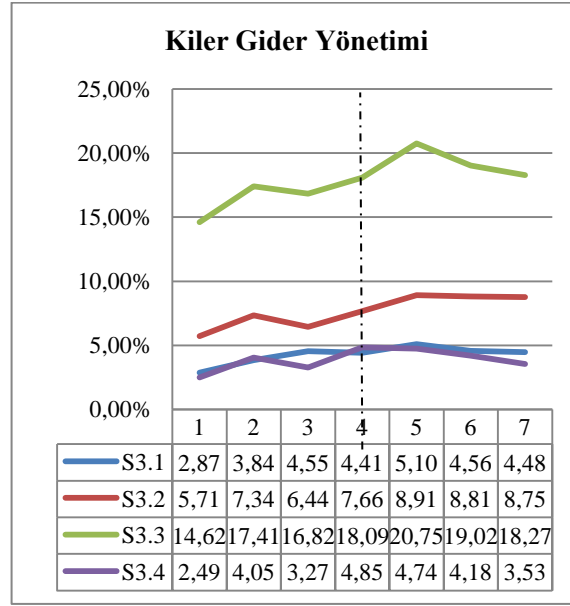
**Grafik 30.Uyum'un Gider Oranları Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgiler halka arz ve hisse devri dönemlerini göstermektedir.

- Uyum'un gider oranları halka arz öncesi, halka arz sonrası ve hisse devri sonrası olarak üç dönemde incelenmeli. Halka arz öncesi, pazarlama satış giderleri haricindeki tüm giderler sektör ortalaması ya da altında gerçekleşirken, halka arzla birlikte kira ve genel yönetim giderleri sektör ortalaması ya da altında gerçekleşmiş, personel ve pazarlama satış giderleri sektör ortalamasının üzerine çıkmıştır. Hisse devri ile birlikte, sektör ortalaması altında olan genel yönetim giderleri iyileşmiş, yönetim kadrosunun lav edilmesi sonucu personel giderleri sektör ortalamasına gerilemiş, pazarlama satış giderleri sektör ortalamasının üzerinde seyretmiş ancak iyileşme yaşamış, sektör ortalamasında seyreden kira gideri sektör ortalamasının üzerine çıkmıştır.
- Yukarıdaki bilgiler ışığında halka arzın, Uyum'un gider yönetimi performans kriterini olumsuz etkilediğini söylemek yanlış olmayacaktır. Bunun nedenlerine bakıldığında; halka arzla birlikte güçlenen insan kaynağı, insan kaynakları politikaları ve pazarlama satış aktivitelerinin artması karşımıza çıkmaktadır.

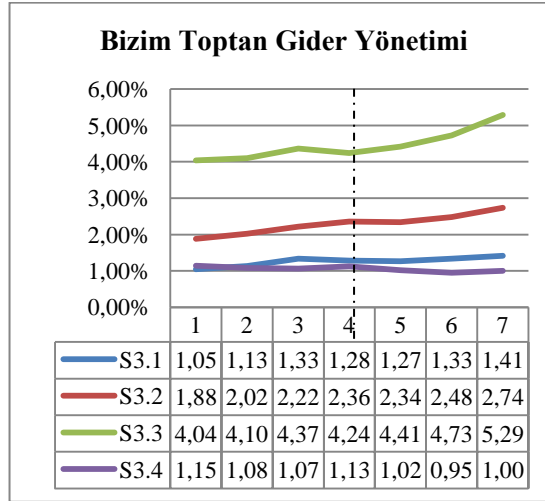
**Grafik 31.Kiler'in Gider Oranları Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Kiler'in gider oranları incelendiğinde, halka arz öncesi, pazarlama satış giderleri haricindeki tüm giderlerin sektör ortalaması ya da altında gerçekleştiği, halka arzla birlikte personel ve genel yönetim giderlerinin arttığı ancak sektör ortalamasında gerçekleştiği, kira giderinin sektör ortalaması üzerine çıktığı, sektör ortalaması üzerinde olan pazarlama satış giderlerinin artış gösterdiği tespit edilmiştir.
- Yukarıdaki bilgiler ışığında halka arzın Kiler'in gider yönetimi performans kriterini olumsuz etkilediğini söylemek yanlış olmayacaktır. Bunun nedenlerine bakıldığında; halka arzla birlikte değişen insan kaynağı, insan kaynakları politikaları ve pazarlama satış aktivitelerinin artması karşımıza çıkmaktadır.

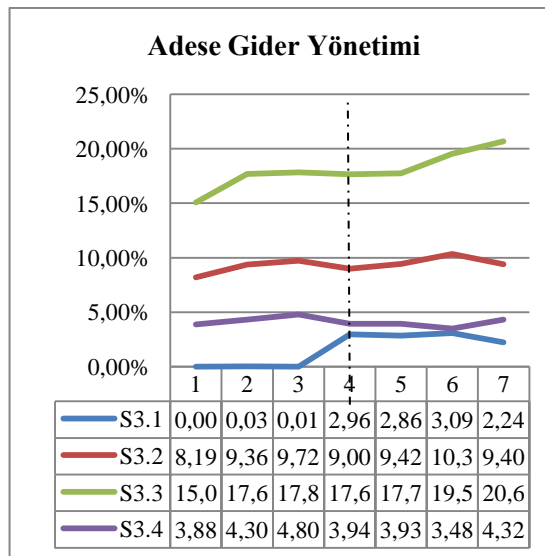
**Grafik 32. Bizim Toptan'ın Gider Oranları Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Bizim Toptan'ın halka arzdan önce, sektör ortalaması ya da altında gerçekleşen tüm giderleri, halka arz sonrasında da sektör ortalaması ya da altında seyretmiştir.
- Bizim Toptan'ın olumlu olan değerleri, halka arzdan sonra da olumlu olarak devam etmiştir. Durum stabildir. Dolayısıyla halka arzın, Bizim Toptan'ın gider yönetimine olumlu ya da olumsuz bir etki yaptığını söylemek mümkün değildir. Bizim Toptan'ın gider yönetimi performans kriteri için halka arz nötr durumdadır.

**Grafik 33. Adese'nin Gider Oranları Grafiği**



Grafik üzerindeki kesik çizgi halka arz dönemini göstermektedir.

- Adese'nin halka arzdan önce, pazarlama satış giderleri haricindeki tüm giderleri, sektör ortalaması ya da altında gerçekleşmiştir. Halka arz sonrasında, sektör ortalaması ya da altında gerçekleşen giderler aynı performansla devam etmiş, pazarlama satış giderleri artmıştır.
- Adese'nin olumlu olan değerleri, halka arzdan sonra da olumlu olarak devam etmiştir. Durum stabildir. Dolayısıyla halka arzın, Adese'nin gider yönetimine olumlu ya da olumsuz bir etki yaptığını söylemek mümkün değildir. Adese'nin gider yönetimi performans kriteri için halka arz nötr durumdadır.

Genel olarak bakıldığında, halka arzdan önce gider yönetimi iyi olan şirketlerin halka arzdan sonra da gider yönetimi performansı iyi olarak devam etmiş, halka arzdan önce gider yönetimi performansı riskli olan şirketlerin halka arzdan sonraki gider yönetimi performansları, halka arzın doğurduğu gerekliliklerle birlikte olumsuz etkilenmiştir.

Yukarıdaki bilgiler ışığında, halka arzın gider yönetimi performans kriterini olumlu ya da olumsuz etkilediğini söylemek güç. Bununla birlikte halka arzın gider yönetimi performans kriterine direk etki etmediği, gider yönetimindeki önemli kalemleri etkileyerek endirek etki ettiği söylenebilir.

#### **3.5.3.4. Operasyonel Verimlilik**

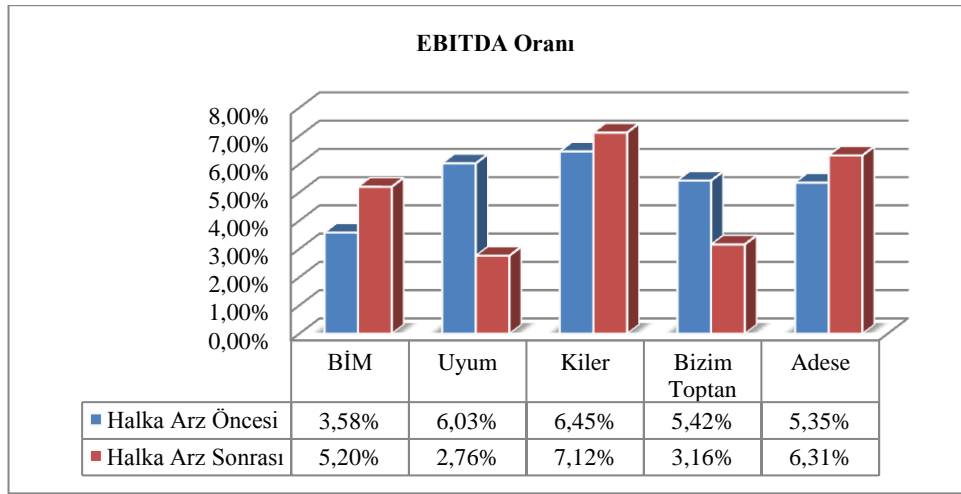
Tablo 32.'deki S4 boyutu, operasyonel verimlilik kriterini oluşturan ölçüt ve ölçümü içermektedir.

Gıda perakende sektöründeki EBITDA oranları, toptan mağazacılıkta %4, discount ve süper market formatlarında %6 oranlarındadır. Sektör ortalamaları baz alınarak, Tablo 32.'deki veriler ile şirketlerin operasyonel verimlilik performans kriteri değerlendirildiğinde, aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

**Tablo 31.Şirketlerin EBITDA Oranları**

Şirket	EBITDA Oranı	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
BİM	3,58%	5,20%
Uyum	6,03%	2,76%
Kiler	6,45%	7,12%
Bizim Toptan	5,42%	3,16%
Adese	5,35%	6,31%

**Grafik 34.EBITDA Oranı Grafiği**



Şirketlerin Tablo 31.'de yer alan, ortalama EBITDA oranları ve Grafik 34.'e bakıldığında;

- BİM'in halka arzdan önce sektör ortalamasından çok daha aşağıda olan EBITDA oranı, halka arzdan sonra iyileştirme göstermiş ancak sektör ortalamasının altında kalmıştır. Halka arz, EBITDA oranı performans kriterini olumlu etkilemiştir.
- Uyum'un halka arzdan önce sektör ortalamasında olan EBITDA oranı, halka arzdan sonra sektör ortalamasının oldukça altına gerilemiştir. Halka arz, EBITDA oranı performans kriterini olumsuz etkilemiştir.
- Kiler'in halka arzdan önce sektör ortalaması üstünde olan EBITDA oranı, halka arzdan sonra artarak daha iyi bir duruma gelmiştir. Halka arz, EBITDA oranı performans kriterini olumlu etkilemiştir.
- Bizim Toptan'ın halka arzdan önce sektör ortalamasının üstünde olan EBITDA oranı, halka arzdan sonra sektör ortalamasının altına gerilemiştir. Halka arz, EBITDA oranı performans kriterini olumsuz etkilemiştir.



- Adese'nin halka arzdan önce sektör ortalaması altında olan EBITDA oranı, halka arzdan sonra artarak sektör ortalaması üzerine çıkmıştır. Halka arz, EBITDA oranı performans kriterini olumlu etkilemiştir.
- Halka arzın, EBITDA oranı performans kriterini, olumlu etkilediği şirketler olduğu gibi, olumsuz etkilediği şirketler de olduğu tespit edilmiştir.
- EBITDA oranı performans kriteri olumlu etkilenen şirketlerin, net kar, amortisman ve finansman giderleri incelendiğinde, net kar, finansman ve amortisman giderlerinin arttığı saptanmıştır.
- EBITDA oranı performans kriteri olumsuz etkilenen şirketlerin, net kar, amortisman ve finansman giderleri incelendiğinde, Uyum'da net karın, Bizim Toptan'da ise finansman giderinin azaldığı tespit edilmiştir.

Yukarıdaki bilgiler ışığında, halka arzın EBITDA oranı performans kriterine direk etki etmediği, EBITDA oranındaki önemli kalemleri etkileyerek endirek etki ettiği söylenebilir.

**Tablo 32.Şirket İçi İşlevler Boyutu Analizi**

BİM													
Boyut	2002	2003	2004	31.03.2005	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
S1.1	0,00%	20,08%	16,94%	1,86%	8,84%	21,78%	19,26%	31,78%	15,01%	12,29%	11,45%	11,13%	14,88%
S1.2	0,00%	22,26%	19,03%	2,75%	8,84%	21,78%	19,19%	31,79%	15,06%	12,29%	11,45%	11,13%	9,44%
S2	0,00%	10,85%	2,02%	2,52%	3,92%	-3,04%	1,29%	-6,85%	8,09%	-5,33%	-4,85%	-1,56%	-0,41%
S3.1	3,59%	3,26%	3,08%	3,13%	2,99%	2,84%	2,79%	2,71%	2,81%	2,68%	2,55%	2,50%	2,44%
S3.2	5,83%	5,90%	6,27%	6,47%	6,33%	5,95%	5,83%	5,72%	5,90%	5,65%	5,40%	5,46%	5,46%
S3.3	13,19%	12,61%	12,80%	13,01%	12,55%	11,72%	11,44%	11,21%	11,16%	10,78%	10,20%	10,25%	10,11%
S3.4	3,23%	2,80%	2,58%	2,64%	2,37%	2,13%	1,89%	1,77%	1,73%	1,59%	1,54%	1,48%	1,48%
S4	3,31%	3,21%	4,28%	3,49%	3,27%	5,11%	5,70%	4,61%	6,12%	5,70%	5,59%	5,24%	5,42%

UYUM								
Boyut	2007	2008	2009	30.09.2010	2010	2011	2012	2013
S1.1	0,00%	11,11%	3,33%	6,45%	0,00%	33,33%	25,00%	12,73%
S1.2	0,00%	17,31%	-3,39%	7,20%	2,95%	34,54%	26,05%	24,87%
S2	0,00%	1,72%	-2,71%	6,09%	-3,23%	0,38%	7,07%	0,54%
S3.1	2,72%	3,16%	3,51%	3,54%	3,57%	3,99%	4,76%	5,06%
S3.2	8,68%	9,15%	9,95%	9,38%	11,98%	14,49%	12,38%	9,75%
S3.3	16,23%	16,89%	19,04%	17,94%	19,08%	22,29%	23,94%	20,73%
S3.4	3,69%	3,60%	2,66%	3,81%	3,38%	4,68%	4,91%	3,51%
S4	5,59%	5,43%	7,91%	5,21%	4,30%	0,49%	1,00%	5,26%

KİLER							
Boyut	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
S1.1	0,00%	16,67%	0,62%	6,79%	12,72%	3,59%	2,97%
S1.2	0,00%	24,22%	-3,70%	2,75%	8,31%	1,18%	0,92%
S2	0,00%	31,10%	19,95%	7,22%	8,06%	-12,59%	-2,49%
S3.1	2,87%	3,84%	4,55%	4,41%	5,10%	4,56%	4,48%
S3.2	5,71%	7,34%	6,44%	7,66%	8,91%	8,81%	8,75%
S3.3	14,62%	17,41%	16,82%	18,09%	20,75%	19,02%	18,27%
S3.4	2,49%	4,05%	3,27%	4,85%	4,74%	4,18%	3,53%
S4	2,08%	3,99%	8,98%	10,74%	8,65%	7,91%	4,80%

BİZİM TOPTAN							
Boyut	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
S1.1	0,00%	7,78%	-5,15%	18,48%	13,76%	10,48%	10,95%
S1.2	0,00%	11,27%	-1,69%	13,78%	17,33%	16,45%	16,62%
S2	0,00%	4,08%	15,38%	2,72%	-1,42%	1,67%	1,52%
S3.1	1,05%	1,13%	1,33%	1,28%	1,27%	1,33%	1,41%
S3.2	1,88%	2,02%	2,22%	2,36%	2,34%	2,48%	2,74%
S3.3	4,04%	4,10%	4,37%	4,24%	4,41%	4,73%	5,29%
S3.4	1,15%	1,08%	1,07%	1,13%	1,02%	0,95%	1,00%
S4	5,02%	6,23%	6,20%	4,25%	3,92%	2,69%	2,87%

ADESE							
Boyut	2008	2009	2010	30.06.2011	2011	2012	2013
S1.1	0,00%	0,77%	-9,16%	12,61%	4,48%	0,71%	-4,26%
S1.2	0,00%	4,66%	-16,80%	16,59%	5,13%	-9,70%	-13,15%
S2	0,00%	-0,39%	-0,41%	12,65%	2,77%	-5,64%	-10,02%
S3.1	0,00%	0,03%	0,01%	2,96%	2,86%	3,09%	2,24%
S3.2	8,19%	9,36%	9,72%	9,00%	9,42%	10,33%	9,40%
S3.3	15,08%	17,69%	17,83%	17,67%	17,74%	19,53%	20,68%
S3.4	3,88%	4,30%	4,80%	3,94%	3,93%	3,48%	4,32%
S4	7,48%	3,74%	4,88%	5,30%	6,61%	6,13%	6,18%

### 3.5.4.Öğrenme ve Gelişme Boyutu Kriterleri, Ölçütleri ve Ölçümleri

Öğrenme ve gelişme boyutu verileri oluşturulurken çalışmanın kısıtları dahilinde, sektör baz alınarak elde edilen göstergeler Tablo 33.'te yer almaktadır. Seçilen göstergeler, bağımsız ve diğer verilerle ilişkilendirilmiş, kriterler Tablo 37.'de yer alan analiz sonuçlarına göre değerlendirilmiştir.

**Tablo 33.Öğrenme ve Gelişme Boyutu Kriterleri**

Boyut	Kriter	Ölçütler	Ölçüm
O1.1	Çalışan performansı	Personel başına günlük satış miktarı	(Satışlar/Personel)/gün sayısı
O1.2		Personel başına düşen alan miktarı	Toplam satış alanı/çalışan sayısı

Gıda perakende sektöründeki personel başına günlük net satış ve satış alanı miktarları Tablo 34.'te yer almaktadır. Sektör ortalamaları baz alınarak, şirketlerin çalışan performansı kriteri değerlendirildiğinde, aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

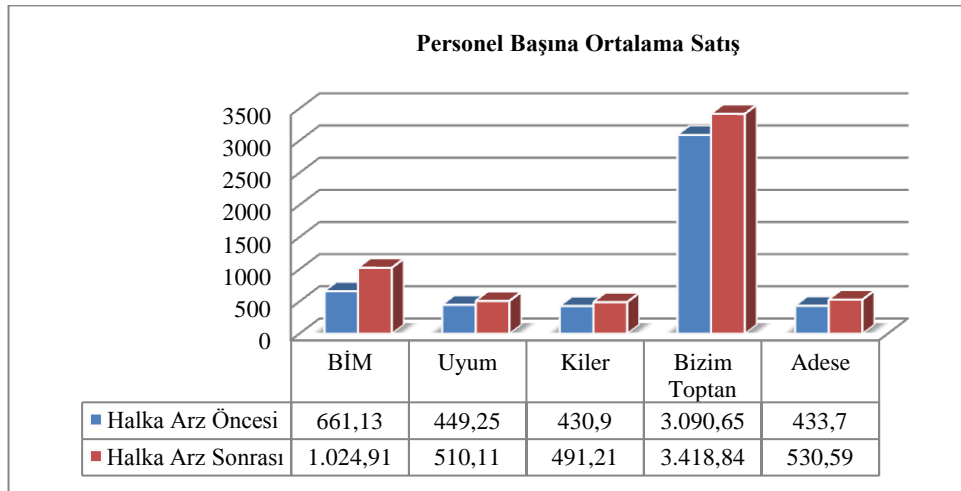
**Tablo 34.Gıda Perakende Sektöründeki Personel Başına Satış ve Satış Alanı**

Giderler	Sektör Ortalaması		
	Toptan	Discount	Süper Market
Personel başına günlük satış miktarı (TL.)	3.000 - 4.000	800 – 1.000	500 - 600
Personel başına satış alanı (m <sup>2</sup> )	80 - 100	50 - 70	30 - 40

**Tablo 35.Şirketlerin Personel Başına Düşen Günlük Ortalama Satış Miktarı**

Şirket	Personel Başına Satış	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
BİM	661,13	1.024,91
Uyum	449,25	510,11
Kiler	430,90	491,21
Bizim Toptan	3.090,65	3.418,84
Adese	433,70	530,59

**Grafik 35.Personel Başına Düşen Günlük Ortalama Satış Miktarı Grafiği**



Tablo 35.'te yer alan, şirketlerin personel başına düşen ortalama günlük satış miktarına bakıldığında, Grafik 35.'te de görüleceği üzere;

- BİM'in halka arzdan önce sektör ortalaması altında kalan personel başına günlük satış miktarı, halka arzdan sonra sektör ortalamasına çıkmıştır.

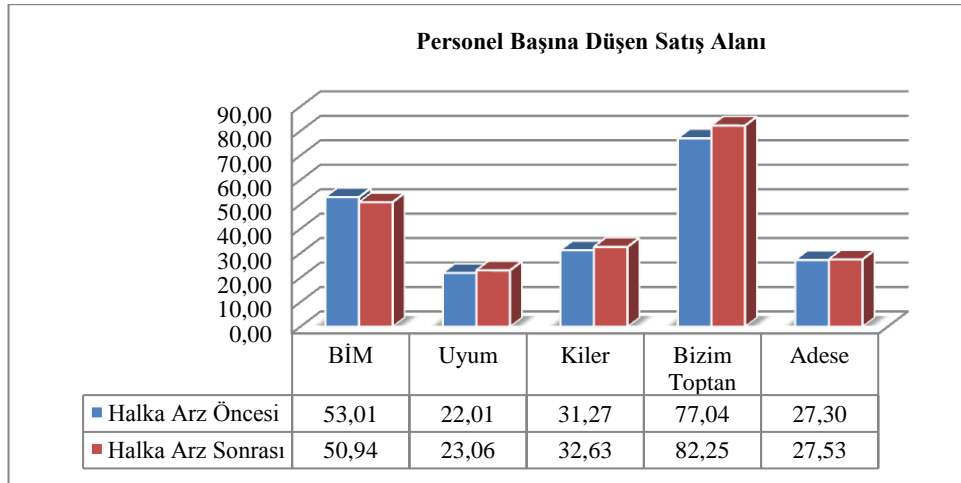
- Uyum'un halka arzdan önce sektör ortalaması altında kalan personel başına günlük satış miktarı, halka arzdan sonra sektör ortalamasına çıkmıştır.
- Kiler'in halka arzdan önce sektör ortalaması altında kalan personel başına günlük satış miktarı, halka arzdan sonra sektör ortalamasına çıkmıştır.
- Bizim Toptan'ın halka arzdan önce sektör ortalamasında olan personel başına günlük satış miktarı, halka arzdan sonra da sektör ortalamasında seyretmiştir.
- Adese'nin halka arzdan önce sektör ortalaması altında kalan personel başına günlük satış miktarı, halka arzdan sonra sektör ortalamasına çıkmıştır.

Genel olarak bakıldığında, halka arz tüm şirketlerin personel başına günlük satış miktarını olumlu etkilemiştir.

**Tablo 36.Şirketlerin Personel Başına Düşen Ortalama Satış Alanı**

Şirket	Personel Başına Düşen Satış Alanı (M <sup>2</sup> )	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
BİM	53,01	50,94
Uyum	22,01	23,06
Kiler	31,27	32,63
Bizim Toptan	77,04	82,25
Adese	27,30	27,53

**Grafik 36.Personel Başına Düşen Satış Alanı Grafiği**



Tablo 36.'da yer alan, şirketlerin personel başına düşen ortalama günlük satış alanına bakıldığında, Grafik 36.'da da görüleceği üzere;

- BİM'in halka arzdan önce sektör ortalamasında olan personel başına satış alanı, halka arzdan sonra da sektör ortalamasında seyretmiştir.

- Uyum'un halka arzdan önce sektör ortalamasının altında olan personel başına satış alanı, halka arzdan sonra iyileşme göstermiş ancak sektör ortalamasının altında seyretmiştir. Bu olumsuzluğun nedenleri incelendiğinde, Uyum'un halka arz sonrası büyüme dönemine girerek büyümeyi kaarşılacak oranda personel sayısını arttırdığı, unlu mamuller üretim tesisi, et entegre tesisi, tavuk parçalama tesisi, bakliyat paketleme tesisi ve depo gibi yardımcı yerleşke personelini kendi bünyesinde bulundurduğu tespit edilmiştir. Bu durum satış alanı verilerini olumsuz etkilemektedir.
- Kiler'in halka arzdan önce sektör ortalamasında olan personel başına satış alanı, halka arzdan sonra da sektör ortalamasında seyretmiştir.
- Bizim Toptan'ın halka arzdan önce sektör ortalamasında olan personel başına satış alanı, halka arzdan sonra iyileşme göstererek sektör ortalamasında seyretmiştir.
- Adese'nin halka arzdan önce sektör ortalamasının altında olan personel başına satış alanı, halka arzdan sonra iyileşme göstermiş ancak sektör ortalamasının altında kalmıştır. Bu olumsuzluğun nedenleri incelendiğinde, satış alanı m<sup>2</sup>'nin azalmasına karşın, personel sayısının da düşmüş olmasının tespiti, bu olumsuzluğu açıklamamaktadır.

Genel olarak bakıldığında halka arz, personel başına düşen satış alanı m<sup>2</sup>'sini olumlu olarak etkilemiştir.

Halka arz, çalışan performansı kriterine olumlu etki yapmıştır.

**Tablo 37.Öğrenme ve Gelişme Boyutu Analizi**

BİM													
Boyut	2002	2003	2004	31.03.2005	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
O1.1	652,32	652,90	667,91	671,39	693,23	776,55	824,32	917,80	1.011,31	1.100,08	1.208,76	1.307,98	1.384,12
O1.2	55,753	55,138	53,287	50,828	51,489	52,894	49,919	51,425	51,960	51,394	50,526	50,23	48,63

UYUM								
Boyut	2007	2008	2009	30.09.2010	2010	2011	2012	2013
O1.1	423,71	415,53	477,19	480,57	469,77	422,50	538,67	609,49
O1.2	23,33	21,76	21,48	21,46	21,28	19,37	23,31	28,26

KİLER							
Boyut	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
O1.1	428,13	354,31	474,93	466,22	432,16	491,11	550,36
O1.2	29,70	28,74	33,19	33,43	33,16	31,54	33,19

BİZİM TOPTAN							
Boyut	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
O1.1	2.778,02	3.201,34	3.109,80	3.273,46	3.435,98	3.411,90	3.408,65
O1.2	74,53	78,62	76,73	78,30	80,79	82,02	83,95

ADESE							
Boyut	2008	2009	2010	30.06.2011	2011	2012	2013
O1.1	467,06	397,59	430,56	439,60	447,03	533,85	610,89
O1.2	33,81	26,54	23,06	25,80	25,99	27,69	28,90

## SONUÇ

Gelişmiş ülkelerin ekonomileri incelendiğinde, bu ülkelerde, halkın elindeki sermayenin, sermaye piyasaları sayesinde ekonomiye kazandırıldığı, şirketlerin büyük çoğunluğunun sermaye piyasaları ile birlikte büyüdüğü görülmektedir. Bu durumun, gelişmiş ülkelerdeki sermaye piyasalarının köklü geçmişiyle doğrudan ilişkili olduğu kabul edilir bir gerçektir. Ülkemizde ise sermaye piyasaları henüz çok gençtir. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulmasıyla hayatına başlamıştır. Sermaye piyasalarının gelişerek büyümesi ülke ekonomisinin de gelişmesini sağlayacaktır.

Halka arz, bir anonim şirketin finansal kaynak ihtiyacını karşılamak için hisselerinin bölünerek, halka çağrı ve ilan yoluyla, daha önce bilinmeyen yerli ya da yabancı yatırımcılara satışı sonucu, anonim şirkete sağlanan doğrudan finansman yöntemi olarak tanımlanmaktadır. Halka arz şirketlerin alabileceği en önemli kararlardan biridir.

BIST'da işlem gören şirketlerin yer aldığı sektörler incelendiğinde, borsada işlem gören perakende şirketi sayısının oldukça az olduğu saptanmıştır. Uzmanlığa inilip, gıda perakendecisi şirket sayısına bakıldığında, BIST'da işlem gören sadece 8 gıda perakendecisi şirket vardır.

Perakendenin ülke ekonomisindeki lokomotiflerden biri olduğu ve faaliyette olan irili ufaklı çok sayıda zincir gıda perakendecisi işletme olmasına rağmen, halka arz olma oranının yok denecek kadar az olması düşündürücüdür. Halka arzın literatürde anlatılan faydaları düşünüldüğünde, bu durum daha da merak uyandırıcıdır.

Çalışmanın çıkış noktası bu merak olmuş ve halka arzın gıda perakendecisi şirketlerin kurumsal performanslarına etkisi incelenmiştir.

“Ölçemediğimizi yönetemeyiz” felsefesiyle hareket eden şirketler, kurum kültürleri, stratejileri ve iş modellerine uygun performans yönetim sistemleri uygulamaktadırlar. Yapılan literatür taraması sonucunda çalışmamızda, işletmelerin kurumsal performanslarını, dört farklı performans boyutuyla ele alan ve ölçümleyebilen BSC performans değerlendirme modeli kullanılmıştır.

BSC Performans Değerleme Modeli'nin, finansal, müşteri, şirket içi işlevler, öğrenme ve gelişmeden meydana gelen 4 boyutunu oluşturan kriterler, perakendenin kritik performans göstergelerinden seçilmiştir. Bu göstergeler işletmelerin kurumsal performanslarını değerlendirebileceğimiz kriterlerdir. Performans kriterleri, izahname, faaliyet raporları ve finansal tablolar kullanılarak ölçümlenmiş ve aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır.

Finansal boyut performans kriterlerinin sonuçları, “yönetim ve hissedarlar ekonomik olarak işletmeyi nasıl görüyorlar ?” sorusuna cevap vermektedir. Yapılan çalışmada “halka arz finansal performans kriterlerini nasıl etkilemiştir ?” sorusuna da cevap aranmıştır. Sorulara cevap verebilmek için yedi farklı performans kriteri tespit edilmiş ve incelenmiştir.

- Brüt karlılık olumlu etkilenirken, net karlılık, 2013 yılında yapılan bir çalışmada da belirtildiği üzere, firmaların halka arz öncesi mali tablolarında gerçeği yansıtmayan rakamların kullanılması sonucu finansal durumlarının olduğundan daha iyi gösterilmesi ve halka arzdan sağlanan finansal kaynakların verimli kullanılmaması nedenleriyle olumsuz etkilenmiştir.
- Satış, büyüme, cari oran değişimi ve borç ödeme gün sayısı olumlu etkilenmiştir.
- Nakit dönüş süresi nötr durumdadır.
- Halka arzın piyasa değerini olumlu etkilediği şirketler olduğu gibi olumsuz etkilediği şirketler de olmuştur. Bu durumun, 2007 ve 2008 yıllarında yapılan çalışmalarda da belirtildiği üzere, hisse senetlerinin, yüksek getiri elde etmek amacıyla gerçeği yansıtmayan yüksek değerli fayattan halka arz edilmesi ya da halka arz performansının olumlu gösterilmesi için hisse senetlerinin düşük fiyattan halka arz edilmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Elde edilen bulgular sonucunda halka arz, işletmelerin finansal boyut performans kriterlerine olumlu etki etmiştir. Bununla birlikte; halka arzın net karlılığa ve piyasa değerine etkisinin doğru tespit edilebilmesi için farklı analiz ve değerlendirme yöntemlerinin kullanılacağı bir çalışma yapılması önerilmektedir.

Müşteri boyutu performans kriterlerinin sonuçları, “firma müşterilere nasıl görünmelidir ? ve müşteriler firmayı nasıl görüyorlar ?” sorularına cevap



vermektedir. Yapılan çalışmada “halka arz müşteri boyutu performans kriterlerini nasıl etkilemiştir ?” sorusuna da cevap aranmıştır. Sorulara cevap verebilmek için üç farklı performans kriteri tespit edilmiş ve incelenmiştir.

Halka arzın, yapılan literatür çalışmalarında da görüldüğü üzere güven duygusunu arttırdığı, uygulama sonucunda da müşteri sadakatini, müşteri sepet payını ve ürün memnuniyetini olumlu etkilediği tespitiyle pekiştirilmiştir. Ayrıca ürün memnuniyetindeki olumlu etkilenme halka arzın kurumsallaşma sonucu iyileşen iş ve kalite süreçleri ile de ilişkilendirilmektedir.

Elde edilen bulgular sonucunda halka arz, işletmelerin müşteri boyutu performans kriterlerine olumlu etki etmiştir.

Şirket içi işlevler boyutu performans kriterlerinin sonuçları, “işletmenin geliştirmesi gereken süreçler nelerdir ? Mükemmelliği nasıl sağlarız ?” sorularına cevap vermektedir. Yapılan çalışmada “halka arz şirket içi işlevler boyutu performans kriterlerini nasıl etkilemiştir ?” sorusuna da cevap aranmıştır. Sorulara cevap verebilmek için dört farklı performans kriteri tespit edilmiş ve incelenmiştir.

- Halka arz, satış noktası sayısı ve satış alanı miktarlarını olumlu etkilemiştir.
- Halka arzın, gider yönetimini olumlu etkilediği şirketler olduğu gibi, daha önce yapılan çalışmalarda da tespit edildiği üzere, halka arz öncesi doğruyu yansıtmayan finansal rakamlar ve giderlerin doğru yönetilmemesi sonucu , gider yönetimi performansını olumsuz etkilediği şirketler de mevcuttur.
- Halka arzın, uygulama sonucu elde edilen verilerde, kategori yönetimini etkilemediği sonucunu doğursa da, yine halka arz öncesi doğru rakamların kullanılmamasından kaynaklı bir etkilenme olduğu düşünülmektedir.

Halka arzın, şirket içi işlevsel boyut kriterlerini olumlu etkilediği tespit edilmiş olmakta birlikte; halka arzın kategori yönetimine etkisinin doğru tespit edilebilmesi için farklı analiz ve değerlendirme yöntemlerinin kullanılacağı bir çalışma yapılması önerilmektedir.

Öğrenme ve gelişme boyutu performans kriterlerinin sonuçları, “işletmenin öğrenme ve gelişme yeteneklerini nasıl sürdürülebilir hale getiririz ?” sorusuna cevap vermektedir. Yapılan çalışmada “halka arz öğrenme ve gelişme boyutu performans

kriterlerini nasıl etkilemiştir ?” sorusuna da cevap aranmıştır. Sorulara cevap verebilmek için, farklı performans kriterleri kullanılabilirken, bilgiye ulaşım kısıtı nedeniyle tek performans kriteri incelenebilmiştir.

Halka arz, çalışan performansı kriterini olumlu etkilemiştir.

Yapılan uygulama sonucunda, halka arzın gıda perakende şirketlerinin kurumsal performanslarını olumlu etkilediği tespit edilmiştir.

Yanı sıra, elimizdeki çalışma, ana kaynak niteliğinde olup, geliştirilmesi gereken noktaların açıklığa kavuşturulması için farklı uygulama çalışmalarına kapı açarak, öncülük eder nitelikte olacaktır.

## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

- Aydın, N., Kayacan, M., Sayılır, Ö., Taylan, S., Afşar, A., **Borsaların Yapısı ve İşleyişi** (1.Baskı), Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, 2012
- Göktürk, K., Özdamar, M., Çağlar, H., Can, M.Ç., **Sermaye Piyasası Hukuku** (1.Baskı), Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, 2013
- Hacıoğlu Ü., Dinçer H., **Finansa Giriş**, Beta Yayınları, İstanbul, 2009
- İnam, M., **Sermaye Piyasası** (1.Baskı), Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2007
- Kaplan, R.S., Norton, D.P., **Balanced Scorecard: Şirket Stratejisini Eyleme Dönüştürmek** (5.Baskı), Sistem Yayıncılık, İstanbul, 2009
- Karlı, M., **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler** (5.Basım), Alfa Yayınları, İstanbul, 2004
- Taner, B., Akkaya, G.C., **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler** (Yenilenmiş 2.Baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2012

### SÜRELİ YAYINLAR

- Ağca, V., Elitaş, C., **Firmalarda Çok Boyutlu Performans Değerleme Yaklaşımları: Kavramsal Bir Çerçeve**, A.K.Ü. Sosyal Bilimler Dergisi, VIII, 2006, s.343-369
- Ağca, V., Tunçer, E., **Çok Boyutlu Performans Değerleme Modelleri ve Bir Balanced Scorecard Uygulaması**, A.K.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt.VIII, Sayı.1, 2006, s.173-193
- Bayyurt, N., **İşletmelerde Performans Değerlendirmenin Önemi ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkiler**, Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi, 53, 2007, s.577-592

- Beşirli, M., **Osmanlı'da Borsa:Dersaadet Tahvilat Borsası'ndan Esham ve Tahvilat Borsası'na Yeni Düzenleme Girişimleri**, Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt.19, Sayı.1, 2009, s.185-208
- Çınaroğlu, S., **İşletmelerde Performans Ölçüm Modelleri**, Ç.Ü.İİBF Dergisi, Cilt.16, Sayı.2, 2012, s.119-134
- Demir, A.S., Taşkın, H., **İşletme Performansı Ölçme Modellerinin Karşılaştırılması:Kuantum Performansı, Maddi Olmayan Varlıkların İzlenmesi, Performans Prizması ve Skandia Kılavuzu Modelleri**, Journal of Yasar University, Cilt.3, Sayı.11, 2008, s.1695-1709
- Karaman, R., **İşletmelerde Performans Ölçümünün Önemi ve Modern Bir Performans Ölçme Aracı Olarak Balanced Scorecard**, SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 2008, s.411-427
- Karğın, S., **Faaliyet Tabanlı Maliyetleme Yönteminin Yükselişi ve Düşüşü**, Muhasebe ve Finans Dergisi, Sayı.58, 2013, s.21-40
- Kaygusuz, S.Y., **Yönetim Muhasebesinin Performans Yönetimi Fonksiyonunda Geldiği Son Nokta: Balanced Scorecard (Ölçüm Kartı Tekniği)**, İş, Güç Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi, Cilt.7, Sayı.1, 2005, s.81-103
- Töre Başat, H., **Bir Performans Ölçüm Modeli Olarak Performans Prizması ve The London Youth Örneği**, A.K.Ü.İ.İ.B.F.Dergisi, Cilt.XIII, Sayı.I, 2011, s.13-37
- Utkutuğ, Ç.P., **Kurumsal Performans Değerlendirme Yöntemi Olarak Toplam Başarı Göstergesi Yöntemi**, G.Ü. Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi, Sayı.23, 2008, s.55-78
- Yüreğir, O.H., Nakıboğlu, G., **Performans Ölçümü ve Ölçüm Sistemleri:Genel Bir Bakış**, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt.16, Sayı.2, 2007, s.545-562

## YAYINLANMAMIŞ BİLDİRİLER

Baynal K., Karasakal, O., (2008), **İşletmelerde Performans Ölçümlerinin Balanced Scorecard ile Değerlendirilmesi ve Bir Uygulama**, Yöneylem Araştırması ve Endüstri Mühendisliği 28. Ulusal Kongresi, İstanbul

## İNTERNET KAYNAKLARI

Güngör Akpınar, F., **Halka Arz Olmak Bir Şirkete Neler Kazandırır?**, TÜYİD E Bülten, sayı 10, [http://www.tuyid.org/files/makaleler/EBulten\\_10\\_sayi\\_FGA.pdf](http://www.tuyid.org/files/makaleler/EBulten_10_sayi_FGA.pdf), 08/02/2014

## TEZLER

Arık, H.E., **Cumhuriyet Döneminde Menkul Kıymetler ve Borsa (1923-1985)**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010

Ayoğlu, T., **Sermaye Piyasası Hukuku'nda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006

Bilgiç, F., **Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansları ve İMKB'de 2006-2007 Yıllarına İlişkin Ampirik Bir Çalışma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008

Ceylan, E., **Para Politikası Amaçları, Araçları, Türkiye'de 1980 Sonrası İzlenen Para Politikası Uygulamaları ve 2000 Yılı Sonrası Türk Dış Ticaretindeki Gelişmeler**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010

Daştı, İ., **Türk Sermaye Piyasasının Yapısı ve İşleyişi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Projesi, Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007

Gökalp, N.K., **İMKB'de Halka Arz Uygulamaları ve Analizi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010

- Gökçe, M., **Bankalararası Para Piyasası Üzerine Teorik ve Uygulamalı Bir İnceleme**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010
- Hotamış, T.N., **Anonim Şirketlerin Halka Açılma Süreci ve Hisse Senedi Değerlemesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007
- Kocaman, N.G., **Performans Ölçümüne Geleneksel Olmayan Bir Yaklaşım:Kurumsal Karne Yöntemi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006
- Küçükçaylı, F., **Halka Arzın Firma Mali Performansı Üzerine Etkisi:Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2013
- Kütük, Ö., **Türev Araçlar ve Türk Bankacılık Sektöründeki Uygulamaları**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014
- Mardomkhah, N., **Türkiye'de Yatırım Fonları ve Sermaye Piyasasının Gelişimine Katkıları**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2012
- Önder, T., **Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2005
- Özdemir, A., **Türkiye'de Para Politikasının Ekonomik İstikrarı Sağlamadaki Rolü (1980 Sonrası Dönem)**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010
- Öznacar, R., **Vadeli İşlemlerin Para Piyasalarına Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006

Turan Kurtaran, A., **Türkiye'de İlk Halka Arzların Fiyat Performanslarının Sektörler İtabariyle Karşılaştırmalı Analizi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2012

## İNTERNET / KURUM

Borsa İstanbul, **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hakkında**, 2011, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 03/02/2014

Adese, **Tarihçe**, b.t., <http://www.adese.com.tr/Kurumsal.aspx?page=Tarihce>, 24/03/2014

BİM, **Hakkımızda**, b.t., <http://www.bim.com.tr/Categories/108/hakkimizda.aspx>, 24/03/2014

Borsa İstanbul, **Sermaye Piyasası Araçları**, 2013, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 19/12/2013

Borsa İstanbul, **Yedi Adımda Halka Arz**, b.t., [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), 21/02/2014

BT, **Tarihçe**, b.t., <http://www.bizimtoptan.com.tr/tr-TR/Page/Show/255/sirket-tarihi-ve-is-tanimi.html#.U6xpv8RdWSo>, 24/03/2014

DPT, **Kalkınma Planı Birinci Beş Yıl (1963-1967)**, 1963, [www.esk.dpt.gov.tr](http://www.esk.dpt.gov.tr), 22/01/2014

Kiler, **Tarihçe**, b.t., <http://www.kiler.com.tr/kurumsal/tarihce.aspx>, 24/03/2014

SPK, **Borsa Şirketlerinin Yükümlülükleri**, b.t., <http://www.spk.gov.tr>, 21/02/2014

SPK, **Sermaye Piyasası Kurulunun Oluşumu**, 1982, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr), 23/01/2014

SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2**, 2010, <http://www.spk.gov.tr/>, 03/02/2014

T.C.Resmi Gazete, **Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Tebliği (II-5.2)**, 2013, <http://www.resmigazete.gov.tr>, 21.02.2014

Takasbank, **Hakkımızda**, 2013, [www.takasbank.com.tr](http://www.takasbank.com.tr), 18/12/2013

TBMM, **T.C. Anayasası**, 1982, [www.tbmm.gov.tr](http://www.tbmm.gov.tr), 23/01/2014

TCMB, **Terimler Sözlüğü**, b.t., <http://www.tcmb.gov.tr>, 12/04/2014

Uyum, **Hakkımızda**, b.t., <http://www.uyum.com/Kurumsal/Hakkimizda>, 24/03/2014

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., **Türev Araçlar Lisanslama Rehberi**, 2006,  
[www.vob.org.tr](http://www.vob.org.tr), 26/10/2013



## ÖZGEÇMİŞ

8 Ekim 1978 tarihi, İstanbul ili Çatalca ilçesine bağlı Gürpınar köyü doğumluyum. İlk ve Orta öğrenimimi Gürpınar Azime Yılmaz İlköğretim Okulu'nda, Lise öğrenimimi ise 1995 yılında, Avcılar Endüstri Meslek Lisesi'nde tamamladıktan sonra, Trakya Üniversitesi, Elektronik ve Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Çalışma Ekonomisi ve Endüstriyel İlişkiler Bölümlerinden 1999 ve 2012 yıllarında mezun oldum. 1999 - 2002 yılları arasında farklı özel okul ve dersanelerde Bilgisayar Öğretmeni olarak görev yaptım. 2002'den beri özel şirketlerde Müşteri İlişkileri Yönetimi, İnsan Kaynakları Yönetimi ve Kurumsal Gelişim Yönetimi alanlarında farklı seviyelerdeki yöneticilik görevini sürdürmekteyim. 2012 yılında da, Beykent Üniversitesi, İşletme Yönetimi Anabilim Dalında Yüksek Lisans eğitimime başladım.

Özel ilgi alanlarım, işletme yönetimi, stratejik karar verme süreçleri ve modelleridir.