

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**İLK HALKA ARZIN ŞİRKETLERİN FİNANSAL
PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA
İSTANBUL ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA**

HAZIRLAYAN
Fenant Mhagama
2501111184

TEZ DANIŞMANI
Yard. Doç. Dr. Mehmet Sabri TOPAK

İSTANBUL-2014



Y.ÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : FENANT MHAGAMA

Numarası : 2501111184

Anabilim/Bilim Dalı : İŞLETME-İKTİSAT

Tez Savunma Tarihi : 24.03.2014

Danışman : YRD. DOÇ. DR. MEHMET SABRİ TOPAK

Tez Savunma Saati : 15:00

Tez Başlığı : "İLK HALKA ARZIN ŞİRKETLERİN FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA"

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ'NE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUyla karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. N. HÜLYA TALU		KABUL
2- DOÇ. DR. FERDA YERDELEN TATOĞLU		KABUL
3- YRD. DOÇ. DR. MEHMET SABRİ TOPAK		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DOÇ. DR. ERDİNÇ ALTAY		
2- YRD. DOÇ. DR. ÖZLEM YORULMAZ		

İLK HALKA ARZIN ŞİRKETLERİN FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Fenant Mhagam

2501111184

ÖZ

Küresel ekonomik koşullarda şirketlerin kurumsallaşması ve tanınırlığı açısından halka arz kavramının önemi giderek artmaktadır. Hisse senetleri açısından birincil piyasa niteliğinde olan ilk halka arz (İHA) sürecinde şirket performansı yatırımcıları yakından ilgilendirmektedir. Bu çalışmada 2003-2011 yılları arasında Borsa İstanbul’da İHA’sı gerçekleştirilen 38 şirketin finansal performansı ile İHA’sı arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada medyan değişim analizi ve panel veri analizi olmak üzere iki farklı yöntem kullanılmıştır. Çalışma sonunda şirketin finansal performansının İHA öncesi yıla göre İHA yılında ve İHA’dan sonraki yılda düştüğü sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz, Finansal Performans Ölçüsü, Panel Veri Analizi, Medyan Değişim Analizi.

THE EFFECTS OF INITIAL PUBLIC OFFERING ON FINANCIAL PERFORMANCE OF THE FIRMS: A CASE OF ISTANBUL EXCHANGE

Fenant Mhagama

2501111184

ABSTRACT

In global economic conditions the importance of initial public offering concept has been increasing in terms of recognition and institutionalization of the companies. Initial public offering in terms of shares are organized in primary market whereby in process investors are closely interested with company performance. The study has examined a relationship between initial public offerings and financial performance of 38 firms which were initially listed in the Istanbul Exchange in the year between 2003 and 2011. The study has employed two different methods of data analysis which are median change and panel data analysis. As a result of the study, the financial performance of the company has deteriorated during a year of initial public offering and after initial public offering period relative to year before initial public offering.

Key Words: *Initial Public Offering, Financial Performance Measures, Panel Data Analysis, Median Change Analysis.*

ÖNSÖZ

Günümüzde şirketlerin tanınırlığı ve küresel şirketler arasında yer almasında ilk halka arzın önemli bir payı bulunmaktadır. Sermaye piyasaları geliştikçe belirli bir büyüklüğe ulaşmış birçok şirket sağladığı önemli avantajlar nedeniyle hisse senetlerinin menkul kıymetler borsasında işlem görmesi için çalışmalara başlamaktadır. Hisse senetlerinin sermaye piyasasında işlem görmesinin yatırımcılar açısından da önemli kazanımları vardır. İlk halka arzda hisse senedi satın almayı düşünen potansiyel yatırımcılar açısından şirket performansının yüksek olması oldukça önemlidir. Ancak İHA yapıldıktan sonraki yıllarda şirket performansının İHA öncesi yıla göre genellikle daha düşük olduğu görülmektedir.

İHA'nın şirket performansı üzerindeki etkisini Türk Sermaye Piyasası'nda analiz etmek amacıyla yapılan bu çalışmada 2003-2011 yılları arasında Borsa İstanbul'da İHA'sı gerçekleştirilen 38 şirket üzerinde bir araştırma yapılmıştır. Bu kapsamda İHA öncesi yıla göre, İHA yılında ve İHA sonrasındaki yılda şirket performansının düştüğü hipotezi test edilmiştir.

Bu çalışmanın konusunun belirlenmesinden sonuçlandırılmasına kadar geçen uzun ve yoğun süreçte desteğini esirgemeyen tez danışmanım ve değerli hocam Yrd. Doç. Dr. Mehmet Sabri TOPAK'a, ekonometri alanındaki yapıcı yorumları ve engin bilgileri ile çalışmamda önemli katkıları bulunan değerli hocalarım Doç.Dr. Ferda YERDELEN TATOĞLU ve Araş. Gör. Halil İbrahim GÜNDÜZ'e teşekkürlerimi sunarım. Yüksek lisans eğitimim sırasında, İşletme Bölüm Başkanlığı'nda görev yapan tüm öğretim üyelerine ve diğer çalışanlarına teşekkürlerimi sunarım. Türkiye'de bana yüksek lisans öğrenimi fırsatı tanıyan T.C. Başbakanlık Yurtdışı Türkler ve Akraba Topluluklar Başkanlığı'na teşekkür ederim. Ayrıca beni yetiştiren ve bugüne getiren annem Karista HAULE ve babam Laurent MHAGAMA'ya sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Şubat, 2014

Fenant MHAGAMA

İÇİNDEKİLER

Sayfa No:

ÖZ	i
ABSTRACT	ii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLOLAR LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
EKLER LİSTESİ	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

HALKA ARZ KAVRAMI

1.1. İLK HALKA ARZ	3
1.1.1. İlk Halka Arzın (İHA) Tanımı.....	3
1.1.2. İHA'nın Avantajları ve Dezavantajları	5
1.1.2.1. İHA'nın Avantajları	6
1.1.2.2. İHA'nın Dezavantajları	10
1.1.3. Türkiye'de İlk Halka Arz Kampanyası	14
1.2. İLK HALKA ARZ SÜRECİ.....	16
1.2.1. İlk Halka Arz Süreci	16
1.2.1.1. Ön Hazırlık Süreci	17
1.2.1.2. BİST ve SPK'ya Müracaat	18
1.2.1.3. Tanıtım Faaliyetleri	20
1.2.1.4. BİST ve SPK Uzmanlarınca Şirket İncelemesi	21
1.2.1.5. Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması	22

1.2.1.6. Hisse Senetlerinin Halka Arzı	22
1.2.1.7. Satış Sonuçlarının Bildirilmesi	22
1.2.1.8. Borsa Kotuna Alınma ve İşlem Görmeye Başlama	22
1.2.2. İlk Halka Arzda İzahname ve Sirküler	23
1.2.2.1. İzahnamenin Tanımı	23
1.2.2.2. İzahname Hazırlama Esasları	23
1.2.2.3. İzahnamenin Birden Fazla Belge Olarak Düzenlenmesi	24
1.2.2.4. İzahnamenin Oynalanması.....	26
1.2.2.5. İzahnamenin Geçerliliği.....	27
1.2.2.6. İzahnameden Sorumlu Kişiler	28
1.2.2.7. İhraç Belgesinin Düzenlenmesine İlişkin Esaslar.....	28
1.2.2.8. İzahnamenin Tescil ve İlanı.....	29
1.2.2.9. Şirkülerin İlanı	30
1.2.2.10.İzahnamede Yer Alan Finansal Tablolar	30
1.2.3. Şirketin Muhtemel İHA Değerinin Belirlenmesi	35
1.3. HALKA ARZ YÖNTEMLERİ	36
1.3.1. Mevcut Payların Halka Arzı	36
1.3.2. Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu ile Halka Arzı	38
1.3.3. Mevcut Payların Halka Arzı Ve Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu ile Halka Arzı Yöntemlerinin Birlikte Kullanılması	39
1.4. İHA SONRASINDA ŞİRKETİN YÜKÜMLÜLÜKLERİ	40
1.4.1. Temettü Dağıtım Yükümlülüğü	41
1.4.2. Bağımsız Denetim Yükümlülüğü	41
1.4.3. Kamuoyunu Aydınlatma Yükümlülüğü	42
1.4.4. Kurumsal Yönetim Yükümlülüğü	43
1.5. İLK HALKA ARZDAN SONRA PAY SAHİPLERİNE YÖNELİK KISITLAMALAR.....	44

İKİNCİ BÖLÜM

İHA'DA SATIŞ YÖNTEMLERİ VE TÜRKİYE'DE İLK HALKA ARZ

2.1. İHA'DA SATIŞ YÖNTEMLERİ	45
2.1.1. Talep Toplama Satış Yöntemi	46
2.1.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama	46
2.1.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama	47
2.1.1.3. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama.....	48
2.1.2. Borsada Satış Yöntemi	49
2.1.3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi	50
2.2. 2003-2011 DÖNEMLERİNDE BİST'DE İLK HALKA ARZ... 51	
2.2.1. İHA Verilerinin Yıllara Göre Dağılımları	56
2.2.2. İHA Verilerinin Sektörlere Göre Dağılımı	57
2.2.3. Çalışma Kapsamına Dâhil Edilen Şirketlerin İHA Verileri	59

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İLK HALKA ARZIN ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

3.1. LİTERATÜR İNCELEMESİ	61
3.2. İHA'NIN ŞİRKET PERFORMANSI VE FİNANSAL YAPI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN MEDYAN DEĞİŞİM ANALİZİ İLE İNCELENMESİ	75
3.2.1. ANALİZDE KULLANILAN VERİ SETİ VE DEĞİŞKENLER	75
3.2.1.1. Analizde Kullanılan Veri Seti.....	75
3.2.1.2. Analizde Kullanılan Değişkenler.....	76

3.2.2.İHA’NIN ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN MEDYAN DEĞİŞİM ANALİZİ İLE İNCELENMESİ	78
3.2.2.1. İHA Sürecinde Karlılık Oranlarının Medyan Değerleri	79
3.2.2.2. İHA Sürecinde Karlılık Oranlarının Medyan Değişim Analizi	80
3.2.2.3. Karlılık Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değerleri	82
3.2.2.4. Karlılık Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değişim Analizi	85
3.2.3. İHA’NIN ŞİRKETLERİN FİNANSAL YAPISI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN MEDYAN DEĞİŞİM ANALİZİ İLE İNCELENMESİ.....	88
3.2.3.1. İHA Sürecinde Finansal Yapı Oranlarının Medyan Değerleri	88
3.2.3.2. İHA Sürecinde Finansal Yapı Oranlarının Medyan Değişim Analizi ..	89
3.2.3.3. Finansal Yapı Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değerleri.....	90
3.2.3.4. Finansal Yapı Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değişim Analizi..	93
3.3. İHA’NIN ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZ YÖNTEMİYLE İNCELENMESİ	97
3.3.1. PANEL VERİ ANALİZİ	97
3.3.1.1. Klasik Model.....	99
3.3.1.2. Sabit Etkiler Modeli.....	99
3.3.1.3. Tesadüfî Etkiler Modeli	100
3.3.1.4. Hausman Testi	101
3.3.1.5. Panel Veri Analizinde Kullanılan Değişkenler.....	101
3.3.2. ARAŞTIRMA HİPOTEZİ	102
3.3.3. PANEL VERİ ANALİZ SONUÇLARI	103
SONUÇ	111
KAYNAKÇA	115

TABLÖLAR LİSTESİ

Sayfa No:

Tablo 1.1: Halka Açılma Maliyeti	13
Tablo 1.2: Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında İzahnamede Yer Alacak Finansal Tablolar.....	31
Tablo 1.3: İzahnamenin İçeriğinin Hazırlanmasında Esas Alınacak ve Özel Bağımsız Denetimden Geçirilecek Finansal Tablolar.....	32
Tablo 1.4: İzahnamede Yer Alacak Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporları	33
Tablo 1.5: Mevcut Payların Halka Arzı	37
Tablo 1.6: Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu İle Halka Arzı.....	39
Tablo 1.7: Mevcut Payların Halka Arzı Ve Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu ile Halka Arz Yöntemlerinin Birlikte Kullanılması.....	40
Tablo 2.1: Sabit Fiyatla Talep Toplama.....	47
Tablo 2.2: Fiyat Teklif Alma Yoluyla Talep Toplama	48
Tablo 2.3: Fiyat Aralığı ile Talep Toplama.....	49
Tablo 2.4: Borsada Satış Yöntemi	50
Tablo 2.5: 2003-2011 Yıllar Arasında BİST İHA'sı Gerçekleştirilen Şirketler	51
Tablo 2.6: 2003-2011 Yılları Arasında İHA'sı Yapılan Şirket Bilgileri Sayısı ve Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin İHA Tutarı (TL)	56
Tablo 2.7: 2003-2011 Yıllar Arasında BİST Gerçekleşen İHA'ların Sektörlere Göre Dağılımı	58
Tablo 2.8: Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin Sektörlere Göre İHA Verileri	59
Tablo 3.1: Literatürde Yer Alan Çalışmaların Listesi.....	72
Tablo 3.2: Medyan Değişim Analizinde Kullanılan Değişkenler	78
Tablo 3.3: İHA Sürecinde Karlılık Oranlarının Medyan Değerleri	79
Tablo 3.4: İHA Sürecinde Karlılık Oranlarının Medyan Değişim Analizi	81
Tablo 3.5: Karlılık Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değeri	82
Tablo 3.6: Karlılık Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değişim Analizi.....	86
Tablo 3.7: İHA Sürecinde Finansal Yapı Oranlarının Medyan Değerleri	88

Tablo 3.8: İHA Sürecinde Finansal Yapı Oranlarının Medyan Değişimi Analizi....	89
Tablo 3.9: Finansal Yapı Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değerleri.....	90
Tablo 3.10: Finansal Yapı Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değişim Analizi..	94
Tablo 3.11: Panel Veri Analizinde Kullanılan Değişkenler.....	102
Tablo 3.12: Modeller Arasında Seçim Yapılırken Kullanılan Testler	103
Tablo 3.13: Birim ve Zaman Etkisinin Birlikte Sınanması: LR Testi Sonuçları ...	103
Tablo 3.14: Birim Etkinin Sınanması: F Testi Sonuçları	104
Tablo3.15: Zaman Etkisinin Sınanması: LR Testi Sonuçları.....	104
Tablo 3.16: Hausman Testi Sonuçları	105
Tablo 3.17: Varsayımlardan Sapmaların Test Edilmesinde Kullanılan Testler.....	106
Tablo 3.18: Varsayımlardan Sapmaların Düzeltildiği Nihai Modeller	108

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No:

Şekil 1.1: İHA'nın Avantajları	10
Şekil 1.2: İHA'nın Dezavantajları	11
Şekil 1.3: İHA Kampanyası	15
Şekil 1.4: Halka Arz Süreci	17
Şekil 2.1: İHA'nın Sektörlere Göre Dağılımı.....	60
Şekil 3.1: Satışların Karlılığı Oranının Sektörlere Göre Medyan Değeri.....	83
Şekil 3.2: Aktif Karlılık Oranının Sektörlere Göre Medyan Değeri	84
Şekil 3.3: Özkaynakların Karlılığı Oranının Sektörlere Göre Medyan Değeri	85
Şekil 3.4: Maddi Duran Varlıkların Aktiflere Oranının Sektörlere Göre Medyan Değeri.....	91
Şekil 3.5: Finansal Kaldıraç Oranının Sektörlere Göre Medyan Değeri	92
Şekil 3.6: Cari Oranın Sektörlere Göre Medyan Değeri.....	93

EKLERİ LİSTESİ

Sayfa No:

EK 1: 2003-2011 Yıllarında İha'sı Yapılan Şirketlerin Kullanmış Olduğu Halka Arz Yöntemleri	122
EK 2: Mevcut Payların Halka Arzı Yöntemi İle İHA'sı Yapılan Şirketler Ve İHA Büyüklükleri.....	125
EK 3: Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu İle Halka Arz Yöntemini Uygulayan Şirketlerin Listesi Ve İHA Büyüklüğünün Nominal Tutarı	126
EK 4: Mevcut Payların Halka Arzı Ve Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu İle Halka Arzı Yöntemleri Yöntemiyle İHA'sı Gerçekleştirilen Şirketler Ve İHA Büyüklükleri.....	127
EK 5: Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemiyle İHA'sı Gerçekleştirilen Şirketlerin Listesi	128
EK 6: Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi ile İHA'sı Gerçekleştirilen Şirketler	129
EK 7: Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi ile İHA'sı Gerçekleştirilen Şirketler	130
EK 8: Borsada Satış Yöntemiyle İHA'sı Yapılan Şirketler	131
EK 9: İmalat Sanayii Sektöründe Yer Alan Şirketlerin 2003-2011 Yılları Arasında İHA Verileri	132
EK 10: Mali Kuruluşlar Sektöründe Yer Alan Şirketlerin 2003-2011 Yılları Arasında İHA Veriler	133
EK 11: Toptan ve Parekende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Yer Alan Şirketlerin 2003-2011 Yılları Arasında İHA Verileri	134
EK 12: Teknoloji Sektöründe Yer Alan Şirketlerin 2003-2011 Yılları Arasında İHA Verileri	135
EK 13: Diğer Sektörlerde Yer Alan Şirketlerin 2003-2011 Yılları Arasında İHA Verileri	135
EK 14: Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin İHA Yılı	136
EK 15: Medyan Değişim Analizinde Kullanılan Değişkenlerin Değerleri	138

EK 16: Finansal Performans Ölçüleri Ve Finansal Yapı Oranlarının Sektörlere Göre Hesaplanan Değerleri	140
EK 17: Panel Veri Analizi Kullanılan Veri Seti.....	142

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AK	: Aktiflerin Karlılığı
BİST	: Borsa İstanbul
CO	: Cari Oran
D2	: Halka Arz Yılına Ait Kukla Değişken
D3	: Halka Arz Sonrasındaki Yıla Ait Kukla Değişken
ERICO	: Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri A.Ş.
FKO	: Finansal Kaldıraç Oran
GBD	: Güçbir Bağımsız Denetim
İHA	: İlk Halka Arz
IPO	: Initial Public Offering
ISE	: İstanbul Stock Exchange
İSO	: İstnabul Sanayi Odası
KAP	: Kamu Aydınlatma Platfomu
KARKM	: Karkim Akışkanları Enerji Mühendislik A.Ş.
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükte İşletmeler
KRONT	: Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.
KVYK	: Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
MDV	: Maddi Duran Varlıklar
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
ÖK	: Özkaynakların Karlılığı
PWC	: Pricewaterhousecoopers Danışmanlık Hizmetleri Ltd Sti
SILVR	: Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş
SK	: Satışların Karlılığı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TEB	: Türk Ekonomi Bankası
TL	: Türk Lirası
TOBB	: Türkiye Odalar Ve Borsalar Birliği

TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
UTPYA	: Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş:

GİRİŞ

Günümüzde şirketlerin büyüme stratejileri ve yeni yatırım planları çerçevesinde halka arzların önemi giderek artmaktadır. Küresel dünyada yaşanan makroekonomik gelişmeler ve şirketlerin sınırlı finansman kaynakları, sermayenin önemli bir kaynağı olarak halka arzı ön plana çıkarmaktadır. Şirketlerin gerek fon ihtiyaçlarının karşılanması gerekse de kurumsallaşmaları açısından halka arzın katkıları büyüktür. Şirketlerin tanınırlığı ve küresel şirketler arasında yer almasında halka arzın önemli bir payı bulunmaktadır. Şirketler halka arz yolu ile sağlamış oldukları fonlarla yeni teknolojiler ve ürünler geliştirmekte, yeni tesisler kurmakta, yeni istihdamlar yaratmaktadır. Halka arzın şirkete sağladığı önemli avantajların yanında şirketlere önemli sorumluluklar da yüklemektedir. Bu nedenle halka arz sürecinde şirketler için en zor aşama halka açılmaya karar verme aşamasıdır. Halka açılmaya karar verildikten sonraki aşamalar şirketler için daha kolaydır.

Günümüzde halka arz politikaları farklı derecelerde de olsa gelişmiş, gelişmekte ve az gelişmiş ülkelerin birçoğunda uygulanmakta ve hükümetler tarafından teşvik edilmektedir. Sermaye piyasalarının gelişmesi açısından da halka arzların önemi büyüktür. Gelişmekte olan bir sermaye piyasasına sahip olan Türkiye’de, 1985 yılından itibaren şirketlerin menkul kıymetler borsasında hisse senetleri işlem görmektedir. Türkiye’de 2000 yılına kadar İlk Halka Arz (İHA)’ların sayısında önemli bir artış gözlemlenirken 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik kriz sürecinde halka arzların sayısı oldukça sınırlı kalmıştır. 2002-2009 yılları arasında toplam 54 adet birincil halka arz gerçekleşmiştir. Son yıllarda ise halk arz sayısında önemli artışlar olmuş ve 2010-2012 yılları arasında 100 şirketin halkı arzı gerçekleşmiştir. Halka arz sayısındaki önemli derecedeki artışların nedenlerinden bir tanesi de borsada işlem gören şirket sayısını arttırmayı amaçlayan halka arz seferberliği için Borsa İstanbul (BİST), Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) arasında Ağustos 2008’de imzalan işbirliği protokolünün uygulanmaya konulmasıdır. Türkiye’de Borsa İstanbul’un istenilen derinliğe

kavuşması için halka arzların sayısının artması ve şirketlerin halka açıklık oranlarının yükselmesi gerekmektedir.

İHA'nın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla yapılan bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde İHA kavramı, kampanyası ve süreci üzerinde durulurken, ikinci bölümde İHA Yöntemleri ve 2003-2011 yılları arasında Türkiye'de gerçekleştirilen İHA'ya ilişkin bilgiler verilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise 2003-2011 yılları arasında Borsa İstanbul'da İHA'sı gerçekleştirilen şirketlerin halka arz öncesi ve sonrasındaki dönemlerin finansal performans açısından karşılaştırılması yapılırken öncelikle konuya ilişkin literatürde önemli olduğu düşünülen çalışmalara yer verilmiştir. Finansal performans ölçüleri olarak satışların kârlılığı, aktiflerin kârlılığı ve özkaynakların kârlılığı oranları kullanılmıştır. Çalışmada medyan değişim analizi ve panel veri analizi olmak üzere iki farklı analiz yöntemi kullanılmıştır. Medyan değişim analizinde İHA'nın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini görebilmek amacıyla İHA öncesi yıla göre İHA yılında ve İHA'dan sonraki yılda performans ölçüsü olarak seçilen oranlarının medyan değerlerindeki değişimin istatistiki olarak anlamlı olup olmadığı araştırılmıştır. Panel veri analizinde ise İHA'nın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla üç farklı ekonometrik model kurulmuştur. Çalışma sonucunda her iki analiz yönteminde de İHA'nın şirket performansını üzerinde etkisinin istatistiki olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

HALKA ARZ KAVRAMI

1.1. İLK HALKA ARZ (İHA)

1.1.1. İlk Halka Arzın Tanımı

İşletmeler faaliyetlerini yürütmek için gerekli olan fonları özkaynak ve yabancı kaynaklar (borçlar) olmak üzere iki şekilde temin edebilirler. Varlıkların finansmanında kullanılan kaynakların şirkete maliyeti bulunmaktadır. Bu maliyet, borçlanma yolu ile sağlanan kaynaklar için finansman giderleri olarak gerçekleşirken özkaynaklarınsa şirketler açısından doğrudan bir maliyeti bulunmamaktadır. Özkaynakların maliyeti şirket için alternatif maliyet cinsinden dolaylı olarak hesaplanmaktadır¹. Özkaynakların maliyeti, hissesdarlar tarafından şirkete yatırılan fonlardan beklenen minimum verim oranı olarak tanımlanabilir². İşletmenin optimum sermaye yapısına ulaşabilmesi için şirket yönetiminin ortalama sermaye maliyetini minimum düzeye indirecek bir sermaye bileşimini gerçekleştirmeye yönelik finansman kararları vermesi gerekir. Borçlanma maliyetinin teorik açıdan özsermaye maliyetine göre düşük olduğu varsayılsa da borçlanma sonucunda finansal riski artan bir şirketin yatırımcılarının şirketten bekledikleri minimum getiri oranı da yükselmekte ve bunun sonucunda borçlanma oranı arttıkça özsermaye maliyetini de yükseltmektedir³. Ayrıca özsermaye tutarı belirli bir seviyede olmayan şirketlerin günlük hayatta borçlanmaları da pek mümkün değildir. Bu nedenle şirketler varlıklarının finansmanının önemli bir kısmını özkaynakları ile yapmak durumundadırlar. Özkaynak ile fon temin etmenin bir yolu ise çıkarılacak hisse senetlerinin halka arz yolu ile satılmasıdır.

¹Tim Koller, Marc Goedhart ve David Wessels (2005), **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, Fourth Edition, John Wiley&Sons Inc, New York, ABD, s.322.

²Aswath Damodaran (2002), **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Second Edition, John Wiley&Sons Inc, New York, ABD, s.182.

³Aswath Damodaran (2001), **Corporate Finance: Theory and Practice**, Second Edition, John Wiley&Sons Inc, Hoboken, ABD, s.579.

Halka açılma veya halka arz, anonim ortaklığın (şirket, ortaklık) kaynak ihtiyacının karşılanılmasında başvurulmuş doğrudan bir finansman yöntemidir⁴. Halka arz ve halka açılma kavramları birbirleriyle yakın ilişki içindedirler. Halka arz, payların çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışı olarak tanımlanabilir⁵. Ayrıca, payların borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı bir şekilde işlem görmesi de halka arz kavramını ifade etmektedir. Halka arz, halka kapalı bir anonim ortaklık tarafından ilk defa yapılırsa, bu durumda halka arz yerine daha çok halka açılma kavramı kullanılmaktadır. Bir başka ifade ile halka açılma terimi sadece “İlk Halka Arz” ları (İHA) ifade etmektedir. Önceden payları halka arz edilmiş şirketlerin paylarını tekrar halka arz etmelerine ise “İkincil Halka Arz” denilmektedir⁶.

Halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya diğer teşkilatlanmış piyasalarda devamlı işlem görmesini; halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla hisse senetlerinin satışını ifade eder. Şirketlerin halka açılması ile varlıkların finansmanı için gerekli olan fonlar sağlanırken, aynı zamanda ülke ekonomisinin kalkınması için gerekli sermaye birikiminin sağlanması ve sermayenin tabana yayılması için de aracılık yapılmış olacaktır⁷.

Şirketlerin paylarını halka arz etme şekli, farklı koşullara bağlı olarak değişebilmektedir. Şirketler, mevcut sermayeyi temsil eden paylarının bir kısmını ortak satışı şeklinde halka arz edebildiği gibi sermaye artırımını yoluna giderek mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle de halka arzı tercih edebilir veya her iki yöntemi birlikte uygulayabilir⁸. Halka açık olmayan ortaklıkların paylarının

⁴Baker Tilly, **Gürel Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.**, http://www.vergikilavuzu.com/Assets/Content/file/4_Halka_arz.pdf (Erişim: 06.11.2013), s.2.

⁵Gsimeridian, **Initial Public Offering In Turkey** <http://www.gsimeridian.com/files/24.pdf> (Erişim: 08.11.2013), s.1.

⁶Metin Özhan, “Sermaye Piyasalarında Hisse Senedi Halka Arzları ve Sonrasında Uygun Fiyat İstiklari Yöntemleri”, Yüksek Lisans Program Dönem Projesi, Galatasaray Üniversitesi, İstanbul-2012, s.6.

⁷**Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuz**, İstanbul, Ağustos-2000 http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/0/KIM/tspakb_halkaarzilkeleri_21032013-teks01.pdf (Erişim: 05.09.2013).

⁸Özhan, **a.g.e.**, s.6.

sermaye artırım yoluyla halka arzı SPK'nın 04.03.2013 tarihli "Payların İhracına İlişkin Esaslar Tebliği"nin ikinci bölümünün 7. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe 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 zorunludur⁹. Türkiye'de 2003-2011 yılları arasında Borsa İstanbul (BİST)'da gerçekleşen toplam 95 halka açılma işleminden 29'u ortak satış yöntemini, 26'sı sermaye artırım yöntemini kullanırken 40 şirket ise iki yöntemi birlikte kullanarak ilk halka arz (İHA) gerçekleştirilmiştir. Bu dönem içinde şirketlerin kullanmış oldukları halka arz yöntemleri EK-1'de yer almaktadır.

Günümüz dünyasında özellikle sermaye piyasası gelişmiş olan ekonomilerde belirli bir büyüklüğe ulaşmış şirketlerin için İHA öncelikli hedefler arasındadır. Ancak Amerika Birleşik Devletleri gibi gelişmiş sermaye piyasaları incelendiğinde bazı büyük şirketlerin (United Parcel Service veya Bechtel Grup, Hughes Havayolları, Hallmark Cards gibi) halka açık olmadığı görülmektedir¹⁰. Birçok şirket halka açılmayı ve hisse senetlerinin menkul kıymet borsalarında işlem görmesini tercih ederken, bazı şirketlerin halka açılma olanaklarına sahipken, bu imkândan faydalanmamasının nedenini anlayabilmek için İHA'nın şirketlere sağladığı avantajların yanında dezavantajlarının da dikkate alınması gerekmektedir.

1.1.2. İHA'nın Avantajları ve Dezavantajları

Halka açılma kararını vermek şirketler açısından oldukça önemli bir karardır. İHA süreçleri içindeki aşamalardan hiçbirisi halka açılma kararını vermek kadar zor değildir. İşletmeleri halka açılma kararı vermeye yönlendiren birçok farklı nedenler vardır. Bu nedenler arasından İHA ile yeni yatırımların finansmanı için gerekli olan fonların sağlanması, şirketin basılı ve görsel medya yolu ile tanınabilirliğinin artırılması, sektördeki rakip şirketlere göre finansal açıdan daha iyi durumda olduğunun algılanması ve şirket çalışanlarının motivasyon ve teşvik

⁹<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=447&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim 30.11.2013), s.5.

¹⁰Ramesh K. S. Rao (1989), **Fundamentals of Financial Management**, Second Edition, Macmillan Publishing Company, New York, s.105-108.

edilmesinin sağlanması gibi sebepler sayılabilir¹¹. Ancak İHA'nın şirket açısından sadece avantajları değil; kârını paylaşımı, raporlama ve denetim sorumluluğu, kontrol kaybı, gizliliğin kaybı, halka açılma masrafları ve yasal takip gibi bir takım dezavantajları da bulunmaktadır.

1.1.2.1. İHA'nın Avantajları

Şirketlerin İHA ile sağlayacak olduğu avantajlardan başlıcaları şunlardır¹²;

Finansman Sağlamak: İşletmeler faaliyetlerinin sürdürmek için gerekli olan fonları özsermaye ve borçlanma yolu ile temin etmektedirler. İşletmeler faaliyet gösterdikleri ekonominin, sektörün ve şirketin kendine özgü durumlarına göre farklı finansman yöntemlerini tercih etmektedirler. Her bir finansman yönteminin kendine göre olumlu ve olumsuz yönleri bulunmaktadır. Borçlanma yolu ile sağlanan fonların vadeleri kısa ve uzun vadeli olabilmekte ve her ikisinde şirketler açısından olumlulu ve olumsuz yanları bulunmaktadır. Özkaynaklardan sağlanan fonlar ise şirket ortaklarının şirkete ortak olmak amacıyla doğrudan yatırmış oldukları fonlar ile otofinansman yoluyla sağlanan kaynaklardan oluşmaktadır. Bu kapsamda İHA yolu ile sağlanan fonlar hissedarların şirkete doğrudan yatırmış oldukları fonlardır.

İHA yöntemi ile sağlanan fonların yabancı kaynaklarla sağlanan fonlardaki gibi bir vadesinin olmaması, bu finansman yönteminin şirketler açısından ayrı bir avantajıdır. İHA ile tanınırlığı artan şirketin piyasa tarafından finansal gücünün daha iyi olduğuna yönelik bir algı yaratabilecektir. Bu olumlu gelişme şirketin piyasada algılanan kredibilitesi yükseltilir. Kredibilitesi yükselen şirketin borçlanma maliyetinin düşmesi ise sermaye maliyetinin düşmesini sağlamaktadır. Bir şirketin nihai amacı şirket değerinin artırılması ise, sermaye maliyetinin düşmesi şirket değerinin artırılması için nihai bir öneme sahiptir.

¹¹Deloitte Kurumsal Finansman,**Halka Arzda (İPO) Başarılı Olmanın Yolları**, http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/DenetcininNotDefteri/Turkeytr_fasHalkaArz_140708.pdf (Erişim: 05.09.2013), s.3.

¹²Borsa İstanbul (BİST), **IPO in Turkey and Listing on Borsa İstanbul**, March-2013 http://borsaistanbul.com/datum/ilgili_dosyalar_eng/IPO_in_Turkey_and_Listing_on_Borsa_Istanbul_Basics.pdf(Erişim: 23.06.2013), s.13.

Türkiye’de şirketlerin yatırıma gitmek amacıyla sermaye piyasasından İHA yolu ile fon temin etmeye yönelik eğilimi son yıllarda giderek artmaktadır. İHA’ların yanında, hisse senetleri sermaye piyasasında işlem gören şirketlerin de ikincil halka arz yolu ile finansman sağlamaya gitmelerinde önemli artışlar vardır. Bu şekilde şirketler İHA’ların sağlamış olduğu bir çak avaktajın yanında sınırlı finansman olanaklarını genişletmektedirler.

Yurtiçi ve Yurtdışı Yaygın Tanıtım: Hisse senedi BİST’de işlem gören şirketlerin kamuya açıklanması gerekli bildirimler elektronik imzalı olarak Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) adı verilen elektronik sistemde kamuoyuna duyurulmaktadır. Bu durum menkul kıymet borsalarının şeffaflık ve kamuyu aydınlatma işlevlerinin bir gereğidir. KAP’ta yer alan bilgiler çeşitli basın ve yayın kuruluşları ile yazılı ve görsel medya da yer almakta ve kamuoyu bilgilendirilmektedir¹³. Şirketlere ilişkin bilgilerin kamuya duyurulması, şirketlerin ve dolayısı ile de şirket ürünlerinin gerek yurt içinde, gerekse de yurt dışında tanınmasına yardımcı olmaktadır. Yaygın tanınmanın şirketlere sağladığı avantaj çerçevesinde, dünyanın herhangi bir yerinde aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerle iletişime geçilebilmekte ve işbirliği yapılabilmektedir.

Likidite Sağlamak: İHA ile halka arz edilen payların organize bir piyasada belirlenen zamanda, piyasada oluşacak arz ve talebine göre belirlenen borsa fiyatından şeffaf bir şekilde alım satımının yapılabilmesine imkân sağlanmaktadır. Bu durum, mevcut hissedarların yatırımlarını (hisse senedini) likiditeye çevirmesinde önemli bir kolaylık sağlamaktadır¹⁴.

Kurumsallaşma: Şirketlerin halka açık hale gelmesi kurumsallaşmasının sağlanması açısından önemli bir kilometre taşıdır. Şirkete yeni ortaklar almak şirketin sorumluluklarını artırmakta ve buna bağlı olarak hesap verebilirlik, şeffaflık ve süreklilik gibi kavramların önemi artmaktadır. Halka açılma sonrasında şirketin

¹³Güçbir Bağımsız Denetim (GBD), **Halka Arz Yol Haritası -2010** www.gucbirdenetim.com.tr (Erişim: 20.11.2012), s.4.

¹⁴Mehmet Saraç, İbrahim Bozkurt, “KOBİ’lerin Halka Açılma Eğilimleri KOBİ’lerin Gelişen İşletmeler Piyasasının KOBİ’lerin Halka Açılma İstakleri Üzerine Etkisi”, **Muhasebe ve Finansal Dergisi**, y.y., Ocak -2011 http://journal.mufad.org/attachments/article/128/013_09.pdf (Erişim: 06.11.2013), s.92.

faaliyetlerinin giderek şahısların varlığına bağımlı olmaktan kurtulması ve kendi kurum kültürünü oluşturması sürecinde halka açık olmanın getirdiği sorumluluk ve yükümlülükler kurumsallaşmaya önemli katkılarda bulunmaktadır¹⁵.

Türkiye'deki şirketlerin karakteristik özelliği aile şirketi hüviyetine sahip olmalarıdır¹⁶. Bu durum şirketin ömrünün genel olarak kurucusu olan ya da yönetimde söz sahibi bulunan aile bireylerinin ömürleri ile sınırlı olmasını beraberinde getirebilmektedir. Şirketlerin bilinirliğinin, itibarının artmasının ve şirketlerin nesilden nesile aktarımı halka arz sayesinde daha mümkün olacaktır¹⁷.

Şirketlerin paylarını halka arz etmesi ve Borsada işlem görmeye başlamaları SPK ve Borsa İstanbul'un incelemelerini içeren bir süreç dahilinde gerçekleşmektedir. Ayrıca şirketler işlem görmeye başladıktan sonra mali tabloları belirli dönemlerde bağımsız denetim kuruluşları tarafından denetlenmekte, ortaklar ve kamuyu düzenli olarak bilgilendirmekte, SPK ve BİST'in sürekli denetimine tabi tutulmaktadır. Bu çerçevede, halka açılarak paylarının Borsada işlem görmesi ile şirketler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırarak profesyonel yönetim imkânlarına daha kısa sürede kavuşabilmektedirler.

Kredibilite: Şirketlerin paylarının Borsada işlem görmesi bankacılık ve para piyasası nezdindeki kredibilitelerini artırmakta ve bunun sonucunda daha ucuz ve kolay kredi bulma imkânı kazanmalarını sağlamaktadır. Bu durum şirketin ortalama sermaye maliyetini azaltırken, şirket değerini de artırıcı bir etkidir¹⁸.

Küreselleşme: Şirketlerin paylarının Borsada işlem görmeye başlaması ile birlikte, şirketlerin yurt dışı sermaye piyasalarında menkul kıymet ihraç edebilmesi kolaylaşacaktır. Bunun sonucunda hisse senetleri yabancı bir Borsada kote olan

¹⁵SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklar-2**, Ankara 2012, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx.pdf> (Erişim: 05.12.2012), s. 8.

¹⁶Şebnem Arıkboğa, Ahmet Menteş, **Türkiye'de Kurumsal Yönetim İklimi**, İstanbul Üniversitesi, İstanbul-2009, s. 92.

¹⁷Gürhan Demirbaş, Yavuz Karakaş, "Halka Arzın Sanayiciye Sunduğu Fırsatlar", **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, Sayı: 561, Aralık 2012 -İstanbul, s.26.

¹⁸SPK **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklar-2**, Ankara 2012, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx.pdf> (Erişim: 05.12.2012), s.3.

şirketlerin yabancı ortak bulması ve ortak girişim kurabilmesi imkânları artmaktadır¹⁹. Buna ilave olarak hisse senedi menkul kıymet borsasında işlem gören şirketlere ilişkin bilgilere dünyanın her tarafında yer alabilecek olan mevcut ya da potansiyel yatırımcılar daha kolay ulaşabilmektedir.

İkincil Halka Arz İmkânı: Şirketler sadece birincil halka arz ile değil, daha sonra, hisse senetleri işlem görmekte iken yatırım ve benzeri ihtiyaçları nedeniyle ortaya çıkan kaynak gereksinimlerini mevcut ortaklarının rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle gerçekleştirebilecekleri “İkincil Halka Arzlar” ile karşılamak suretiyle yeniden bir finansman imkânı yaratabilirler²⁰.

Hisse Değerinin Artması: Hisse senedi işlem gören şirketlere sermaye piyasasında yatırımcıların talebi daha fazla olmaktadır. Yatırımcılar borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerini satın aldıklarında, bu şirketlerin hisse senetlerini kolaylıkla borsa fiyatından satabilmekte, şirkete ilişkin bilgilere kolaylıkla ve hızla ulaşabilmektedir. İHA’nın şirkete sağlamış olduğu yukarıdaki avantajlar düşünüldüğünde şirkete olan yatırımcı talebi artacaktır. Bunun sonucunda da şirketin değeri artacaktır²¹.

Diğer Avantajlar: İHA’nın şirketlere sağlamış olduğu ve yukarıda belirtilen avantajların dışında başka avantajları da bulumaktadır. Örneğin şirkete İHA sonrasında basın ve finans kesiminin bakış açısı daha olumlu yönde olacaktır. Şirket hakkında yapılan haberlerle şirket kamuoyunda daha tanınır hale gelecektir. Şirketin tanınırlığının artması ile birlikte sektördeki rekabetçi pozisyonu artacaktır. İHA ile şirketin çalışanları, müşterileri ve tedarikçeleri şirkete ortak olabilmekte ve bu kişiler ile şirket arasında yeni bir bağ oluşturularak şirket çalışanlarının motivasyonu olumlu etkilenebilmektedir. İHA sonucu sağlanan fonlar sayesinde şirketin finansman yapısında özsermayenin ağırlığı artmakta ve sermaye yapısı daha kuvvetli bir şirket haline gelmektedir. Sermaye yapısı kuvvetlenen şirketlerin finansal riski daha düşük

¹⁹Asım A. Dizdar, **Kobileri Halka Arz Süreci El Kitabı**, Erta Bağımsız Denetim ve YMM Ltd 2012, <http://www.ertadenetim.com/wp-content/uploads/2012/06/SirketlerinHalkaArzSureci.pdf>, s.5. (Erişim: 05.11.2013), s.5.

²⁰Tilly, **a.g.e.**, s.5.

²¹Funda G. Akpınar, **Halka Arz olmak bir Şirkete Neler Kazandırır**, Tüyd Yatırımcı İlişkileri Derneği, http://www.tuyid.org/files/makaleler/EBulten_10_sayi_FGA.pdf (Erişim: 06.11.2013), s.2.

olmakta ve şirketler daha ucuz bir şekilde borçlanarak ortalama sermaye maliyetini de düşürebilmektedir²².

Şekil 1.1: İHA'nın Avantajları



1.1.2.2. İHA'nın Dezavantajları

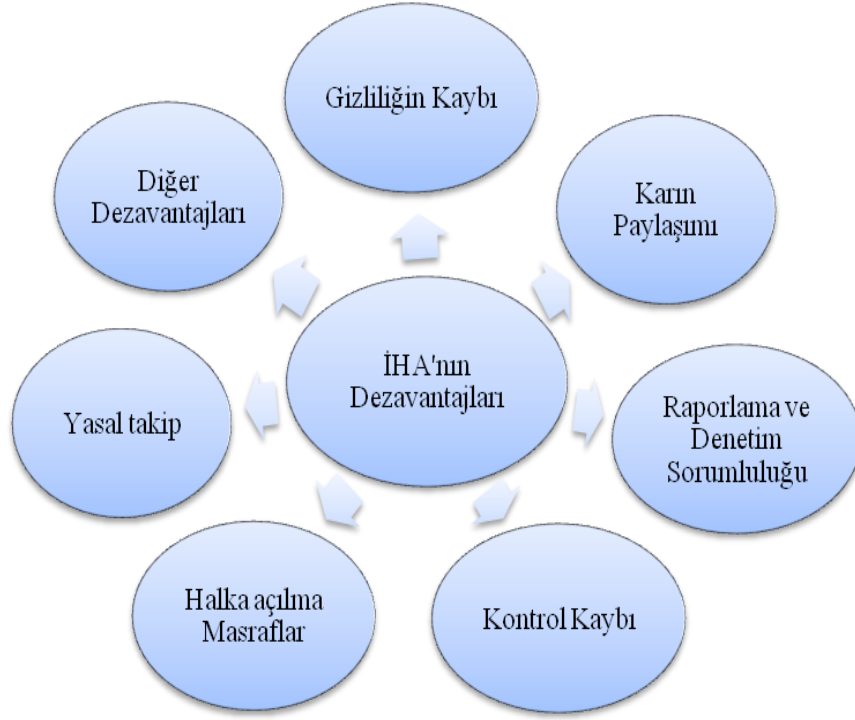
İHA'nın şirketlere sağlayacağı avantajlarının yanında dezavantajlarının da dikkate alınması gerekir. Halka açılmanın başlıca dezavantajları ise gizliliğin kaybı, kârın paylaşımı, raporlama ve denetim sorumluluğu, kontrol kaybı, halka açılma masrafları ve yasal takiptir.

Gizliliğin Kaybı: Halka açık olmayan şirketler kendilerini rakiplerine göre daha avantajlı kılan bazı unsurları genellikle kamuyuna açıklamazlar. Halka açık bir şirket ise gerek yasal yükümlülükleri dolayısıyla gerekse de yatırımcıların şirkete olan potansiyel talebini artırmak amacıyla normalde kamuyuna açıklamayacak olan

²²Bekir Elmas, **İlk Halka Arz; Teori ve Uygulama**, Gazi Kitabevi Tic.Ltd. Şti, Ankara -2012, s.15.

bazı bilgileri açıklamak zorunda kalabilir. Bu durum mevcut avantajın kaybolma olasılığının ortaya çıkması demektir²³.

Şekil 1.2: İHA'nın Dezavantajları



Kârın Paylaşımı: İHA ile hisse senedi menkul kıymetler borsasında işlem görmeye başlayan şirketler gelecekte elde edeceği dönemsel kârının bir kısmını hissedarlara dağıtmak zorundadır. Kar dağıtım kararı açısından TTK'ya göre hareket eden şirketler İHA süreci sonrasında Sermaye Piyasası Kanunu'na göre hareket etmek durumundadır. SPK'ya tabi olmak, kurul denetimi altına girmeyi, onun getirdiği bürokrasi ve formalitelerin külfetine katlanmayı ve kar dağıtım şartına uymayı gerektirmektedir²⁴.

Raporlama ve Denetim Sorumluluğu: İHA sürecinde şirketler izahname ve sirküler düzenlemek zorundadırlar. Halka açık şirketler ayrıca belirli periyotlarla

²³Ahmet Başpınar, "Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anominalilerine Bağlı Çıkar İlişkiler", Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi, Ankara-2008, s.7-8.

²⁴Çağlar Khan, "Hisse senetlerinin halka arz ve Bir uygulama", Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul-1999, s.28.

finansal raporlarını kamuoyuna açıklamak zorundadır. Bunun için şirketler finansal tablo ve raporların bağımsız denetimi ve ilanına ilişkin kanuni yükümlülüklerle uymak zorundadırlar²⁵.

Kontrol Kaybı: İHA ile şirketin mevcut ortaklarının yönetim ve denetim hakları kısmi olarak kısıtlanmış olacaktır. Halka açılmayla birlikte yeni ortaklar da artık şirket yönetiminde söz sahibi olacaklardır. Bu süreç sonucunda kamuoyunun bilgilendirilmesi zorunlu hale gelecek, sermaye piyasası otoritelerinin gözetimi başlamış olacaktır. Halka arz sonrasında, halka açılma oranına göre ayrıca hisse senetlerinin belirli bir grubun elinde toplanması sonucunda şirket yönetiminin kontrol gücünün kaybedilmesi olasılığı da ortaya çıkmaktadır²⁶.

İHA Masrafları: İHA sürecinde şirketler açısından önemli maliyetler ortaya çıkmaktadır. Halka arz maliyetlerinin dağılımı SPK'nın 04.03.2013 tarihli "Payların İhracına İlişkin Esaslar Tebliği"nin Yedinci bölümünün 33. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre payların halka arzı ile ilgili olarak danışmanlık, aracılık, bağımsız denetim, reklam, ödenmesi gereken yasal ücretler gibi gider kalemlerine ilişkin kesin veya tahmini maliyetlere ilişkin bilgi, halka arz öncesinde her bir maliyet unsuru bazında ortaklık tarafından Kurula gönderilir. Payların ilk defa halka arz edilmesinde, halka arzın sermaye artırımını suretiyle gerçekleştirilmesi durumunda bu maddenin birinci fıkrasında sayılan giderler ortaklığa aittir. Payların ilk defa halka arz edilmesinde, halka arzın ortaklığın ortaklarının mevcut paylarının satışı suretiyle gerçekleştirilmesi durumunda aracılık ve danışmanlık maliyetleri, borsa tarafından alınacak ilk kotasyon ücretleri ile halka arz edilecek payların Nominal değeri ile ihraç değeri arasındaki fark üzerinden alınacak Kurul ücreti halka arz edenler tarafından karşılanır. Bu durumda, ortaklığın sermayesinin tamamının Nominal değeri üzerinden alınan Kurul ücreti ile diğer giderler ortaklığa aittir²⁷. Halka arzın büyük tutarlar şeklinde yapılması ise kısmi olarak hisse başına ihraç

²⁵SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklar-10, Ankara, Mart- 2007,www.spk.gov.tr (Erişim: 05.12.2012), s.5.

²⁶Mert Tüten, "Finansa Erişimde Önemli bir Seçenek Halka Arz", **Çözüm Ortaklığı Platformu** No:IX.,2010,https://www.okul.pwc.com.tr/images/uploadfile/content/634275936573421250.pdf..... (Erişim: 06.11.2013), s.7.

²⁷http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=447&ct=f&action=displayfile..... (Erişim: 30.11.2013), s.24.

giderlerini azaltabilmektedir. Halka açılmanın maliyetinin başlıca unsurlarını Tablo 1.1’de 5 başlık altında gösterebiliriz²⁸.

Tablo 1.1: Halka Açılma Maliyeti

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

Kaynak: BİST, Halka Arz Açılma Ücreti, 2012.

Yasal Takip: Halk açılma sonrasında şirketler Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi olmakta ve SPK’nın denetimi altına girmektedir. Halka açılmakla birlikte daha çok hissedarı olan ve daha fazla birimin gözetim ve denetimine tabi olan şirketler günlük hayatta aile şirketlerine göre genellikle daha fazla hukuksal davaya muhatap olmaktadır²⁹.

Diğer Dezavantajları: Halka arzın diğer dezavantajları arasında İHA sürecinde yeterli talebin olmaması durumunda piyasada oluşabilecek kötü imaj ve prestij kaybı korkusu, borsada oluşacak fiyatların gerçekçi olmayabileceği düşüncesi,

²⁸Dizdar, a.g.e, s.10.

²⁹Başpınar, a.g.e, s. 8.

şirket yönetiminde görev ve sorumlulukların artacağı düşüncesi gibi unsurlar sayılabilir. Türkiye de şirketler üzerinde denetlenebilirlik, şeffaflık ve kurumsallaşmanın artması özellikle KOBİ'ler üzerinde halka açılmasında tetikleyici bir etki yapacaktır³⁰.

1.1.3. Türkiye’de İlk Halka Arz Kampanyası

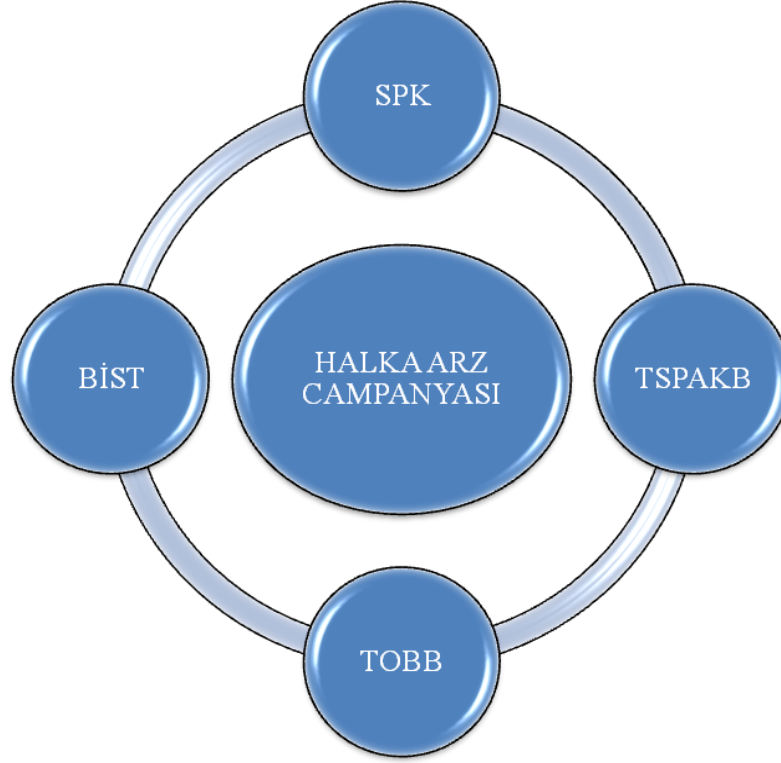
Türkiye ekonomisinin dışa açılma sürecinin başladığı 1980’lerin ortasında kurulan ve faaliyetlerine başlayan BİST kurulduğu yıldan itibaren ekonomik hayatın en önemli aktörleri arasına girmiştir. Ancak, aradan geçen yaklaşık 30 yıllık dönemde BİST’nin bünyesinde işlem gören şirket sayısının yeterince arttığını söylemek zordur. Bu durum Türkiye ekonomisindeki makroekonomik değişkenlerle açıklanabilir. Yüksek enflasyonun ve buna bağlı olarak faiz oranlarının göreceli olarak oldukça yüksek olduğu dönemlerde uzun vadeli fonların arz ve talebinin oluşturduğu sermaye piyasasının gelişmesi oldukça zordur. 1990’lardan 2000’li yıllara kadar BİST’de işlem gören şirket sayısında önemli bir değişim olmamıştır. 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri sonrasında Türkiye makroekonomik istikrar yönünde önemli kazanımlar sağlamıştır³¹. 2001 krizi sonrasında Türkiye ekonomisinde yapılan yapısal reformlar sonucunda enflasyon tek haneye düşerken Nominal faiz oranları da 1990 lı yıllara göre oldukça önemli oranda düşmüştür. Ancak ekonomideki iyileşme de halka arzlarda önemli derecede istenilen artışlara yol açmamıştır. Bu gerçek karşısında, BİST(Borsa İstanbul), TOBB (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği), SPK (Sermaye Piyasası Kurulu) ve TSPAKB (Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği) 2008 yılında bir araya gelerek halka arz kampanyası için bir iş birliği protokolü imzalamışlar ve böylelikle Türkiye’de halka arz seferberliği çalışmalarını başlatılmışlardır³².

³⁰Demirbaş, Karakaş, **a.g.e**, s. 24.

³¹**A.e**

³²TSPAKB, **Economy&Capital Markets in Turkey**, September - 2011, <http://www.gedik.com> (Erişim: 9.11.2013), s.15.

Şekil 1.3: İHA Kampanyası



Kaynak: ISE 25th Anniversary Conference, İstanbul, December, 2010

Halka arz seferberliği (Halka arz kampanyası) çalışmaları ile çeşitli şehirlerde sanayi ve ticaret odalarının katkılarına seminerler düzenlenmekte, şirketlerin tesislerine ziyaretler gerçekleştirilmekte ve şirket yöneticileri sermaye piyasası ve halka arz sürecine ilişkin doğrudan bilgilendirilmektedir. Bu kapsamda Konya, Gaziantep, Kayseri, Düzce ve Kocaeli bölgelerine ziyaretler yapılmış ve şirket yöneticilerine bilgilendirme seminerleri düzenlenmiştir³³.

Halka arzların geliştirilmesine yönelik olarak düzenlenen halka arz seferberliği kapsamında 6-7 Mayıs 2010 tarihlerinde İstanbul Zirvesi gerçekleştirilmiştir. Zirveye hisse senetleri Borsa da işlem görmeyen ülkemizin önde gelen yaklaşık 2.000 şirketin yönetim kurulu başkanı ve üst düzey yöneticileri davet edilmiştir. Bu zirvede, halka arzlarda hizmet sunan aracı kurumlar, bağımsız denetim şirketleri,

³³Hüseyin Erkan, **Capital Market Opportunities In Turkey**, New Prospects for IPO candidate, http://xetra.com/xetra/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/60_beytraege_gpm/GPM_1_12_LC.pdf(Erişim: 19.6.2013), s. 9-10.

hukuk şirketler, Türkiye’deki yatırım fırsatlarını değerlendirmeyi amaçlayan yurtiçi ve yurtdışı özel sermaye fonları, çeşitli kurumsal yatırımcılar ve sektörel dernekler stand kurmak veya çalıştay düzenlemek suretiyle zirveye katılmışlardır.

Zirveye katılanlar sundukları hizmetleri sermaye piyasandan faydalanması beklenen şirketlerin üst düzey yöneticilerine doğrudan aktarma imkânı bulmuşlardır³⁴. Şirketlerin halka arza ilgisini arttırmak amacıyla yapılan bu çalışmalar sonucunda İHA sayısında önemli artışlar olmuştur. 2001 yılından 2010 yılına kadar 9 yıl içinde toplam 55 şirketin İHA’sı gerçekleştirilirken 2010 yıldan 2012 yılına kadar ise toplam 47 şirket halka açılmıştır. Bu sonuç halka arz seferberliği (Halka arz Kampanyası) kapsamında yapılan çalışmaların göreceli olarak başarısız olduğunu göstermektedir.³⁵

1.2. İLK HALKA ARZ SÜRECİ

1.2.1. İlk Halka Arz Süreci

Şirket hisse senetlerinin halka arz edilip BİST’de işlem görebilmesi için, şirket hisse senetlerinin SPK kaydına alınması, halka arzın gerçekleşmesi ve BİST de kotasyona alınması gerekir. Bu süreçte şirket hisse senetlerinin halka arz edilip işlem görmesi için aşağıdaki adımların tamamlanması gerekir.³⁶

³⁴Initial Public Offering, **Turkey Summit**, İstanbul-May 6-7, 2010, <http://www.gedik.com/icerik-dosyalari.pdf> (Erişim: 07.10.2013), s.1-3.

³⁵PriceWaterhouse Coupers, **IPO watch; Turkey Focus Development of IPO Activity**, İstanbul-2013, <http://www.pwc.com.tr/en/sermaye-piyasaları/assets/halka-arz/halka-arz-seyri-2010-2012-en.pdf> (Erişim: 07.10.2013), s.3.

³⁶SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklar-2**, Ankara 2012, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx.pdf> (Erişim: 05.12.2012), s.14.

Şekil 1.4. Halka Arz Süreci



Kaynak: Güçbir Bağımsız Denetim, Halka Arz Yol Haritası 2010

1.2.1.1. Ön Hazırlık Süreci

Halka açılma kararı veren şirketlerin SPK ve BİST'e başvurmadan önce bazı ön hazırlıklarını yapmaları gerekir. Bu süreçte yapılması gereken öncelikle halka arz sürecini yönetecek şirket içi bir çalışma grubunun oluşturulmasıdır. Bu grup SPK ve BİST'e başvurmadan önce yapılması gereken işlemlerin listesini hazırlayarak İHA sürecinin her adımını yakından takip etmelidir³⁷.

Ön hazırlık sürecinin ikinci adımı İHA konusunda yetkili bir aracı kurumla anlaşılması ve danışmanların seçimidir. Şirketin İHA için anlaştığı aracı kurumla ya da aracı kurumlar konsorsiyumu ile aracılık sözleşmesinin yapılması gerekir. Bu sözleşme ile şirketin ve aracılardan hak ve sorumlulukları ile aracı kurumun aracılık yüklenimi olup olmayacağı ve halka arz yöntemi gibi konular belirli esaslara bağlanmaktadır³⁸. Aracılık sözleşmesi ve yetkili kuruluşların yükümlülükleri SPK'nın 04.03.2013 tarihli "Payların İhracına İlişkin Esaslar Tebliği" nin 7. bölümünün 31. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre halka arz edenler ile

³⁷Hakan Güçlü, **İMKB'ye Kabul Süreci**, <http://www.hakanguclu.com.pdf> (Erişim: 07.10.2013), s.2.

³⁸SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklar-2**, Ankara-2012, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx.pdf> (Erişim: 05.12.2012), s.14.

yetkili kuruluş arasında Kurulun aracılık faaliyetlerine ilişkin düzenlemelerine uygun olarak bir aracılık sözleşmesi imzalanır ve seçilen halka arza aracılık yöntemine bu sözleşmede yer verilir³⁹. Halka açılmaya karar veren şirketin SPK mevzuatı çerçevesinde esas sözleşmesinde gerekli olan değişikliklerin yapılması gerekir. Şirketin esas sözleşmesinde borsada işlem görecektir hisse senetlerinin devir ve tedavüzülü sınırlandırıcı ve ortakların haklarını engelleyici hükümler söz konusu ise bu hükümlerin değiştirilmesi gerekir. Halka açık şirketler mali tablolarının SPK mevzuatına uygun olarak hazırlanmak ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'n da ilan etme yükümlülüğü altındadır. Bu şirketlerin finansal tablolarının bağımsız denetimden geçmesi gerekir. Bunun için halka açık şirketlerin SPK tarafından yetkili kılınmış olan bağımsız denetim şirketini seçerek denetim sözleşmesini yapması gerekir⁴⁰.

1.2.1.2. BİST ve SPK'ya Müracaat

Aracı kuruluş payların kurul kaydına alınması amacı ile kurul'a ve tercihen eşzamanlı olarak, Borsa tarafından istenilen bilgi ve belgeler ile payların halka arz edilmesinden sonra Borsa'ya kote edilmesi ve Borsa'nın ilgili pazarında işlem görebilmesi için Borsa'ya başvuruda bulunur. Kurul, halka raz izahnamesinde yazılmak üzere başvuru ile birlikte başvuruda bulunan şirketin paylarının Borsa'nın hangi pazarında işlem görebileceğine dair Borsa görüşünü talep eder⁴¹. Ön hazırlık aşamasını tamamlayarak gerekli evraklarını tamamlayan şirketlerin kayda alınmak için SPK'ya ve borsada işlem görmek için de BİST'e müracaat etmeleri gerekir. Başvuru bizzat şirket tarafından yapılabileceği gibi, yetkili aracı kuruluş tarafından da yapılabilir⁴². İzahnameye ve ihraç belgesine ilişkin esaslar SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği" nin ikinci bölümünün 5. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğine göre İzahnamenin onaylanmasına ilişkin başvuru, Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış izahname ile gerekli diğer

³⁹ <http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=447&ct=f&action=displayfile.....> ..(Erişim: 30.11.2012), s.23.

⁴⁰ Özhan, **a.g.e**, s.11.

⁴¹ SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklar-10**, Ankara, Mart- 2007, www.spk.gov.tr(Erişim: 05.12.2012), s.9.

⁴² Güçbir Bağımsız Denetim (GBD), **Halka Arz Yol Haritası 2010**, www.gucbirdenetim.com.tr, (Erişim: 20.11.2012), s.7.

bilgi ve belgelerin Kurula sunulmasından itibaren on iş günü içinde Kurul tarafından karara bağlanır ve keyfiyet ilgililere bildirilir. Payların ilk defa halka arzında bu süre yirmi iş günüdür.

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

Kurula yapılacak başvurularda, İzahnamenin Kurul tarafından yeterli incelemeye imkân sağlamayacak derecede eksik olarak hazırlanmış olduğu sonucuna varılması. Kurulca onaylanacak izahname kapsamındaki sermaye piyasası aracına ilişkin Kurul düzenlemelerinde belirtilen ve başvuru sırasında Kurula iletilmesi gereken bilgi ve belgelerin Kurula iletilmemesi veya eksik iletilmesi. Başvuruda sunulan bilgi ve belgelerdeki eksiklikler ile Kurulca talep edilen ek bilgi ve belgelerin Kurulca verilen süreler içerisinde Kurula iletilmemesi durumunda başvuru Kurulca işlemde kaldırılır. Başvuruda izahname basılı nüshalarının yanı sıra Kurulun incelemesine imkân sağlayacak şekilde elektronik ortamda da kurula iletilir⁴³.

1.2.1.3.Tanıtım Faaliyetleri

Tanıtım faaliyetleri kapsamında yazılı ve görsel basında şirketin faaliyetleri hakkında bilgilere yer verilmekte ve İHA duyurusu yapılmaktadır. Şirketi tanıtmak amacıyla sadece ulusal alanda değil uluslararası finans kuruluşları ve yatırımcılar nezdinde de tanıtım faaliyetleri yapılabilmektedir⁴⁴. İHA’da mümkün olduğunca çok sayıda yatırımcıyı çekmek için tanıtım faaliyetlerine gerekli özenin gösterilmesi

⁴³<http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/PrinterFriendly.aspx?nid=12151&submenuheader>(Erişim:30.11.2012), s.4.

⁴⁴Borsa İstanbul (BIST), **Halka Arz ve İşlem Görme-2012**, <http://www.imkb.gov.tr/data/kilavuzlar.pdf> (Erişim: 20.11.2012), s.7.

gerekir. İzahname hazırlama esaslar SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği"nin Dördüncü bölümünün 20. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre halka arz edilecek veya bir borsada işlem görecekt sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak sözlü beyanlar da dahil olmak üzere yapılacak tanıtım ve reklamlarda yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmamalı ve ihraççının ve/veya halka arz edenin mevcut koşullarına, ilgili sermaye piyasası aracına ve varsa garantöre ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikirler edinmelerine yol açmamalıdır. Tanıtım ve reklamlarda halka arz fiyatına yer verilmesi durumunda, satışa sunulacak sermaye piyasası aracına ilişkin halka arz fiyatının belirlenmesinde Kurulun herhangi bir takdir yetkisinin ya da onayının bulunmadığı açıkça vurgulanır. Metinler, reklam olduğu kolayca fark edilecek şekilde oluşturulur.

İzahnamenin onaylanması için Kurula yapılan başvurudan sonra, ancak, izahnamenin yayımlanmasından önce yapılan tanıtım ve reklamların sadece ihraççının faaliyet gösterdiği sektör ve sektördeki konumu ile faaliyet konusu ve ürettiği mal ya da hizmetler hakkında olması gerekir. Bu durumda yapılan tanıtım ve reklamlarda, izahnamenin henüz onaylanmadığı ve yatırım kararlarının izahnamenin onaylanmasından sonra incelenerek verilmesi gerektiği hususlarında bir uyarıya yer verilmesi zorunludur. İzahnamenin onaylanmasından ve yayımlanmasından sonra halka arzla ilgili olarak yapılan tanıtım ve reklamlarda ise halka arza ilişkin izahnamenin temin edileceği yerler ile KAP da dahil olmak üzere izahnamenin ilan edildiği internet siteleri belirtilir.

Sermaye piyasası araçlarının yalnızca nitelikli yatırımcılara çağrıda bulunmak suretiyle satılacak olması durumunda yapılacak ilanlarda, Kurul düzenlemelerinde yer alan nitelikli yatırımcı tanımına ve satışın yalnızca gerekli koşulları sağlayan nitelikli yatırımcılara yapılacağı hususlarına yer verilmesi zorunludur. Sermaye piyasası araçlarının halka arzı ya da borsada işlem görmesi ile ilgili olarak yapılan ve belirli bir yatırımcı grubunu hedef alan özel tanıtım toplantılarında açıklanan bilgilerin, halka arz edilecek ya da borsada işlem görecekt sermaye piyasası araçlarını satın alacak tüm tasarruf sahiplerinin de haberdar olacağı

şekilde ihraççının internet sitesinde ya da herhangi bir yolla ilan edilmesi zorunlu olup, tasarruf sahipleri arasında bilgi eşitsizliğine neden olacak işlemlerde bulunulamaz. Kurulun halka arz edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak yapılan tanıtım ve reklamlara ilişkin denetim yetkisi saklıdır⁴⁵.

1.2.1.4. BİST ve SPK Uzmanlarınca Şirket İncelemesi

Halka açılmak için başvuru yapan şirketin eksik bilgi ve belgeleri varsa bunları tamamladıktan sonra, Borsa ve SPK uzmanlarınca şirket merkezi ve üretim tesisleri ziyaret edilmektedir. Ayrıca, işlem görme başvurusunda bulunan şirketin özelliğine (sanayi, hizmet, sigorta ve banka vb.) göre yapılan incelemelerde temelde birçok yönden şirket incelense de bu incelemeler kalitatif ve kantitatif olmak üzere ikiye ayrılmaktadır⁴⁶.

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

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

⁴⁵<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim:07.12.2013), s.15-16.

⁴⁶Özhan, **a.g.e.**, s.9.

1.2.1.5. Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması

İHA başvurusunda şirketin izahname ve sirkülerinin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediği SPK tarafından incelenir. Bu inceleme sonrasında eksik bilgi ve belgeler varsa ya da SPK tarafından istenen diğer bilgi ve belgeler varsa şirketin bunları tamamlaması gerekmektedir. SPK kamunun aydınlatılması çerçevesinde izahname ve sirküleri inceler ve uygun görülen hisse senetlerini kurul kaydına alır⁴⁷.

1.2.1.6. Hisse Senetlerinin Halka Arzı

Halka arz işlemi izahname ve sirkülerde ilan edilen yerde ve tarihte başlar. Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında uygulanabilecek yöntemler SPK'nın Seri: II, No: 5.2 sayılı "Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Tebliği"nin 13.maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre halka arzda talep toplama yöntemleri, talep toplamaksızın satış yöntemi ve Borsa'da satış yöntemlerinden birisi kullanılabilir⁴⁸.

1.2.1.7. Satış Sonuçlarının Bildirilmesi

Satış işlemi tamamlandıktan sonra aracı kuruluş, halka arza ilişkin satış sonuçlarını BİST ve SPK'ya iletir⁴⁹.

1.2.1.8. Borsa Kotuna Alınma ve İşlem Görmeye Başlama

Hisse senetlerinin BİST'te işlem görmesi için başvuran bir şirketin hisse senetleri BİST uzmanlarınca yapılacak incelemeler sonrasında Borsa yönetim kurulunca verilecek karar ile BİST hisse senetleri pazarlarının birinde işlem görür. BİST yönetim kurulunun kararının ardından halka arz sonuçları, izahnamesi ve

⁴⁷SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklar-2**, Ankara 2012, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx.pdf> (Erişim: 05.12.2012), s.16.

⁴⁸Güçbir Bağımsız Denetim (GBD), **Halka Arz Yol Haritası-2010**, www.gucbirdenetim.com.tr (Erişim: 20.11.2012), s.10.

⁴⁹SPK **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklar-2**, Ankara 2012, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx.pdf> (Erişim: 05.12.2012), s.16.

Borsada gerekli görülen diğer bilgiler günlük bülten de ilan edilir. İlan izleyen ikinci işgününden itibaren şirket hisse senetleri ilgili pazarda işlem görmeye başlar⁵⁰.

1.2.2. İlk Halka Arzda İzahname ve Sirküler

1.2.2.1. İzahnamenin Tanımı

İzahname hazırlama esaslar SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği"nin üçüncü bölümünün 7. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve izahnamenin Kurulca onaylanması zorunludur⁵¹. İzahname; ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecekt sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesidir. Bu belgede yer alan bilgiler, Kurul tarafından yayımlanan standartlara uygun bir şekilde yatırımcılar tarafından kolaylıkla analiz edilebilir, anlaşılabilir ve değerlendirilebilir bir şekilde sunulur.

1.2.2.2 İzahname Hazırlama Esasları

İzahname hazırlama esaslar SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği"nin üçüncü bölümünün 9. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğine göre izahname, ihraççının halka arz eden ve halka arz edilecek veya borsada işlem görecekt sermaye piyasası araçlarının özel niteliğine, ihraççının ve varsa garantörün finansal durumu ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine ve bu sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasına imkân tanımak için gerekli nitelikteki bütün bilgileri içerir.

⁵⁰Borsa İstanbul(BIST), **Halka Arz ve İşlem Görme**, Yayın No: 20, <http://www.kosano.org.tr>(Erişim: 20.11.2012), s.3.

⁵¹<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 01.12.2013), s.5.

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

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

İzahname ile kamuya açıklanan bilgilerde satışa başlamadan önce veya satış süresi içerisinde yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek değişikliklerin veya yeni hususların ortaya çıkması halinde bu durum ihraççı veya halka arz eden tarafından en uygun haberleşme vasıtasıyla derhal Kurula bildirilir. Değişiklik ya da yeni hususların yayımlanmasından önce sermaye piyasası araçlarını satın almak için talepte bulunmuş yatırımcılar, izahnamede yapılan ek ve değişikliklerin yayımlanmasından itibaren iki iş günü içerisinde taleplerini geri almak hakkına sahiptirler⁵².

1.2.2.3. İzahnamenin Birden Fazla Belge Olarak Düzenlenmesi

İzahnamenin birden fazla belge olarak düzenlenmesi SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği" nin üçüncü bölümünün

⁵²<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 01.12.2013), s.7-8.

11. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğine göre izahname, ihraççıya ve ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgiler ile bir özet bölümü de içermek üzere bir ya da birden fazla belge şeklinde düzenlenebilir. Bu durumda ihraççı bilgi dokümanı, sermaye piyasası aracı notu ve özette yer alması gereken bilgilere aynı doküman içerisinde yer verilir. Birden fazla belge şeklinde düzenlenmesi durumunda izahname⁵³;

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

İzahname Özeti; varsa garantör, ihraççı ve ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının temel özelliklerini ve risklerini kısa bir şekilde ve teknik olmayan bir dilde belirtir ve yatırımcıya ilgili sermaye piyasası aracına yatırım yapıp yapmaması konusunda yardımcı olacak ve izahnamenin geri kalanı ile uyumlu ve uygun temel bilgileri içerecek şekilde hazırlanır. Özet ayrıca, benzer sermaye piyasası araçlarına ilişkin özetlerin ve içeriklerin karşılaştırılmasına olanak sağlayacak şekilde düzenlenir. Özetle ilave olarak; Özeti izahnameye bir giriş olarak okunması ve yatırım kararlarının izahnamenin bütününcü incelenmesi suretiyle verilmesi gerektiğine ve izahnamenin diğer kısımları ile birlikte okunması durumunda özeti aldatıcı,

⁵³<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 01.12.2013), s. 9.

hatalı veya tutarsız olması halinde, Kanunun 10 uncu maddesi uyarınca ilgililerin hukuki sorumluluğunun bulunduğuna ilişkin uyarılar da yer alır⁵⁴.

1.2.2.4. İzahnamenin Oynalanması

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

İzahname ya da ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin Kurulca yapılan inceleme neticesinde başvuruların olumsuz karşılanması halinde bu durum gerekçesi belirtilerek ilgisine bildirilir. Kurulca onaylı izahname veya ihraç belgesi alınmaksızın ihraç ve satış işlemlerine başlanamaz. İzahname veya ihraç belgesinin Kurulca onaylanmasına karar verilmesini takip eden on iş günü içerisinde teslim alınmaması halinde, satışın yapılabilmesi için Kurulca yeniden izahnamenin veya ihraç belgesinin onaylanmasına karar verilmesi gerekir. İhraççının talebi üzerine makul sebeplerin varlığı halinde bu süre Kurulca uzatılabilir. İzahnamenin veya ihraç belgesinin Kurulca onaylanmasından sonra teslim alınmaması veyahut izahnamenin veya ihraç belgesinin alınmasının ardından satıştan vazgeçilmesi, satışın tamamlanamaması ya da kısmen tamamlanması durumunda Kanunun 130 uncu maddesinin üçüncü fıkrası çerçevesinde Kurulun hesabına yatırılan ücretin iadesi ya da gerçekleştirilecek diğer ihraçlar için mahsubu talep edilemez⁵⁵.

⁵⁴<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 01.12.2013), s. 10.

⁵⁵<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 01.12.2013), s. 4-5.

1.2.2.5. İzahnamenin Geçerliliği

İzahnamenin geçerliliği SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği"nin üçüncü bölümünün 16. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğine göre izahname, güncelliğinin korunması kaydıyla, ilk yayım tarihinden itibaren on iki ay boyunca gerçekleştirilecek ihraçlar için geçerlidir. Bu sürenin geçmesinden sonra yapılacak halka arzlarda izahnamenin tümünün onaylanması gerekir. Bir arz programı kapsamında düzenlenen arz programı izahnamesi, yayımından itibaren on iki ay boyunca gerçekleştirilecek ihraçlar için geçerlidir. Arz programının süresi boyunca ilk yayımı takip eden on iki aylık dönemlerde arz programı izahnamesinin tümünün yeniden Kurul onayına sunulması zorunludur.

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

İzahnamenin birden fazla belge şeklinde düzenlenmesi ve ihraççı bilgi dokümanının daha önce Kurulca onaylanması durumunda, ihraççı bilgi dokümanının geçerlilik süresi boyunca yapılacak halka arzlarda bu belgede herhangi bir değişiklik gerekmediği düşünülüyorsa bu durumun ihraççı yönetim kurulunca karara bağlanması gerekir. Halka arz edenler ise ihraççı bilgi dokümanında değişiklik gerekmediğine ilişkin olarak Kurula yazılı bir beyan verirler⁵⁶.

⁵⁶<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....>
(Erişim: 01.12.2013), s. 13.

1.2.2.6. İzahnameden Sorumlu Kişiler

İzahnameden sorumlu kişiler SPK'nın 13.02.2013 tarihli "İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği"nin üçüncü bölümünün 18. maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan ihraççılar sorumludur. Zararın söz konusu kişilerden tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması halinde; halka arz edenler, halka arzda satışa aracılık eden Kurulca yetkilendirilmiş lider kuruluşlar, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludur. Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere rapor hazırlayan kişi ve kurumlar da hazırladıkları raporlarda yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden bu Tebliğ ve Kanunun ilgili hükümleri çerçevesinde sorumludur⁵⁷.

1.2.2.7. İhraç Belgesi Düzenlenmesine İlişkin Esaslar

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

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

⁵⁷<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 07.12.2013), s. 14.

yapılacak satışlarda her bir ihraç için yeni bir ihraç belgesi düzenlenir ve Kurulca onaylanır⁵⁸.

1.2.2.8. İzahnamenin Tescil ve İlanı

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

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

⁵⁸<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 07.12.2013), s. 15.

izahnameyi oluşturan son belgenin ilanından sonra tescil ve TTSG’de ilan edilir. İzahnamede yapılan değişiklikler de bu fıkra hükmüne tabidir⁵⁹.

1.2.2.9. Şirkülerin İlanı

İHA izahnamesinde halka arzı yapılacak ortaklığa ve ihracı yapılacak menkul kıymetlere ilişkin tanıtıcı bilgilere yer verilmektedir⁶⁰. İHA sirkülerinde ise İHA işlemlerine ve bu işlemlerin ne şekilde gerçekleştirileceğine ilişkin bilgiler yer almaktadır. Halka arz programı sirkülerinin ilan SPK’nın 13.02.2013 tarihli “İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği”nin dördüncü bölümünün 22. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğine göre tasarruf sahipleri satış duyurusu, yeni pay alma hakkı kullanım süresinin bitiminden veya yeni pay alma hakkı kullanılmıyorsa izahnamenin ilanından itibaren dört gün ve her durumda satıştan en az bir iş günü önce ihraççının internet sitesinde, ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP’ta ve izahname kapsamında satışa sunulacak sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsanın internet sitesinde ilan edilir.

İhraççı veya halka arz eden tarafından izahnamenin nerede yayımlandığının tesciline ilişkin ilanın yer aldığı TTSG’nin tarih ve sayısına ilişkin bilgi, ilandan itibaren beş iş günü içinde Kurula gönderilir. Bu yükümlülük, halka arzda satışa aracılık eden Kurulca yetkilendirilmiş kuruluşlar tarafından da yerine getirilebilir⁶¹.

1.2.2.10. İzahnamede Yer Alan Finansal Tablolar

Payların İHA’sı için düzenlenecek izahnamede Kurul’un muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan finansal tablolar ile bağımsız denetim raporlarına yer verilir. Bu konu SPK’nın 13.02.2013 tarihli “İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği”nin Beşinci bölümünün 24. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğine göre ortaklık hakkı veren sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlenen izahnamede bağımsız denetimden geçirilmiş son üç yıla

⁵⁹<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 07.12.2013), s. 16.

⁶⁰ Özhan, **a.g.e.**, s.8.

⁶¹<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 07.12.2013), s. 17.

ve ilgili ara döneme, ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlenen izahnamede ise bağımsız denetimden geçirilmiş son iki yıla ve ilgili ara döneme ait finansal tabloların yer alması esastır. Kuruluş ve benzeri nedenlerle söz konusu finansal tabloların temin edilememesi durumunda mevcut yıllık finansal tablolara ve ilgili ara döneme ait bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tablolar izahnamede yer alır⁶². İzahnamede herhalükarda en az bir tam yıla ve ilgili ara döneme ait bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tablolara yer verilir. İhraççının talebi üzerine makul sebeplerin varlığı halinde en az bir tam yıla ait bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tabloların izahnamede yer almasına ilişkin zorunluluğa Kurulca muafiyet tanınabilir. Payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklarca gerçekleştirilecek sermaye piyasası araçlarının halka arzında Tablo 1.2. deki bilgiler esas alınır.

Tablo 1.2: Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında İzahnamede Yer Alacak Finansal Tablolar

Sıra NO	Halka arz Başladığı Dönem	Ortaklık Hakkı Veren Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında İzahnamede Yer Alacak Finansal Tablolar	Ortaklık Hakkı Vermeyen Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında İzahnamede Yer Alacak Finansal Tablolar
1	1 Ocak – 15 Şubat	Son üç yıllık finansal tablolar ya da son hesap döneminden önceki üç yıllık finansal tablolar ve son yıla ait hesap döneminden önceki döneme ilişkin altı aylık ara dönem finansal tablolar	Son iki yıllık finansal tablolar ya da son hesap döneminden önceki iki yıllık finansal tablolar ve son yıla ait hesap döneminden önceki döneme ilişkin altı aylık ara dönem finansal tablolar

⁶²<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 07.12.2013), s. 18.

2	16 Şubat - 15 Ağustos	Son üç yıllık finansal tablolar	Son iki yıllık finansal tablolar
3	16 Ağustos - 31 Aralık	Son üç yıllık ve altı aylık ara dönem finansal tablolar	Son iki yıllık ve altı aylık ara dönem finansal tablolar

Kaynak: SPK'nın İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği

Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklarca gerçekleştirilecek sermaye piyasası araçlarının halka arzı: Ortaklık hakkı veren sermaye piyasası araçları için; son üç yıla ait bağımsız denetimden geçirilmiş yıllık finansal tablolar ile 1 Ağustostan sonra yapılacak halka arzlarda sınırlı incelemeden geçirilmiş altı aylık finansal tablolar izahnamede yer alır. Ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarının halka arzında ise son üç yıl yerine son iki yıla ait bağımsız denetimden geçirilmiş yıllık finansal tablolar esas alınır. Mevcut payların satışı ve/veya sermaye artırımını yoluyla halka açılacak ortaklıklar için aşağıdaki tablo esas alınır. Halka arzın başladığı tarihin aşağıdaki tabloda yer alan her bir dönemin bitiş tarihinden itibaren on beş günü geçmemek üzere bir sonraki döneme sarkan bir tarihte gerçekleştirilmesi durumunda, bir sonraki dönemde kullanılması esas olan son dönem finansal tablolar izahnameye ek olarak verilir. Bu durumda izahnamenin içeriğinin söz konusu son dönem finansal tablolara göre güncellenmesi gerekmez.

Tablo 1.3: İzahnamenin İçeriğinin Hazırlanmasında Esas Alınacak ve Özel Bağımsız Denetimden Geçirilecek Finansal Tablolar

Sıra No	Halka arz Başladığı Dönem	İzahnamenin İçeriğinin Hazırlanmasında Esas Alınacak ve Özel Bağımsız Denetimden Geçirilecek Finansal Tablolar
1	16 Şubat – 15 Mayıs	Son üç yıllık finansal tablolar
2	16 Mayıs - 15 Ağustos	Son üç yıllık ve üç aylık ara dönem finansal tablolar

3	16 Ağustos – 15 Kasım	Son üç yıllık ve altı aylık ara dönem finansal tablolar
	16 Kasım-15 Şubat	Son üç yıllık ve dokuz aylık ara dönem finansal tablolar

Kaynak: SPK'nın İzahname ve İhraç Belgesine İlişkin Esaslar Tebliği

İzahname ekinde bağımsız denetimden ve varsa sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolara ilişkin raporlara yer verilir. İhraççının bağımsız denetimden ya da sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolarını KAP'ta düzenli olarak yayımlama yükümlüğünün bulunması durumunda, izahname ekinde bağımsız denetimden ya da sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolara ilişkin bağımsız denetim raporlara yer verilmesi gerekmez. Bu durumda, izahnamede söz konusu finansal tabloların ve bağımsız denetim raporunun KAP'ta ilan edildiğine ilişkin bilgiye yer verilir⁶³.

Tablo 1.4: İzahnamede Yer Alacak Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporları

Sıra No	Halka Arzın Gerçekleşeceği Dönem	İzahnamede Yer Alacak Finansal Tablolar	Özel Bağımsız Denetimden Geçecek Finansal Tablolar
1	01 Mart-31 Mayıs	Son 3 yıllık Finansal tablolar	Son 3 yıllık Finansal tablolar
2	01 Haziran-31 Temmuz	Son 3 yıllık ve 3 aylık ara dönem Finansal tablolar	Son 3 yıllık Finansal

⁶³<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=439&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 07.12.2013), s. 19.

			tablolar
3	01 Ağustos-31 Ekim	Son 3 yıllık ve 6 aylık finansal tablolar	Son 3 yıllık ve 6 aylık Finansal tablolar
4	01 Kasım-30 Kasım	Son 3 yıllık ve 6 aylık ve veya 9 aylık finansal tablolar	Son 3 yıllık ve 6 aylık ve veya 9 aylık finansal tablolar
5	01 Aralık-28 Şubat	Son 3 yıllık ve 9 aylık finansal tablolar	Son 3 yıllık ve 9 aylık finansal tablolar

Kaynak: Bekir Elmas, İlk Halka Arz; Teori ve Uygulama-Ankara 2012

İzahname ve sirküler kurul tarafından belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanarak lider aracı kuruluş tarafından imzalanır. İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmasından ihraççılar sorumludur. Aracı kuruluşlar ise bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğundaki bilgilerin dışında kalan sorumluluk alanında kendilerinden beklenen özeni göstermek zorundadırlar. Aksi halde İHA belgelerindeki bilgilerin gerçeği dürüst biçimde yansıtmasından hukuken sorumludurlar. Payların Kurul kaydına alınmasından sonra kurulca onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde ortaklığın kayıtlı olduğu Ticaret Siciline Tescil ve TTSG (Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi)'nde ilan ettirilir. Payları Borsada ilk defa işlem görecektir ortaklıklar için ayrıca ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta ortaklık tarafından ilan edilir. İHA izahnamesinin ortaklık merkezinde ve başvuru yerlerinde bulundurulması gerekmekte olup, talep

edilmesi durumunda basılı halinin bedelsiz olarak yatırımcılara verilmesi zorunludur⁶⁴.

1.2.3. Şirketin Muhtemel İHA Değerinin Belirlenmesi

İHA fiyatı, hisse senedi satışını yürüten lider kurumla yapılacak görüşmeler sonucunda belirlenir. Ancak İHA fiyatı halka arz öncesi kurumsal yatırımcılar ve konsorsiyumda yer alacak diğer eş-liderler ile yapılan değerlendirmeler neticesinde kesinleştirilir. Bu değerlendirmeler yapılırken öncelikle şirketin faaliyet gösterdiği sektörde yer alan ve menkul kıymetler borsasında hisse senedi işlem gören şirketlerle karşılaştırması yapılmalıdır. Buna ilave olarak daha birçok yönden şirketin güçlü ve zayıf yönleri değerlendirilmektedir. Şirketin içinde bulunduğu sektörün ve sektör içinde şirketin geleceğe ilişkin analizleri yapılır. Şirketin yönetiminden, geleceğe ilişkin karlılık beklentisine ve mevcut borsa şartlarının değerlendirilmesine kadar daha birçok alanda şirkete ilişkin bilgiler analiz edilir⁶⁵. İHA süreci sonucunda hisse senetlerini iyi bir fiyattan satmak için şirketin diğer benzer şirketler arasındaki farklılıkların ön plana çıkartılması gerekir. Bu alanda özellikle şirkete gelecekte rekabet avantajı sağlayacak durumlar üzerinde durulması gerekir. Örneğin şirketin mevcut piyasa konumu, rekabet gücü, sahip olduğu teknolojik altyapı, profesyonellerce yönetilip yönetilmediği, kurumsal kültürü ve gelecekteki büyüme potansiyeli gibi bazı faktörlerin dikkate alınmasını gerekir. Dikkate alınması gereken bir diğer önemli etken ise, İHA'dan ortakların ve veya şirketin ne kadar gelir elde edeceğidir. Söz konusu gelir, bir başka deyişle İHA'nın büyüklüğü şirketin değeri ve halka satılacak yüzdeye bağlı olacak değişecektir⁶⁶. Bu noktada İHA ile şirketin yüzde kaçının halka arz edileceği konusunda karar verilirken şirket yönetim kurulunun oldukça titiz davranarak karar vermesi halka arzın başarısı açısından oldukça önemlidir.

⁶⁴ Elmas. a.g.e, s. 44.

⁶⁵ TSPAKB, **Initial Public Offerings and Listing in Turkey**, <http://www.tspakb.org.tr.pdf> (Erişim: 22.06.2013), s.1.

⁶⁶ Deloitte, **Halka Arzda Başarılı Olmanın Yolları-2008**, www.deloitte.com (Erişim: 22.06.2013), s.3.

1.3. HALKA ARZ YÖNTEMLERİ

Türkiye’de payların ihracına ilişkin esaslar SPK’nın 04.03.2013 tarihli “Payların İhracına İlişkin Esaslar Tebliği”nin İkinci bölümünün 6 ve 7. maddesinde düzenlenmiştir⁶⁷. Halka açılma kararı almış olan şirketler “Halka Açık Olmayan Ortaklıkların Mevcut Paylarının Halka Arzı” ve “Halka Açık Olmayan Ortaklıkların Paylarının Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arzı” yöntemlerini izleyerek paylarını halka arz edebilecekleri gibi her iki yöntemi de birlikte kullanabilmektedir⁶⁸.

1.3.1. Mevcut Payların Halka Arzı

Halka açık olmayan ortaklıkların mevcut paylarının halka arzı SPK’nın 04.03.2013 tarihli “Payların İhracına İlişkin Esaslar Tebliği”nin İkinci bölümünün 6.maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre halka arz edenlerin ortaklıkta sahip oldukları payları halka arz edebilmeleri için ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması ve payların üzerinde rehin veya teminata verilmek ya da başka bir şekilde devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve pay sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması zorunludur⁶⁹.

Ortaklık yönetim kurulunun, esas sözleşmenin Kurul düzenlemelerine ve Sermaye Piyasası Kanunu’na (Kanun) uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri içeren madde tadil tasarılarını hazırlayarak Kurul’a başvurması ve esas sözleşme değişikliğine ilişkin Kurul onayının alınmasından sonra gerekli değişikliklerin, şirketin yapılacak ilk genel kurul toplantısında karara bağlanması gerekir⁷⁰. Bu yöntemde, şirketin mevcut hissedarı veya hissadarları sahip oldukları hisse senetlerinden bir kısmını halka arz edebilirler. Buna göre, şirket tarafından yeni pay ihraç edilmesi söz konusu değildir⁷¹. Bu yöntemde şirketlere doğrudan bir kaynak girişi olmamaktadır. Bir başka ifade ile şirket sermaye artırımına gitmemekte

⁶⁷<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=447&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 22.11.2013), s.4-5.

⁶⁸ Dizdar, **a.g.e**, s.6.

⁶⁹<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=447&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 23.11.2013), s.6.

⁷⁰Borsa İstanbul (BIST), **Halka Arz ve İşlem Görme** 2012, <http://www.imkb.gov.tr/data/kilavuzlar/.pdf> (Erişim: 20.11.2012), s.12.

⁷¹ Tilly, **a.g.e**, s.10.

ve İHA sonucu sağlanan fonlar şirketin mevcut hissedarı veya hissedarına gitmektedir. İHA ile şirketin hissedar sayısı bir anda artmaktadır. 2003-2011 yılları arasında BİST’te gerçekleşen 95 İHA işleminden 29’u mevcut payların halka arzı yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Aynı dönemdeki İHA’ların 29’unda ise ortaklık paylarının sermaye artırımı yolu ile halka arzı yöntemi kullanılmıştır. Geriye kalan 40 İHA da ise her iki yöntem birlikte uygulanmıştır⁷². Tablo 1.5’te BİST de yıllar itibari ile halka açılan toplam şirket sayıları ve mevcut payların halka arzı yöntemi ile İHA’sı yapılan şirket sayısı yer almaktadır. Bu dönemde mevcut payların halka arzı yöntemini uygulanan şirketlerin listesi ve İHA büyüklüklerinin nominal tutarları EK-2’de gösterilmiştir.

Tablo 1.5: Mevcut Payların Halka Arzı

Yıllar	Halka Açılan Toplam Şirket Sayısı	Mevcut Payların Halka Arzı Yöntemiyle İHA’sı Yapılan Şirket Sayısı
2003	2	0
2004	12	3
2005	8	5
2006	14	6
2007	9	3
2008	2	2
2009	1	0
2010	22	8
2011	25	2
Toplam	95	29

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

⁷² Borsa İstanbul (BİST), **Halka Arz Verileri**, <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri> (Erişim: 23.06.2013).

1.3.2. Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu ile Halka Arzı

Halka açık olmayan ortaklıkların paylarının sermaye artırım yoluyla halka arzı SPK'nın 04.03.2013 tarihli "Payların İhracına İlişkin Esaslar Tebliği"nin İkinci bölümünün 7. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe 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. SPK'ya başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler yapılır⁷³.

- a) Yönetim Kurulu, esas sözleşmenin Kurul düzenlemelerine ve Kanun'a uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri ve sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarılarını hazırlayarak Kurula başvurur ve esas sözleşme değişikliği için Kurul onayını alır.
- b) TTK hükümleri çerçevesinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır⁷⁴.

Bu yöntemde, şirket tarafından yeni pay ihraç edilmesi söz konusudur. Buna göre sermaye artırım yapılarak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü rüçhan haklarını yani mevcut hissedarların yeni pay alma haklarını halka arz edebilir. Ayrıca, bu rüçhan hakları kullanıldıktan sonrası kalan hisse senetlerini de halka arz edebilir⁷⁵.

2003-2011 yılları arasında BİST'te gerçekleştirilen toplam 95 İHA'dan 26'sı ortaklık paylarının sermaye artırım yolu ile halka arzı yoluyla yapılmıştır⁷⁶. Tablo 1.6'da BİST de yıllar itibari ile halka açılan şirket sayıları ve bu yöntemle İHA sı yapılan şirket sayısı yer almaktadır. Diğer taraftan, ortaklık paylarının sermaye

⁷³ Borsa İstanbul (BİST), **Halka Arz ve İşlem Görme** 2012, http://www.imkb.gov.tr/data/kilavuzlar/pdf_(Erişim: 20.11.2012), s.13.

⁷⁴<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=447&ct=f&action=displayfile>(Erişim:30.11.2013), s.5.

⁷⁵ SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklar-2**, Ankara-2012, www.spk.gov.tr (Erişim: 05.12.2012), s.13.

⁷⁶ Borsa İstanbul (BİST), **Halka Arz Verileri**, <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri> (Erişim: 23.06.2013).

artırımı yolu ile halka arz yöntemini uygulaya şirketlerin listesi ve İHA büyüklüğünün nominal tutarı EK-3'te yer almaktadır.

Tablo 1.6: Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu İle Halka Arzı

Yıllar	Halka Açılan Şirket Sayısı	İHA'sı Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu ile Gerçekleştirilen Şirket Sayısı
2003	2	2
2004	12	3
2005	8	1
2006	14	3
2007	9	2
2008	2	0
2009	1	1
2010	22	3
2011	25	11
Toplam	95	26

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

1.3.3. Mevcut Payların Halka Arzı Ve Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu ile Halka Arz Yöntemlerinin Birlikte Kullanılması

Mevcut Payların Halka Arzı ve Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu ile Halka Arzı Yöntemleri birlikte kullanılmak suretiyle halka arz yapılabilmektedir. Bu yöntem; yukarıda açıklanan her iki yöntemin birlikte kullanılmasına imkân sağlamaktadır. Bu yöntemde hem şirketin ortağı hem de şirketin kendisi halka arz yoluyla nakit girişi sağlamaktadır⁷⁷. Türkiye' de 2003-2012 yılları arasında BİST'te gerçekleşen toplam 95 halka açılma işleminden 40'ı bu iki yöntemin birlikte kullanılması ile gerçekleştirilmiştir⁷⁸. Tablo 1.7'de BİST de yıllar itibari ile halka açılan toplam şirket sayıları ve bu toplam içinde İHA'sı yapılırken iki yönemi

⁷⁷ Başpınar, **a.g.e**, s.15.

⁷⁸ Borsa İstanbul (BİST),**Halka Arz Verileri**, <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri> (Erişim: 23.06.2013).

birlikte kullanan şirket sayıları yer almaktadır. Mevcut payların halka arzı ve ortaklık paylarının sermaye artırımı yolu ile halka arz yöntemleri yöntemiyle İHA'sı gerçekleştirilen şirketlerin listesi ve İHA büyüklüğü ise EK-4'de yer almaktadır.

Tablo 1.7: Mevcut Payların Halka Arzı Ve Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu ile Halka Arz Yöntemlerinin Birlikte Kullanılması

Yıllar	Halka Açılan Şirket Sayısı	Her İki Yöntemin Birlikte Kullanılması ile İHA'sı Gerçekleştirilen Şirket Sayısı
2003	2	0
2004	12	6
2005	8	2
2006	14	5
2007	9	4
2008	2	0
2009	1	0
2010	22	11
2011	25	12
Toplam	95	40

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

1.4. İHA SONRASINDA ŞİRKETİN YÜKÜMLÜLÜKLERİ

Şirketin İHA'sının gerçekleşmesiyle şirket bir takım yeni yükümlülükler altına da girmiş bulunmaktadır. Temettü dağıtımı, bağımsız denetim, kamuoyunu aydınlatma ve kurumsal yönetim yükümlülükleri şirketin öncelikli olarak yerine getirmesi gereken yükümlülükleridir.

1.4.1. Temettü Dağıtım Yükümlülüğü

Hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklarda birinci temettü oranı ve temettü dağıtımı SPK'nın Seri: IV, No: 27 sayılı "Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliği"nin 4. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın %20'sinden az olamaz⁷⁹. Halka açık anonim ortaklıklar Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen ve tebliğlerle ilan edilen oranlardan aşağı olmamak üzere kar dağıtımını yapmak zorundadırlar. Şirketler, temettüyü nakit ve hisse senedi olarak veya hisse senedi ve nakdi karma olarak dağıtabilirler. Bunun dışında temettü dağıtılmadan ortaklık bünyesinde de tutulabilir⁸⁰.

1.4.2. Bağımsız Denetim Yükümlülüğü

Sermaye piyasasında finansal raporlama tebliği SPK'nın 06.12.2012 tarihli "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlama Tebliği"nin Dördüncü bölümünün 10. maddesinde düzenlenmiştir. Tebliğe göre şirketler, yıllık finansal raporlarıyla bunlara ilişkin Kurulun bağımsız denetime ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde öngörülen bağımsız denetim raporlarını ara dönem finansal tabloların bağımsız denetime tabi olduğu hallerde iki hafta eklenir. Bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar için, bağımsız denetim raporuyla birlikte, bağımsız denetim kuruluşunu temsil ve ilzama yetkili kişinin imzasını taşıyan bir yazı ekinde şirkete ulaştığı ve aynı gün yönetim kurulunca kamuya açıklanmak üzere karar alındığı, Bağımsız denetimden geçmemiş finansal tablolar için ise, şirket yönetim kurulu tarafından finansal raporların kabulüne dair kararın alındığı, tarihi izleyen ilk iş günü mesai

⁷⁹<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=12&pid=0&subid=5>.....
(Erişim: 22.11.2013)

⁸⁰ Tilly, a.g.e, s. 14.

saati bitimine kadar yapılması gerekir⁸¹. Payları Borsada işlem gören anonim ortaklıklar; yıllık mali tabloları için sürekli, altışar aylık ara bilanço ve gelir tabloları için mali tablolarla birlikte kamuya açıklanır. Bu yükümlülüğün önemi belirlenen süre içerisinde yerine getirilmediği veya SPK'dan ek süre izni alınmadığı durumlarda şirketin hisselerinin işlem sırasının geçici olarak kapatılmasıdır⁸².

1.4.3. Kamuoyunu Aydınlatma Yükümlülüğü

SPK'nın 06.12.2012 tarihli "Kurumsal Yönetim Tebliği"nin 1 no'lu Ek'i "Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri"ni düzenlemektedir. Söz konusu Ek'in 2.1. maddesinde "Kamuyu Aydınlatma Esasları ve Araçları" belirtilmiştir. Buna göre bilgilendirme politikası, mevzuat ile belirlenenler dışında kamuya hangi bilgilerin açıklanacağını, bu bilgilerin ne şekilde, hangi sıklıkla ve hangi yollardan kamuya duyurulacağını, yönetim kurulunun veya yöneticilerin basın ile hangi sıklıkla görüşeceğini, kamunun bilgilendirilmesi için hangi sıklıkla toplantılar düzenleneceğini, şirkete yöneltilen soruların yanıtlanmasında nasıl bir yöntem izleneceğini ve benzeri konuları kapsar. Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir ve düşük maliyetle kolay erişilebilir biçimde "Kamuyu Aydınlatma Platformu" (www.kap.gov.tr) ve şirketin internet sitesinde kamunun kullanımına sunulur. Geleceğe yönelik bilgilerin kamuya açıklanması durumunda, varsayımlar ve varsayımların dayandığı veriler de açıklanır. Bilgiler, dayanağı olmayan, abartılı öngörüler içeremez, yanıltıcı olamaz. Ayrıca, varsayımlar şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile uyumlu olmalıdır. Kamuya açıklanan geleceğe yönelik bilgilerde yer alan tahminlerin ve dayanakların gerçekleşmemesi veya gerçekleşmeyeceğinin anlaşılması halinde, güncellenen bilgiler derhal gerekçeleri ile birlikte KAP'ta açıklanır. Geleceğe yönelik bilgilerin kamuya açıklanmasına ilişkin esaslar bilgilendirme politikasında

⁸¹<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=448&ct=f&action=displayfile.....> ..(Erişim: 22.11.2013)

⁸² Tilly, **a.g.e**, s. 15.

yer alır⁸³. Borsada işlem gören şirketler yatırımcı kararlarını etkileyebilecek bilgilerin kamuoyuna zamanında açıklanmasından sorumludur. BİST bir şirketin fiyatında olağandışı fiyat hareketi oluştuğunda şirketten fiyatları etkileyebilecek gelişmelerle ilgili bilgi talep etmektedir. Şirket yöneticileri ve diğer sorumlular verilen bilgilerden dolayı olarak yükümlü tutulmaktadır⁸⁴.

1.4.4. Kurumsal Yönetim Yükümlülüğü

SPK'nın 06.12.2012 tarihli "Kurumsal Yönetim Tebliği" nin yedinci bölümünün 26. maddesi "Pay Sahipleri İle İlişkiler Birimi" ni düzenlemektedir. Tebliğe göre borsada şirketlerinin pay sahipliği haklarının kullanılması konusunda faaliyet gösteren, yönetim kuruluna raporlama yapan ve yönetim kurulu ile pay sahipleri arasındaki iletişimi sağlayan pay sahipleri ile ilişkiler biriminin oluşturulması ve pay sahipleri ile ilişkiler birimi yöneticisinin ortaklıkta tam zamanlı çalışıyor olması zorunludur. Ancak bu kişi ortaklıkta başka görev ve sorumluluklar da üstlenebilir. Pay sahipleri ile ilişkiler biriminde yer alan kişi veya kişilerin adı, soyadı ve iletişim bilgileri ile bu bilgilerde meydana gelen değişiklikler Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde, KAP'ta yayımlanır⁸⁵. Bu yükümlülük şirketlerin yönetim kurulları, ortakları ve diğer menfaat sahiplerinin arasındaki ilişkiyi ve tarafların şirket üzerindeki hak ve sorumluluklarını belirler. Bu kapsamda, şirketler yıllık faaliyet raporlarında ve internet sitelerinde kurumsal yönetim ilkeleri olan disiplin, seffaflik, bağımsızlık, hesap verilebilirlik, sorumluluk, esitlik ve sosyal sorumluluk konularına uyum konusunda beyanda bulunmaktadır. Bu yükümlülüğün şirket tarafından yerine getirilmesi gerekir⁸⁶.

⁸³<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=454&ct=f&action=displayfile.....> ..(Erişim: 22.11.2013), s. 22.

⁸⁴ Dizgar, **a.g.e**, s.11.

⁸⁵<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=454&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 22.11.2013), s.16.

⁸⁶ Dizgar, **a.g.e**, s.11.

1.5. İLK HALKA ARZDAN SONRA PAY SAHİPLERİNE YÖNELİK KISITLAMALAR

Halka açılma sonrasında uyulacak esaslar SPK'nın 04.03.2013 tarihli "Payların İhracına İlişkin Esaslar Tebliği"nin Üçüncü bölümünün 8.maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların paylarının halka arzına ilişkin izahnamenin onaylandığı tarih itibarıyla mevcut sermayede yüzde on ve üzeri pay sahibi olan ortaklar ile pay sahipliği oranına bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklar sahip oldukları payları, ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satamazlar. Söz konusu kişilerin borsa dışında satacakları payları alanlar da bu sınırlamaya tabidir. Bu kişilerin ortaklığın paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonra borsadan alım yoluyla edindiği ortaklık payları, satış yasağının kapsamında değerlendirilmez.

Bir yıllık süre, payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların, halka arz tarihinden önceki dönemde paylarına sahip olan girişim sermayesi yatırım ortaklıkları için bu payları elde ettikleri en son tarihte başlar. Bu maddenin birinci fıkrası kapsamında yer alan kişiler halka açılma başvurusu sırasında, konuya ilişkin olarak Kurula yazılı taahhüt verirler. Bu taahhüt ve içeriğine izahnamede yer verilir. Bir yıllık süre içerisinde sermaye artırımını ya da kar payı ödemesi gibi nedenlerle ortaklık paylarının borsa fiyatının düzeltilmesi durumunda, düzeltme işleminin yapılmasına esas alınan kriterler halka arz fiyatına uygulanır. Yönetim kontrolünün belirlenmesinde Kanunun 26'ncı maddesinin ikinci fıkrası hükmü esas alınır. Bu maddenin birinci fıkrası kapsamında yer alan kişilerin, sahip oldukları payları, ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren, payların borsa fiyatından bağımsız olarak, bir yıl süreyle hiçbir şekilde borsada satmayacaklarını ve borsa dışında yapılacak satışlarda satışa konu payların da bu sınırlamaya tabi olacağının alıcılara bildirileceğinin ihtiyari bir şekilde halka açılma aşamasında taahhüt etmeleri halinde bu madde hükümleri ayrıca uygulanmaz.⁸⁷.

⁸⁷<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=447&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 02.12.2013), s.5-6.

İKİNCİ BÖLÜM

İHA'DA SATIŞ YÖNTEMLERİ VE TÜRKİYE'DE İLK HALKA ARZ

Gelişmekte olan bir sermaye piyasasına sahip olan Türkiye’de, 1985 yılından itibaren şirketlerin menkul kıymetler borsasında hisse senetleri işlem görmektedir. Türkiye’de 2000 yılına kadar İlk Halka Arz (İHA)’ların sayısında önemli bir artış gözlemlenirken 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik kriz sürecinde halka arzların sayısı oldukça sınırlı kalmıştır. 2002-2009 yılları arasında toplam 54 adet birincil halka arz gerçekleşmiştir. Son yıllarda ise halk arz sayısında önemli artışlar olmuş ve 2010-2012 yılları arasında 100 şirketin halkı arzı gerçekleşmiştir. Halka arz sayısındaki önemli derecedeki artışların nedenlerinden bir tanesi de borsada işlem gören şirket sayısını arttırmayı amaçlayan halka arz seferberliği için Borsa İstanbul (BİST), Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) arasında Ağustos 2008’de imzalan işbirliği protokolünün uygulanmaya konulmasıdır. Türkiye’de Borsa İstanbul’un istenilen derinliğe kavuşması için halka arzların sayısının artması ve şirketlerin halka açıklık oranlarının yükselmesi gerekmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle İHA’da kullanılan satış yöntemleri üzerinde durulacak ve konuya ilişkin Türkiye Sermaye Piyasası’nda yapılan İHA verileri satış yöntemleri açısından değerlendirilecektir. Daha sonra ise 2003-2011 yılları arasında yapılan İHA’ların genel bir değerlendirilmesi yapılacaktır.

2.1. İHA'DA SATIŞ YÖNTEMLERİ

Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında uygulanabilecek satış yöntemleri SPK’nın 18.04.2013 tarihli “Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Yöntemleri ve Dağıtımı İle Teslim Esasları Tebliği”nin Üçüncü bölümünün 9.

maddesinde düzenlenmektedir. Bu tebliğe göre sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında; talep toplama yoluyla satış yöntemi, Borsada satış yöntemi ve talep toplanmaksızın satış yöntemi kullanılabilir¹. İHA’da genel olarak Talep Toplama Yöntemi ve Borsada Satış Yöntemi olmak üzere temelde iki yöntem kullanılmaktadır. Türkiye’de uygulamada kullanımı pek görülmeyen bir üçüncü yöntem ise talep toplanmaksızın satış yöntemidir².

2.1.1. Talep Toplama Satış Yöntemi

Talep toplama yoluyla satış yöntemi SPK’nın 18.04.2013 tarihli “Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Yöntemleri ve Dağıtım İle Teslim Esasları Tebliği”nin Üçüncü bölümünün 10. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin talepleri bu Tebliğin ekindeki talep formunun düzenlenmesi suretiyle toplanır ve bu talepler izahnamede yer alan usul ve esaslara göre değerlendirilerek, satışa sunulan sermaye piyasası aracının dağıtım talepte bulunanlar arasında gerçekleştirilir. Yatırımcılar istedikleri taktirde, talep formunda almak istedikleri miktara ilişkin bir alt sınır belirleyebilirler. Yetkili kuruluşlar talep formunu kabul etmeden önce yatırımcıların kimlik bilgilerini tespit ederler³. Talep toplama satış yöntemi uygulamada üç farklı şekilde yapılmaktadır. Bunlar sırasıyla sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama ve fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemleridir.

2.1.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama

Sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle yapılacak halka arzlarda, ihraççı veya hissedar tarafından sabit bir fiyat belirlenir. Bu yöntemde talep toplama süresi asgari iki iş günüdür⁴. BİST’te 2003-2011 döneminde halka açılan 95 şirketten 19’u sabit

¹<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=455&ct=f&action=displayfile>(Erişim: 20.11.2012), s.6.

²Tesisgüvenlik Danışmanlığı, **Halka Arz ve Kurumsal Finansman Hizmetleri**, Yıldız Teknik Üniversitesi, <http://www.tesisguvenlikdanismanligi.com/files/halka.arz.ve.kurumsal.finance.pdf>..... (Erişim: 20.11.2012), s.7.

³<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=455&ct=f&action=displayfile>(Erişim: 23.11.2013), s. 6.

⁴Guray Küçükkoçaoğlu, “Underpricing in Turkey: A comparison of the IPO Methods”, **International Journal of Finance and Economics**, NO:13(1450-2887), Baskent University, Ankara-2008, s.163.

fiyatla talep toplama yöntemi ile yapılmıştır⁵. Tablo 2.1’de bu dönemde yıllar itibari ile İHA sayısı ve İHA’sı bu yöntemde gerçekleştirilen şirket sayısı yer almaktadır. Bu yıllarda sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle İHA’sı gerçekleştirilen şirket listesi EK-5’te yer almaktadır.

Tablo 2.1: Sabit Fiyatla Talep Toplama

Yıllar	Halka Açılan Şirket Sayısı	Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemini Seçen Şirket Sayısı
2003	2	0
2004	12	8
2005	8	2
2006	14	4
2007	9	1
2008	2	0
2009	1	0
2010	22	4
2011	25	0
Toplam	95	19

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

2.1.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama

Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama satış yönteminde, ihraççı veya hissedar tarafından asgari bir satış fiyatı belirlenir ve bunun üzerindeki fiyat teklifleri toplanır⁶. BİST’te 2003-2012 döneminde halka açılan 95 şirketten 16’sı satış yöntemi olarak fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini kullanmıştır⁷. Tablo 2.2’de bu yıllarda İHA’sı yapılan toplam şirket sayısı ve fiyat teklifi alma yoluyla talep

⁵Borsa İstanbul (BİST), **Halka Arz Verileri**, <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri> (Erişim: 23.06.2013).

⁶Guray Kucukkocaoglu, Ozge Sezgin, “IPO Mechanism Selection by Using Classification and Regression Trees(CART)”, Baskent University, Ankara-2013, <http://www.baskent.edu.tr>(Erişim: 11.10.2013), s.2.

⁷Borsa İstanbul(BİST), **Halka Arz Verileri**, <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri>(Erişim: 23.06.2013).

toplama yöntemini seçen şirket sayıları yer almaktadır. Bu yöntemle İHA'sı gerçekleştirilen şirket listesi EK-6'da gösterilmiştir.

Tablo 2.2: Fiyat Teklif Alma Yoluyla Talep Toplama

Yıllar	Halka Açılan Şirket Sayısı Ortak	Fiyat Teklif Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemini Seçen Şirket Sayısı
2003	2	0
2004	12	1
2005	8	3
2006	14	4
2007	9	7
2008	2	1
2009	1	0
2010	22	0
2011	25	0
Toplam	95	16

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

2.1.1.3. Fiyat Aralığı ile Talep Toplama

Bu yöntemde payların satışa sunulmasında bir taban ve tavan fiyat belirlenerek bu fiyat aralığından yatırımcıların talepleri toplanır⁸. BİST'te 2003-2011 döneminde halka açılan 95 şirketten 21'i fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi ile yapılmıştır. Tablo 2.3'te bu dönemde yıllar itibari ile İHA sayısı ve İHA'sı bu yöntemde gerçekleştirilen şirket sayısı yer almaktadır. Bu yıllarda fiyat aralığı ile talep toplama yöntemiyle İHA'sı gerçekleştirilen şirket listesi EK-7'de yer almaktadır.

⁸Duygu Daştan, "Halka Arzlarda Fiyatlandırma: 2004-2007 İMKB Örneği", Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara-2008, s. 25.

Tablo 2.3: Fiyat Aralığı ile Talep Toplama

Yıllar	Halka Açılan Şirket Sayısı Ortak	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yöntemi Yöntemini Seçen Şirket Sayısı
2003	2	0
2004	12	0
2005	8	0
2006	14	0
2007	9	0
2008	2	0
2009	1	0
2010	22	11
2011	25	10
Toplam	95	21

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

2.1.2. Borsada Satış Yöntemi

Borsa satış yöntemi SPK'nın 18.04.2013 tarihli "Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Yöntemleri ve Dağıtım ile Taslim Esaslar Tebliği"nin Üçüncü bölümünün 12. maddesinde düzenlenmiştir. Borsada satış yöntemi, sermaye piyasası araçlarının borsa düzenlemeleri çerçevesinde borsada satışını ifade eder⁹. Bu yöntemde satış, BİST yönetmeliği çerçevesinde yapılmaktadır. Bunun için asgari 20 işgünü önceden Borsaya başvurulması ve başvurunun borsada yönetim kurulunca kabulü ve ilanı gerekmektedir¹⁰. 2003-2011 yılları arasında halka açılan toplam 95 şirketten 39'u bu satış yöntemini kullanarak halka açılmıştır¹¹. Tablo 2.4'de bu yıllarda İHA'sı yapılan toplam şirket sayısı ve borsada satış yöntemi ile İHA'sı

⁹<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=455&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 23.11.2013), s.7.

¹⁰Tesisgüvenlik Danışmanlığı, **Halka Arz ve Kurumsal Finansman Hizmetleri**, Yıldız Teknik Üniversitesi, <http://www.tesisguvenlikdanismanligi.com/files/halka.arz.ve.kurumsal.finansman.pdf>, (Erişim: 20.11.2012), s.8.

¹¹Borsa İstanbul, **Halka Arz Verileri**, <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri> (Erişim: 23.06.2013)

gerçekleşen şirket sayıları yer almaktadır. Diğer taraftan borsada satış yöntemiyle İHA'sı yapılan şirketlerin listesi EK-8'de gösterilmiştir.

Tablo 2.4: Borsada Satış Yöntemi

Yıllar	Halka Açılan Şirket Sayısı Ortak	Borsa'da Satış Yöntemi ile İHA'sı Gerçekleşen Şirket Sayısı
2003	2	2
2004	12	2
2005	8	4
2006	14	6
2007	9	1
2008	2	1
2009	1	1
2010	22	7
2011	25	15
Toplam	95	39

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

2.1.3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

Talep toplanmaksızın satış yöntemi SPK'nın 18.04.2013 tarihli "Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Yöntemleri ve Dağıtım ile Taslim Esaslar Tebliği"nin üçüncü bölümünün 11. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklardan, bu Tebliğin 13 üncü maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan nitelikleri belirlenmiş ortaklıklar dışında kalanların paylarının kendileri ya da yetkili kuruluşlar vasıtasıyla belirli bir fiyattan ve ortaklık tarafından izahnamede belirlenecek bir usulle halka arz edilmek suretiyle satışdır¹². Bu yöntemde, hisse senetleri için belirli bir fiyat tespit edilirken, yatırımcılardan talep

¹²<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=455&ct=f&action=displayfile.....> (Erişim: 23.11.2013), s.6.

toplanmaksızın halka arz yoluyla satışa gidilmektedir. Türkiye’de uygulamada bu yöntemin pek tercih edilmediği görülmektedir¹³.

2.2. 2003-2011 DÖNEMLERİNDE BİST’DE İLK HALKA ARZ

2003-2011 dönemi içinde BİST de 95 adet şirketin İHA’sı gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın bu bölümünde 9 yıla ilişkin halka açılma bilgileri verilirken, çalışma kapsamında incelenen şirketlere ilişkin de ayrıca bilgiler verilecektir. Çalışma kapsamına dahil edilen şirket sayısı 38 olup bu konuda daha ayrıntılı bilgiler üçüncü bölümde çalışmanın veri setinin oluşturulması başlığı altında verilecektir. Çalışma kapsamına dahil edilen şirketler; sanayi ve ticaret şirketleri olarak gıda, içki ve tütün; dokuma, giyim eşyası ve deri sanayi; kağıt ürünler ve basım; metal eşya, makine ve gereç yapım; teknoloji; tarım, orman, ve balıkçılık; elektrik gaz ve su, toptan ve perakende alanında faaliyet gösteren şirketlerdir.

2003-2011 yılları arasında İHA’sı yapılan şirketler yıllarına göre Tablo 2.5’te yer almaktadır.

Tablo 2.5: 2003-2001 Yıllar Arasında Borsa İstanbul’da İHA’sı Gerçekleştirilen Şirketler

SN	ŞİRKET ADI	İHA YILI	NOMİNAL DEĞER	SEKTÖR
1	Gersan Elektrik Ticaret Sanayi A.Ş.	2003	1,350,000	İmalat Sanayii
2	Koza Davetiye Mağaza İşletmeleri ve İhracat A.Ş.	2003	1,800,000	İmalat Sanayii
3	AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi	2004	1,794,008	Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler
4	Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2004	2,200,000	İmalat Sanayii
5	Denizbank A.Ş.	2004	72,500,000	Mali Kuruluşlar

¹³Bekir Elmas, **İlk Halka Arz; Teori ve Uygulama**, Gazi Kitabevi Tic.Ltd. Şti, Ankara -2012, s. 49.

6	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2004	7,612,500	İmalat Sanayii
7	Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2004	3,750,000	Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler
8	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret	2004	2,700,000	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
9	İnfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2004	2,972,000	Mali Kuruluşlar
10	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2004	8,481,250	Mali Kuruluşlar
11	Plastikkart Akıllı Kart İletişim Sistemleri San ve Tic.A.Ş.	2004	4,000,000	Teknoloji
12	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	2004	2,823,530	Mali Kuruluşlar
13	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	2004	11,747,963	İmalat Sanayii
14	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2005	6,713,000	Mali Kuruluşlar
15	Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri San. ve Tic.	2005	9,000,000	Teknoloji
16	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	2005	10,910,635	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
17	Doğuş Otomotive Servis ve Ticaret A.Ş.	2005	37,950,000	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
18	Evg Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2005	2,475,000	Mali Kuruluşlar
19	Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2005	1,250,000	Mali Kuruluşlar
20	İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	2005	4,970,000	İmalat Sanayii
21	Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş.	2005	6,250,000	Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler
22	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	2005	322,000,000	Mali Kuruluşlar
23	Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2006	3,000,000	Teknoloji
24	Asya Katılım Bankası A.Ş.	2006	69,000,000	Mali Kuruluşlar
25	Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006	1,350,000	Mali Kuruluşlar
26	Coca Cola	2006	57,857,545	İmalat Sanayii
27	Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	2006	2,000,000	Teknoloji

28	Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006	2,969,996	Mali Kuruluşlar
29	Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2006	5,635,000	Teknoloji
30	Metro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006	2,700,000	Mali Kuruluşlar
31	Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	2006	17,250,000	Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama
32	Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	2006	45,022,500	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
33	Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	2006	7,000,000	İmalat Sanayii
34	Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006	4,250,000	Mali Kuruluşlar
35	Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006	2,663,000	Mali Kuruluşlar
36	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Tic. A.Ş.	2006	59,800,000	İmalat Sanayii
37	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	2007	55,444,408	Mali Kuruluşlar
38	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2007	35,494,000	Mali Kuruluşlar
39	Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort.A.Ş.	2007	2,965,000	Mali Kuruluşlar
40	Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007	9,999,946	Mali Kuruluşlar
41	Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007	7,000,000	Mali Kuruluşlar
42	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007	67,117,510	Mali Kuruluşlar
43	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	2007	44,562,500	Mali Kuruluşlar
44	Tekfen Holding A.Ş.	2007	102,386,800	Mali Kuruluşlar
45	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	2007	312,250,256	Mali Kuruluşlar
46	Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2008	4,949,996	Mali Kuruluşlar
47	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	2008	525,000,000	Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama
48	Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	2009	3,200,000	Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama
49	Akfen Holding A.Ş.	2010	8,000,000	Mali Kuruluşlar
50	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	2010	31,600,000	Elektrik Gaz ve Su
51	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Tic. A.Ş.	2010	16,000,000	İnşaat VE Bayındırlık İşleri
52	Çemaş Döküm Sanayii A.Ş.	2010	9,300,000	İmalat Sanayii

53	Despec Bilgisayar Paz. ve Tic. A.Ş.	2010	2,512,500	Teknoloji
54	Do&Co Restaurants and Catering A.Ş.	2010	3,105,226	Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama
55	Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	2010	2,048,979	İmalat Sanayii
56	Emlak Konut GYO A.Ş.	2010	625,000,000	Mali Kuruluşlar
57	Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2010	5,000,000	Mali Kuruluşlar
58	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2010	5,400,000	Mali Kuruluşlar
59	İdealist GYO A.Ş.	2010	2,500,000	Mali Kuruluşlar
60	İhlas Gazetecilik A.Ş.	2010	26,400,000	İmalat Sanayii
61	İhlas Yayın Holding A.Ş.	2010	57,500,000	Mali Kuruluşlar
62	Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Tic.A.Ş.	2010	3,000,000	İmalat Sanayii
63	Koza Altın İşletmeleri AŞ	2010	18,000,000	İmalat Sanayii
64	Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	2010	8,000,000	Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama
65	Mango gıda San. ve Tic. A.Ş.	2010	3.400.000	İmalat Sanayii
66	Marti Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010	54,000,000	Mali Kuruluşlar
67	Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010	65,500,000	Mali Kuruluşlar
68	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010	56,352,942	Mali Kuruluşlar
69	TSKB Gyo A.Ş.	2010	57,500,000	Mali Kuruluşlar
70	Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2010	6,000,000	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
71	A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret	2011	6,000,000	İmalat Sanayii
72	Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	2011	8,817,199	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
73	Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2011	54,117,500	Mali Kuruluşlar
74	Ataç İnşaat ve Sanayi A.Ş.	2011	2,362,641	Mali Kuruluşlar
75	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2011	9,926,680	İmalat Sanayii
76	Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş.	2011	19,000,000	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
77	Bizim Toptan Satış Mağazaları	2011	16,000,000	Toptan ve

	A.Ş.			Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
78	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2011	10,135,550	İmalat Sanayii
79	Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri	2011	2,250,000	Teknoloji
80	Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2011	14,052,601	Mali Kuruluşlar
81	Gentra Lojistik A.Ş.	2011	3,750,000	Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama
82	Global Menkul Değerler A.Ş.	2011	10,000,000	Mali Kuruluşlar
83	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	2011	3,250,000	dokuma sanayii
84	İnfo Yatırım A.Ş.	2011	3,150,000	Mali Kuruluşlar
85	Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hiz. San. ve	2011	3,000,000	İmalat Sanayii
86	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda San. ve Tic. A.Ş.	2011	20,193,000	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
87	Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2011	30,187,500	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
88	Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	2011	3,132,271	Teknoloji
89	Lokman Hekim Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	2011	2,782,500	Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler
90	Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	2011	3,000,000	İmalat Sanayii
91	Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	2011	5,000,000	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
92	Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş.	2011	7,000,000	İmalat Sanayii
93	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret ve Sanayi	2011	3,600,000	İmalat Sanayii
94	Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	2011	5,500,000	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar
95	Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri	2011	1,850,000	Tarım, Orman ve Balıkçılık

2.2.1. İHA Verilerinin Yıllara Göre Dağılımları

BİST de 2003-2011 dönemleri arasında İHA'sı gerçekleştirilen şirket sayısı 95'dir. Yıllara göre İHA'sı gerçekleştirilen şirket sayısı ve İHA büyüklükleri nominal tutarları itibariyle Tablo 2.6'da yer almaktadır. Bu tabloda ayrıca çalışma kapsamına dahil edilen 38 şirketin de yıllara göre İHA büyüklükleri verilmektedir.

Tablo 2.6: 2003-2011 Yılları Arasında İHA'sı Yapılan Şirket Sayısı Ve Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin İHA Tutarı (TL)

Yıllar	Halka Açılan Toplam Şirket Sayısı	İHA Tutarı (Nominal)	Performansı Hesaplanan Şirket Sayısı	İHA Tutarı (Nominal)
2003	2	3.150.000	2	3.150.000
2004	12	158.531.251	6	66.210.464
2005	8	363.568.635	3	21.160.635
2006	14	637.220.420	6	173.315.045
2007	9	280.498.041	-	-
2008	2	529.949.996	-	-
2009	1	3.200.000	-	-
2010	22	1.062.719.647	8	86.273.979
2011	25	248.057.442	13	113.772.429
TOPLAM	95	3.286.895.432	38	463.882.552

Kaynak: Borsa İstanbul (BİST), 2012.

İHA verileri yıllar itibari ile incelendiğinde söz konusu dönem içinde İHA sayısının en yüksek olduğu yıllar 2010 ve 2011 yıllarıdır. 2011 yılında İHA'sı tamamlanan şirket sayısı 25 iken, 2010 yılında ise 22 adet şirketin İHA'sı yapılmıştır. Bu artışta halka arz kampanyalarının etkisi olduğu söylenebilir. 2009 yılında sadece 1 adet şirketin İHA'sı gerçekleştirirken, 2003 ve 2008 yıllarında 2'şer adet şirketin İHA'sı gerçekleştirilmiştir. 2005 ve 2007 yıllarında ise sırasıyla 8 adet ve 9 adet şirketin İHA'sı yapılmıştır.

2003-2011 yılları arasında BİST’de gerçekleşen toplam İHA tutarı 3.287 Milyon TL’dir. İHA büyüklükleri nominal tutarları itibariyle incelendiğinde 2010 yılı ilk sırada gelmektedir. Bu yılda 1.063 Milyon TL İHA tutarı 9 yıllık çalışma dönemin ortalamasından oldukça yüksektir. 2010 yılını sırasıyla 2006 ve 2008 yılları takip etmektedir. Bu yıllarda İHA büyüklükleri sırasıyla 637 Milyon TL ve 529 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir. İHA büyüklüğü açısından 2003 ve 2009 yılları ile son sıralarda yer almaktadır. Bu yılların tutarları ise sırasıyla 3.150 Bin TL ve 3.200 Bin TL’dir.

Tablo 2.6’da yer alan veriler incelendiğinde çalışma kapsamında yer alan 38 şirketin İHA büyüklüklerine ilişkin bilgiler de ayrıca yer almaktadır. Bu bilgilere göre söz konusu dönem içinde İHA sayısının en yüksek olduğu yıllar 2010 ve 2011 yıllarıdır. 2011 yılında İHA’sı tamamlanan şirket sayısı 13 iken, 2010 yılında ise 8 adet şirketin İHA’sı yapılmıştır. Bu yıllarda halka arz sayısının yüksek olmasının başlıca nedeni İHA kampanyalarının olumlu etkisidir denilebilir. 2007, 2008 ve 2009 yıllarında ise imalat sanayinde, toptan ve perakende sektöründe ve teknoloji sektöründe İHA’sı tamamlanan şirket bulunmamaktadır. 2004 ve 2006 yıllarında ise İHA’sı gerçekleştirilen şirket sayısı 6’sar adettir.

2003-2011 yılları arasında BİST’de gerçekleşen toplam 3.287 Milyon TL’lik İHA’nın yaklaşık 464 Milyon TL’si çalışma kapsamına dahil edilen şirketlere aittir. Bu şirketlerin İHA büyüklükleri nominal tutarları itibariyle incelendiğinde 2006 yılı ilk sırada gelmektedir. Bu yılda gerçekleşen İHA tutarı 173 Milyon TL’dir. 2006 yılını sırasıyla 2011 ve 2010 yılı izlemektedir. Bu yıllarda İHA büyüklükleri sırasıyla yaklaşık 114 Milyon TL ve 86 Milyon TL’dir.

2.2.2. İHA Verilerinin Sektörlere Göre Dağılımı

2003-2011 dönemi içinde BİST de İHA’sı yapılan 95 adet şirketin toplam İHA büyüklüğü nominal olarak yaklaşık 3.287 Milyon TL’dir. İHA verilerinin sektörlere göre dağılımları ise Tablo 2.7’de yer almaktadır. Sektörlerde yer alan imalat sanayii, mali kuruluşlar, toptan ve perakende, teknoloji ve diğer şirketlerin İHA verilerine şirket bazında sırasıyla EK 9, 10, 11, 12 ve 13’te verilmiştir.

Tablo 2.7: 2003-2011 Yılları Arasında BİST Gerçekleşen İHA'ların Sektörlere Göre Dağılımı

Sektör	Şirket Sayısı	%	İHA Tutar (Nominal Değer)	%
İmalat Sanayii	24	25,26	308.862.842	9,26
Mali Kuruluşlar	38	40,00	2.162.391.235	64,85
Toptan ve Perakende	12	12,63	207.280.834	6,22
Teknoloji	8	8,42	31.529.771	0,95
Diğer	13	13,68	624.331.734	18,72
TOPLAM	95	100,00	3.286.895.432	100,00

Tablo 2.7 incelendiğinde İHA'sı gerçekleştirilen 95 adet şirketin 38 adedi mali kuruluşlardır. Bu rakam toplam İHA sayısının % 40'ına eşittir. Bu dönem içinde imalat sanayinde İHA'sı gerçekleştirilen şirket sayısı ise 24 adettir. İHA'sı yapılan toplam şirketlerin % 25,26'sı imalat şirketleridir. Toptan ve perakende sektöründe yer alan şirket sayısı ise 12 adet ve toplam şirket sayısının % 12,63'üne eşittir. Bu dönemde İHA'sı yapılan şirketlerden 8 adedi ise teknoloji sektöründe yer alan şirketlerdir. 95 şirketin 13 adedi ise diğer sektörlerde yer alan şirketlerdir. Bu firmalar eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler; ulaştırma, haberleşme ve depolama; elektrik gaz ve su, tarım ile orman ve balıkçılık gibi çeşitli alanlarında faaliyet gösteren şirketlerdir.

2003-2011 yılları arasında BİST de gerçekleştirilen 3.287 Milyon TL'lik İHA'nın 2.162 Milyon TL'si mali kuruluşlara aittir. Bir başka ifade ile toplam İHA büyüklüğünün yaklaşık % 65'i finans sektöründe yer alan şirketlere aittir. Bu rakam oldukça dikkat çekicidir. İmalat sanayinde İHA'sı yapılan şirket sayısı 24 adet olsa da, İHA büyüklüğü açısından oldukça küçüktür. Bir başka ifade ile İHA'sı yapılan şirketlerin yaklaşık % 25'i imalat sanayinde yer alırken nominal büyüklük açısından ise bu sektörün toplam içindeki oranı sadece % 9,263'dür. Toptan ve perakende sektöründe yer alan şirketlerin toplam İHA büyüklüğü içinde oranı ise % 6,216'dır.

Aynı dönemde 8 adet teknoloji sektöründe yer alan şirketin İHA'sı yapılırken, bu şirketlerin İHA büyüklüklerinin toplam içindeki oranı % 1'in altındadır. Geriye kalan % 18,724'lük İHA büyüklüğü ise diğer sektörlerde yer alan şirketlere aittir.

2.2.3. Çalışma Kapsamına Dahil Edilen Şirketlerin İHA Verileri

2003-2011 dönemi içinde BİST de İHA'sı gerçekleşen 95 adet şirketin 38 adedi çalışma kapsamına dahil edilmiştir. Çalışma kapsamına dahil edilen şirketler daha önce de belirtildiği gibi sanayi ve ticaret şirketleri olarak gıda, içki ve tütün; dokuma, giyim eşyası ve deri sanayi; kağıt ürünler ve basım; metal eşya, makine ve gereç yapım; teknoloji; tarım, orman, ve balıkçılık; elektrik, gaz ve su, toptan ve perakende alanında faaliyet gösteren şirketlerdir. Bu şirketlere ilişkin İHA verileri sektörler bazında Tablo 2.8'de yer almaktadır. Çalışma kapsamındaki şirketlerin sektörlere göre İHA verilerinin dağılımları ayrıca Şekil 2.1. de gösterilmiştir.

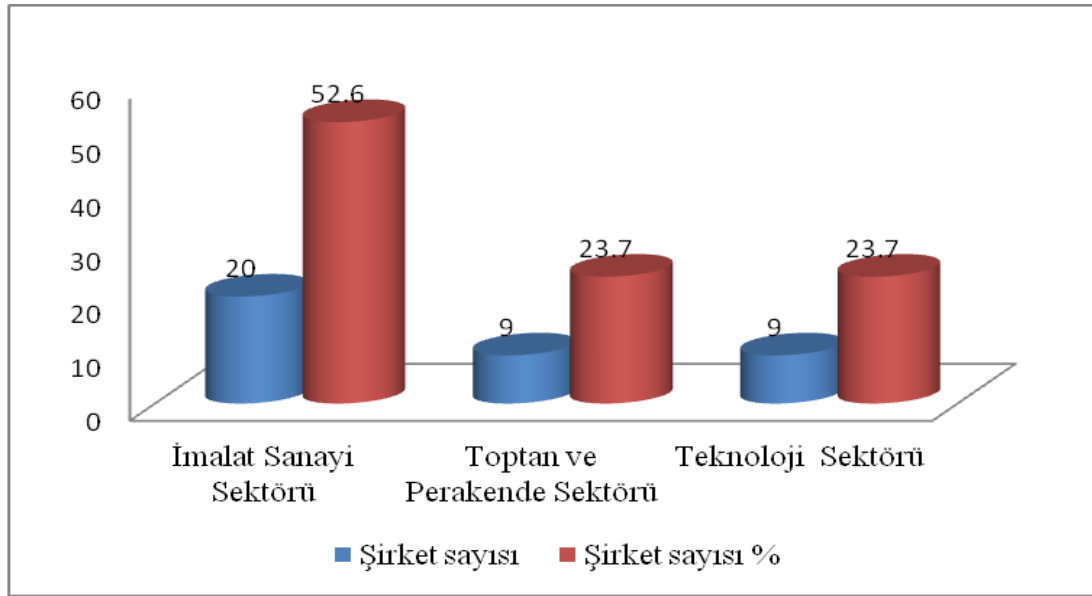
Tablo 2.8: Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin Sektörlere Göre İHA Verileri

Sektör	Performansı Hesaplanan Şirket Sayısı	%	İHA Tutarı (Nominal TL)	%
İmalat Sanayi Sektörü	20	52,6	230.679.218	49,7
Toptan ve Perakende Sektörü	9	23,7	168.893.334	36,4
Teknoloji Sektörü	9	23,7	64.310.000	13,9
Toplam	38	100	463.882.552	100

Tablo 2.8 incelendiğinde çalışma kapsamında yer alan sektörlere göre yapılacak bir değerlendirmede İHA sonucu gerçekleştirilen hisse senedi satışından sağlanan en yüksek tutarın 230,679 milyon TL ile imalat sanayinde faaliyet gösteren şirketlere ait olduğu görülmektedir. Bu tutar çalışma kapsamındaki şirketlerin İHA büyüklüğünün % 49.7'una eşittir. İmalat sanayiini 168,893 milyon TL'lik İHA ile toptan ve perakende sektörü takip ederken, teknoloji sektöründe ise söz konusu dönemde gerçekleşen İHA tutarı 64,310 milyon TL'dir. Genel toplam içinde toptan

ve perakende sektörünün payı % 36,4; teknoloji sektörünün payı ise %13,9 olarak gerçekleşmiştir.

Şekil 2.1: İHA'nın Sektörlere Göre Dağılımı



Kaynak: KAP Sektör Bilgileri, 2012.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İLK HALKA ARZIN ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

İlk Halka Arz (İHA)'ın şirket performansı üzerindeki etkisinin incelendiği ve çalışmanın uygulama bölümünü oluşturan üçüncü bölüm kendi içinde üç bölümden oluşmaktadır. Uygulama bölümünün ilk kısmında öncelikle konuya ilişkin literatür çalışması yapılmıştır. Bu konuda yurtiçi ve yurtdışında yapılan başlıca çalışmaların değerlendirildiği ilk bölümden sonra İHA'nın şirket performansı ve finansal yapı üzerindeki etkisinin medyan değişim analizi ile incelenmiştir. Uygulama bölümünün üçüncü bölümü ise İHA'nın şirket performansı üzerindeki etkisinin panel veri analiz yöntemiyle incelenmiştir.

3.1. LİTERATÜR İNCELEMESİ

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

Bu konuda literatürde kendine önemli derecede yer bulan çalışmalardan bazıları sırasıyla Jain ve Kini (1994), Cai ve Wei (1997), Kim et al (2002), Boubakari ve Cosset (1996), Zaluki (2008), Pereira ve Dousa (2012) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmaların önemli bir kısmında hem halka arz yılı hem de halka arz sonrasındaki yılda şirketlerin halka arz öncesi yılına göre finansal performanslarında düşüşler olduğu sonucuna varılmıştır.

1976-1988 yılları arasında Amerika’da İHA’sı gerçekleşen 682 şirket üzerine Jain ve Kini (1994) tarafından yapılan çalışmada; halka arz sonrasında şirketlerin finansal performanslarında önemli derecede düşüşler ve artışlar olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmada şirketlerin finansal performansının göstergesi olarak beş farklı performans ölçüsü kullanılmıştır. Bunlar sırasıyla aktiflerin faaliyet kârlılığı oranı, işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı, satışların büyüme oranı, aktif devir hızı oranı ve sermaye harcamasının büyüme oranlarıdır. Çalışma sonuçlarına göre, halka arz yılı (0) ve halka arz sonrası birinci (+1), ikinci (+2) ve üçüncü (+3) yıllara kadar olan dönemde aktiflerin faaliyet karlılığındaki medyan değişimler sırasıyla % -3.58, % -7.60, % -10.53 ve % -9.09 olarak tespit edilmiştir. Şirket faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranındaki medyan değişimler ise aynı dönemlerde sırasıyla % -3.92, % -7.92, % -7.40 ve % -6.44 olarak gerçekleşmiştir. Üçüncü bir finansal performans ölçüsü olan satışların büyüme oranındaki medyan değişimler ise sırasıyla % 37.22, % 69.92, % 108.09 ve % 143.15 olarak bulunmuştur. Dördüncü bir finansal performans ölçüsü olan aktif devir hızı orandaki medyan değişimler ise yıllar itibari ile sırasıyla % -20.25, % -22.33, % -26.58 ve % -23.44 olarak bulunmuştur. Beşinci bir finansal performans ölçüsü olan sermaye harcamasındaki medyan değişimler ise yıllar itibari ile sırasıyla % 90.45, % 141.61, % 144.66 ve % 1.167,33 olarak hesaplanmıştır. Söz konusu çalışmada ayrıca şirketlerin yönetici-sahiplik düzeyi ile İHA’da gerçekleşen düşük fiyatlandırmanın şirketlerin finansal performansları üzerindeki etkisini de incelenmek amacıyla yatay kesit regresyon analizi de yapılmışlardır. Yatay kesit regresyon analizinde bağımlı değişken olarak aktiflerin faaliyet karlılığı ve işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, aktiflerin faaliyet karlılığı ve işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı üzerinde şirketlerin yönetici-sahiplik düzeyinin etkili olduğu görülmüştür. Çalışmanın diğer bağımsız değişkeni olan düşük fiyatlandırmanın ise bağımlı değişkenler üzerinde bir etkisi tespit edilememiştir¹.

¹Bharata Jain, Omesh Kini, “The Post Issue Operating Performans of IPO Firms”, **Journal of Finance**, Vol: 49, No: 5(1699-1726), New York -1994, ABD, s.1708.

1971-1992 yılları arasında Tokyo Borsası'nda İHA'sı gerçekleşen 180 şirket üzerine Cai ve Wei (1997) yaptıkları çalışmada; halka arzdan beş yıl sonrasına kadar dönemi kapsayan sürede şirketlerin finansal performanslarında düşüşler olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Aktiflerin dönem karlılığı, aktiflerin faaliyet karlılığı, işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı, sermaye harcamasının büyüme oranı, net satışların büyüme oranı ve faaliyet karının büyüme oranı bu çalışmada finansal performans ölçüsü olarak kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, halka arz sonrası birinci (+1), üçüncü (+3) ve beşinci (+5) yıllarda aktiflerin dönem karlılığındaki medyan değişimleri sırasıyla % -2.4, % -3.3 ve % -4.0 olarak tespit edilmiştir. İkinci finansal performans ölçüsü olan aktiflerin faaliyet karlılığındaki medyan değişimi ise aynı dönemde sırasıyla % -3.8, % -5.0 ve % -5.7 olarak gerçekleşmiştir. Üçüncü bir finansal performans ölçüsü olan işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranında ise halka arz sonrası birinci (+1), üçüncü (+3) ve beşinci (+5) yıllarda bu değişkenin medyan değişimleri ise sırasıyla % -2.5, % -2.7 ve % -2.5 oranında düşüşler olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dördüncü bir finansal performans ölçüsü olan sermaye harcamasının büyüme oranındaki medyan değişimlerin ise sırasıyla % -10.7, % -9.8 ve % -24.7 oranında azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Net satışların büyüme oranındaki medyan değişimler ise sırasıyla % -2.5, % -4.5 ve % -7.5 olarak gerçekleşmiştir. Altıncı finansal performans ölçüsü olan faaliyet karının büyüme oranındaki medyan değişimler ise sırasıyla % -18.8, % -11.5 ve % -19.0 olarak gerçekleşmiştir. Aynı çalışmada Japonya'da İHA'sı gerçekleştirilen şirketlerin finansal performansları üzerinde nelerin etkili olduğunu incelenmek amacıyla yatay kesit regresyon analizi yapılmışlardır. Bu analizde bağımlı değişken olarak aktiflerin karlılığı oranı kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler ise aktif büyüme oranı, halka açılma oranı ve yönetici-sahiplik düzeyidir. Çalışma sonuçlarına göre, aktiflerin büyüme oranı dışındaki diğer bağımsız değişkenlerin aktif karlılığı üzerinde istatistiki olarak etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır².

²Jun Cai, John Wei, "The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings", **Pacific-Basin Finance Journal**, No: 5(389-417), Hong Kong -1997, China, s.407-409.

1987-1993 yılları arasında Tayland Borsası'nda İHA'sı gerçekleşen 133 şirkete ilişkin Kim ve diğerleri tarafından 2004 yılında yapılan çalışmada; halka arzdan sonraki yıllarda şirketlerin finansal performanslarında düşüşler ve artışlar olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kim ve diğerleri bu çalışmada finansal performans ölçüsü olarak beş değişken belirlemişlerdir. Bunlar sırasıyla aktiflerin karlılık oranı, işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının dönem aktiflere oranı, satışların büyüme oranı, aktif devir hızı ve sermaye harcamasının büyüme oranıdır. Çalışma sonuçlarına göre, halka arz yılı (0) ve halka arz sonrası birinci (+1), ikinci (+2) ve üçüncü (+3) yıllara kadar olan dönemde aktiflerin karlılığındaki medyan değişimler sırasıyla % -19.57, % -44.12, % -63.23 ve % -70.77 olarak hesaplanmıştır. İkinci performans ölçüsü olan işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışındaki medyan değişimler ise sırasıyla % -51.59, % -89.01, % -97.87 ve % -96.83 şeklinde gerçekleşmiştir. Üçüncü bir performans ölçüsü olan satışların büyüme oranındaki medyan değişimler ise sırasıyla % 24.36, % 48.85, % 61.72 ve % 97.12 olarak gerçekleşmiştir. Dördüncü bir performans ölçüsü olan aktif devir hızı oranındaki medyan değişimler ise sırasıyla % -13.71, % -23.57, % -35.66 ve % -38.96 olarak gerçekleşmiştir. Son performans ölçüsü olan sermaye harcamasının büyüme oranındaki medyan değişimler ise sırasıyla % -97.61, % -1.68, % -63.56 ve % -37.11 olarak hesaplanmıştır. Çalışmada ayrıca gelişmekte olan bir piyasa olarak seçilen Tayland Borsası'nda İHA'sı gerçekleştirilen şirketlerin faaliyet performansları üzerinde etkili olan değişkenlerin incelenmesi amacıyla regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon analizinde bağımlı değişken olarak aktiflerin dönem karlılığı ve işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı kullanılmıştır. Şirketin yönetici-sahiplik düzeyi, şirket yaşı, aktif büyüklüğü, sermaye harcaması ve banka kredisi ise çalışmada kullanılan bağımsız değişkenlerdir. Çalışma sonuçlarına göre, şirketin yönetici-sahiplik düzeyi değişkeni dışındaki diğer bağımsız değişkenler olan şirketin yaşı, şirketin büyüklüğü, sermaye harcaması ve banka kredisi değişkenlerinin aktiflerin dönem karlılığı ve işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir³.

³Kenneth A. Kim, v.d., "Ownership and Operating Performance in an Emerging Market, Evidence from Thai IPO Firms", **Journal of Corporate Finance** No: 10 (355-381), New York -2004, USA,

1987-1993 yılları arasında gelişmekte olan ülkeler (Türkiye, Brezilya, Malezya, Portekiz, Meksico, Venezuela, Arjantin, Bangladeş, Şili, Yunanistan, Hindistan, Jamaika, Güney Kore, Nijerya, Pakistan, Singapur, Tayvan, Tayland, Tunus, Tobago ve Filipinler) borsasında İHA'sı gerçekleşen 79 şirkete ilişkin Boubakari ve Cosset tarafından (1996) yapılan çalışmada; halka arzdan sonraki dönemde şirketlerin finansal performanslarında artışlar olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Boubakari ve Cosset bu çalışmada faaliyet performansının ölçüsü olarak sekiz değişken belirlemişlerdir. Bu değişkenler, satışların karlılığı, aktiflerin karlılığı, özkaynakların karlılığı, satışların etkinliği, dönem kârının etkinliği (net income efficiency), sermaye harcamasının satışlara oranı (capital expenditure over sales), sermaye harcamasının aktiflere oranı (capital expenditure over total assets) ve toplam borçların aktiflere oranıdır. Çalışma sonuçlarına göre halka arz öncesi ve halka arz sonrası dönemde satışların karlılığının medyan değeri sırasıyla % 4,60 ve % 7,99 olarak hesaplanmıştır. İkinci finansal performans ölçüsü olan aktif karlılık oranının medyan değerleri ise sırasıyla % 5,13 ve % 6,66 olarak gerçekleşmiştir. Çalışmada kullanılan diğer finansal performans ölçülerinin halka arz öncesi ve sonrası dönemdeki medyan değerleri ise sırasıyla şu şekilde gerçekleşmiştir. Özkaynak karlılığının medyan değerleri % 16,35 ve % 18,05; satışların etkinliğindeki medyan değerleri % 92,24 ve % 117,03; dönem net kârının etkinliğinin medyan değeri % 80,55 ve % 143,62; sermaye harcamasının satışlara oranının medyan değeri % 10,52 ve % 23,75; sermaye harcamasının aktiflere oranının medyan değeri % 6,09 ve % 8,64; toplam borçların aktiflere oranının medyan değerleri ise % 54,95 ve % 49,86 olarak gerçekleşmiştir⁴.

1990-2000 yılları arasında Malezya Borsası'nda İHA'sı gerçekleşen 180 şirket üzerine 2008 yılında Ahmad tarafından yapılan çalışmada; halka arzdan üç yıl sonrasına kadar dönemi kapsayan sürede şirketlerin finansal performanslarında düşüşler olduğuna ilişkin sonuçlara ulaşmışlardır. Bu çalışmada, aktiflerin karlılığı ve satışların karlılığı oranı finansal performans ölçüsü olarak kullanılmıştır. Çalışma

s.364.

⁴Narjess Boubakari, Jean C. Cosset, "The Financial and Operating of Newly Privatized Firms, Evidence from Developing Countries", **University of Laval**, Quebec -1996, Canada, <http://citeseerx.ist.psu.edu> (Erişim: 05.12.2012), s.12-17.

sonuçlarına göre ilk halka arzdan bir yıl (-1) öncesinde, halka arz sürecinde (0) ve halka arz sonrası birinci (+1), ikinci (+2) ve üçüncü (+3) yıllarda aktiflerin karlılığındaki medyan değerleri sırasıyla % 14.28, % 12.91, % 8.22, % 6.89 ve % 4.89 olarak hesaplanmıştır. İkinci finansal performans ölçüsü olan satışların karlılığı oranının medyan değeri ise sırasıyla % 13.93, % 14.25, % 9.75, % 8.97 ve % 5.94 olarak gerçekleşmiştir⁵.

1995-2006 yılları arasında Avrupa Borsaları'nda İHA'sı gerçekleşen 555 şirket üzerine Pereira ve diğerleri tarafından 2012 yılında yapılan çalışmada; halka arz sonrasında şirketlerin finansal performanslarında düşüşler olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Pereira ve diğerleri bu çalışmada finansal performans ölçüsü olarak dört değişken belirlemişlerdir. Bunlar sırasıyla aktiflerin karlılığı oranı, işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı, sermaye harcamasının aktiflere oranı ve aktif devir hızı oranıdır. Çalışma sonuçlarına göre, ilk halka arz sonrası birinci (+1), ikinci (+2) ve üçüncü (+3) yıllarda aktiflerin karlılığı oranındaki medyan değişimler sırasıyla % -1.92, % -2.83 ve % -4.67 düzeyinde azalmıştır. İkinci performans ölçüsü olan işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranının medyan değişimleri ise sırasıyla % -2.23, % -2.98 ve % -3.10 düzeyinde yine azalmaktadır. Üçüncü performans ölçüsü olan aktif devir hızı oranındaki medyan değişimlerin sırasıyla % -13.63, % -13.86 ve % -17.37 oranında azaldığı hesaplanmıştır. Dördüncü performans ölçüsü olan sermaye harcamasının aktiflere oranının medyan değişimleri ise sırasıyla % 0.16, % -0.05 ve % -0.42 olarak diğer performans ölçülerinde olduğu gibi negatif olarak gerçekleşmektedir. Çalışmada ayrıca, Avrupa Borsaları'nda İHA'nın şirket performansı üzerindeki etkisini incelenmek amacıyla bir regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon analizinde bağımlı değişken olarak aktiflerin karlılığı, aktif devir hızı, aktiflerin sermaye harcamasına oranı ve satışların büyüme oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişkenleri olarak ise şirketin yönetici-sahiplik düzeyi, şirketin yaşı, şirketin büyüklüğü ve düşük fiyatlandırma olarak denklemde yer alınmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, yönetici-sahiplik düzeyi ve düşük fiyatlandırma değişkenleri

⁵Nurwati A. Ahmad, "Post-IPO Operating Performance and Earning Management", **International Business Research Journal**, Vol:1, No: 2, University Utara Malaysia, Kedah-2008, Malaysia, s.48.

dışındaki şirketin yaşı ve şirketin büyüklüğü değişkenlerinin aktiflerin karlılığı, aktif devir hızı, aktiflerin sermaye harcamasına oranı ve satışların büyüme oranı değişkenleri üzerinde bir etkisi tespit edilmiştir⁶.

İHA'sı gerçekleştiren şirketlerin finansal performansının incelenmesi üzerine yurt dışında yapılan başlıca çalışmaların incelenmesinden sonra konuya ilişkin Türk Sermaye Piyasası'nda yapılan başlıca çalışmalara da bu bölümde yer verilmektedir. Bu çalışmalardan bazıları Bulut (1997), Kurtaran ve Er (2008) ve Bulut ve diğerleri (2009) tarafından yapılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, genel olarak halka arz öncesi döneme göre İHA'nın yapıldığı yıl ve halka arz sonrası dönemde şirketlerin finansal performanslarında düşüşler olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç yurt dışında konuya ilişkin yapılan çalışmaların genel sonuçları ile tutarlıdır.

Bulut tarafından 2008 yılında yapılan çalışmada, 1992-2000 yılları arasında Borsa İstanbul (BİST)'da ilk halka arzı gerçekleştirilen 175 şirket üzerinde halka arz yılı ve sonrasındaki 3 yılda şirketlerin finansal performansındaki değişim incelenmiştir. Bulut çalışmasında halka arz dönemini izleyen birinci(+1), ikinci(+2) ve üçüncü(+3) yıllarda faaliyet performanslarında düşüşler olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bulut bu çalışmasında faaliyet performansının ölçüsü olarak altı adet değişken belirlemiştir. Bunlar sırasıyla aktiflerin karlılığı oranı, esas faaliyet karının toplam aktiflere oranı, esas faaliyet kar marjı oranı, özsermaye devir hızı oranı, aktif devir hızı oranı ve işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranıdır. Çalışma sonuçlarına göre, halka arz sürecinde (0) ve halka arz sonrası birinci (+1), ikinci (+2) ve üçüncü (+3) yıllarda aktiflerin kârlılığındaki medyan değişimler yüksek itibarlı yatırım bankaları aracılığıyla halka arz edilen şirketlerde % -11.6, % -16.1, % -31.3 ve % -43.2 seviyelerinde gerçekleşirken, düşük itibarlı yatırım bankaları aracılığıyla halka arz edilen şirketlerde ise sırasıyla % -4.1, % -17.1, % -15.9 ve % -21.1 olarak hesaplamıştır. Esas faaliyet karının toplam aktiflere

⁶Tiago Pereira, Miguel Sousa, "Is There Still a Berlin Wall in the Post –Issue Operating Performance of Europeans", **Economic and Business Administration Journal**, University of Porto, Rua Roberto Frias -2012, Portugal, s.32-33.

oranındaki medyan değişimler yüksek itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilen şirketlerde sırasıyla % -12.2, % -38.2, % -55.8 ve % -55.3 olarak gerçekleşmişken, düşük itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilen şirketlerde ise sırasıyla % -17.7, % -19.3, % -37.0 ve % -43.0 olarak gerçekleşmiştir. Esas faaliyet kar marjı oranındaki medyan değişimler yüksek itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilen şirketlerde sırasıyla % -11.0, % -30.5, % -38.7 ve % -42.1 iken, düşük itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilen şirketlerde ise sırasıyla % -2.1, % -25.4, % -27.3 ve % -31.6 olarak hesaplamıştır. Özsermaye devir hızı oranındaki medyan değişimler yüksek itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilen şirketlerde sırasıyla % -24.5, % -23.2, % -24.2 ve % -25.8 olarak gerçekleşmişken, düşük itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilen şirketlerde ise sırasıyla % -18.8, % -7.9, % -8.2 ve % -9.3 olarak hesaplamıştır. Aktif devir hızı oranındaki medyan değişimler ise yüksek itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilen şirketlerde sırasıyla % -9.4, % -13.1, % -38.5 ve % -17.1 olarak gerçekleşmişken, düşük itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilen şirketlerde sırasıyla % -1.8, % -3.1, % -1.4 ve % -1.1 olarak hesaplamıştır. Bir diğer performans ölçüsü olan işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranındaki medyan değişimler yüksek itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilen şirketlerde sırasıyla % -1.8, % -7.8, % -9.3 ve % -12.1 olarak gerçekleşirken, düşük itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilen şirketlerde ise sırasıyla % -8.9, % -18.7, % -22.6 ve % -27.3 olarak hesaplamıştır. Söz konusu çalışmada ayrıca İHA’da aracılık eden yatırım bankasının itibarının şirketlerin finansal performansları üzerindeki etkisini incelenmek amacıyla yatay kesit regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon analizinde bağımlı değişken olarak aktiflerin karlılığı oranı ve faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarının toplam aktiflere oranı kullanılmıştır. Yatırım harcaması, İHA arz miktarının logaritması, yatırım bankasının itibar düzeyi ve şirketin yönetici-sahiplik düzeyi ise çalışmada açıklayıcı değişkenler olarak yer almaktadır. Regresyon analizinde şirketlerin halka arz öncesi yıl ile halka arz sonrası birkaç yıllık faaliyet performansları arasında bir karşılaştırma yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre yatırım bankasının itibarının bağımsız değişkenler üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Bir başka ifade

ile yatırım bankası itibarının halka arz işlemleri açısından yüksek veya düşük olmasının bir öneminin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bir diğer açıklayıcı değişken olan yatırım harcamaları ile bağımlı değişken olarak seçilen performans ölçüleri arasında ise ters yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Halka arz miktarı ile aktiflerin karlılığı arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki tespit edilirken halka arz miktarının faaliyet nakit akışlarının toplam aktiflere oranı üzerindeki etkisinin ise pozitif olduğu görülmüştür⁷.

1992-2000 yılları arasında Borsa İstanbul (BİST)'de İHA'sı gerçekleşen 205 şirkete ilişkin 2008 yılında Kurtaran ve Er tarafından yapılan çalışmada şirketlerin halka arz sonrası finansal performanslarında seçilen performans ölçülerine göre düşüşler ve artışlar olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kurtaran ve Er'in çalışmasında seçmiş oldukları finansal performan ölçüleri aktiflerin karlılık oranı, aktiflerin faaliyet karlılığı oranı, faaliyet kar marjı, özsermaye devir hızı oranı, aktif devir hızı oranı, işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı ve satışların büyüme oranıdır. Çalışma sonuçlarına göre, halka arz yılı (0) ve halka arz sonrası birinci (+1), ikinci (+2) ve üçüncü (+3) yıllarda aktif karlılık oranının medyan değişimleri sırasıyla % -0.086, % -0.180, % -0.279 ve % -0.327 olarak hesaplamıştır. Aktiflerin faaliyet karlılığı oranının medyan değişimleri sırasıyla % -0.150, % -0.273, % -0.504 ve % -0.516 olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet kar marjının medyan değişimleri ise sırasıyla -0.087, % -0.275, % -0.371 ve % -0.355 olarak hesaplamıştır. Özsermaye devir hızı oranının medyan değişimleri ise sırasıyla % -0.229, % -0.219, % -0.199 ve % -0.226 olarak tespit edilmiştir. Aktif devir hızı oranının medyan değişimleri sırasıyla % -0.229, % -0.219, % -0.199 ve % -0.226 olarak hesaplamıştır. İşletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranının medyan değişimleri ise sırasıyla % -0.063, % -0.137, % -0.127 ve % -0.179 olarak hesaplanmıştır. Satışlardaki büyüme oranının medyan değişimleri sırasıyla % 0.126, % 0.909, % 2.277 ve % 4.556 olarak bulunmuştur⁸.

⁷Bulut İ. Halil, "Yatırım Bankası İtibarı ve Halka Arz Sonrası Faaliyet Performans: İMKB Uygulaması", **İMKB dergisi**, Cilt: 10 sayı: 39(1301-165), İstanbul-1997, s.28.

⁸Ahmet Kurtaran, Bünyamin Er, "The Post-issue Operating Performance of IPO in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange", **Investment Management and Financial Innovations Journal**, Cilt: 5, No: 4 (2008), s.54.

Bulut ve diğerleri tarafından 2009 yılında 1992-2000 yıllarını kapsayan döneme ilişkin Borsa İstanbul (BİST)'de İHA'sı gerçekleştirilen 205 şirket üzerine bir çalışma daha yapılmıştır. Bulut ve diğerleri ilk halka arzdan sonraki dönemi izleyen birinci(+1), ikinci(+2) ve üçüncü(+3) yıllarda literatürdeki birçok çalışmada olduğu gibi şirketlerin finansal performanslarında düşüşler olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bulut ve diğerleri çalışmada finansal performansının ölçüsü olarak altı adet finansal oran kullanmışlardır. Bunlar sırasıyla aktiflerin karlılığı oranı, aktiflerin faaliyet karlılığı oranı, faaliyet kar marjı, özsermaye devir hızı oranı, aktif devir hızı oranı ve işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışlarının aktiflere oranıdır. Çalışma sonuçlarına göre; yüksek yönetici-sahiplik grubundaki şirketler için halka arz sürecinde (0) ve halka arzdan sonraki birinci (+1), ikinci (+2) ve üçüncü (+3) yıllarda aktiflerin karlılığı oranının medyan değişimleri sırasıyla % -10.2, % -17.1, % -17.3 ve % -22.8 olarak gerçekleşmiştir. Aynı finansal performans ölçüsünün medyan değişimleri ise düşük yönetici-sahiplik grubundaki şirketler için sırasıyla % -4.3, % -18.6, % -41.9 ve % -40.2 olarak hesaplanmıştır. Aktiflerin faaliyet karlılık oranının medyan değişimleri yüksek yönetici-sahiplik grubundaki şirketler için sırasıyla % -19.00, % -27.90, % -41.20 ve % -50.50 olarak gerçekleşmiştir. Aynı finansal performans ölçüsünün medyan değişimleri ise düşük yönetici-sahiplik grubundaki şirketler için sırasıyla % -5.6, % -26.9, % -53.9 ve % -55.2 olarak hesaplanmıştır. Yüksek yönetici-sahiplik grubundaki şirketler için faaliyet kar marjı oranının değişimleri sırasıyla % -13.30, % -20.30, % -20.50 ve % -39.90 olarak hesaplanmıştır. Aynı finansal performans ölçüsünün medyan değişimleri ise düşük yönetici-sahiplik grubundaki şirketler için sırasıyla % -1.3, % -27.5, % -44.5 ve % -39.6 olarak hesaplanmıştır. Özsermaye devir hızı oranının medyan değişimleri yüksek yönetici-sahiplik grubundaki şirketler için sırasıyla % -18.30, % -17.10, % -15.30 ve % -13.50 olarak gerçekleşirken aynı finansal performans ölçüsünün düşük yönetici-sahiplik grubundaki şirketler için medyan değişimleri sırasıyla % -32.5, % -23.2, % -29.8 ve % -30.8 olarak hesaplanmıştır. Çalışmada kullanılan bir diğer performans ölçüsü olan aktif devir hızı oranının medyan değişimleri yüksek yönetici-sahiplik grubundaki şirketler için sırasıyla % -6.90, % -7.10, % -10.60 ve % -12.40 olarak hesaplanmıştır. Aynı finansal performans ölçüsünün düşük yönetici-sahiplik

grubundaki şirketler için medyan değişimleri sırasıyla % -5.2, % -12.1, % -6.3 ve % -9.1 olarak gerçekleşmiştir. İşletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışlarının aktiflere oranının medyan değişimleri yüksek yönetici-sahiplik grubundaki şirketler için sırasıyla % -06.9, % -07.1, % -10.6 ve % -12.4 olarak hesaplanmıştır. Aynı finansal performans ölçüsünün medyan değişimleri düşük yönetici-sahiplik grubundaki şirketler için ise sırasıyla % -05.2, % -12.1, % -06.3 ve % -09.1 olarak gerçekleşmiştir.

Söz konusu çalışmada medyan değişim analizinin yanısıra yönetici-sahiplik düzeyinin İHA süreci ve sonrasında şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla yatay kesit regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon analizinde faaliyet nakit akışlarının toplam aktiflere oranı bağımlı değişken olarak yer alırken bağımlı değişkendeki değişim üzerinde etkili olduğu düşünülen açıklayıcı değişkenler ise yatırım bankalarının itibarı derecesi, denetim şirketi itibarı, İHA tutarının logaritması ve yatırım harcaması tutarıdır. Yapılan yatay kesit panel regresyon analizi sonuçlara göre, halka arz sonrası faaliyet performansı üzerinde etkisi araştırılan yönetici-sahiplik oranı dışındaki diğer bağımsız değişkenler olan yatırım bankası, şirket itibarı, halka arz miktarı ve sermaye harcamasının bağımlı değişken üzerinde herhangi bir etkisi tespit edilememiştir⁹.

İHA'nın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisinin incelenmesine yönelik literatürde daha birçok çalışmalar bulunmaktadır. Ancak literatür taraması yapılırken konuya ilişkin önemli olduğu düşünülen ve yukarıda bahsi geçen çalışmaların özeti Tablo 3.1' de yer almaktadır. Bu tabloda da görüldüğü gibi yapılan çalışmalar sonucunda genellikle İHA öncesi yıla göre İHA yılı ve sonrası yıllarda şirket performansında düşüşler olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

⁹Halil Bulut, Fikret Çankaya , Bünyamin Er, “Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performans ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği”, **İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı:11/1 (101-120), Karadeniz Teknik Üniversitesi-2009, s.114-115.

Tablo 3.1: Literatürde Yer Alan Çalışmaların Listesi

Ülke	Kaynak	Şirket Sayısı	Yıllar	Finansal Performansı Ölçüsü	Halka Arz Sonrası Bulgular
Amerika	Jaini ve Kini(1994)	682	1976-1988	Aktiflerin karlılığı oranı	Düşüşler görülmüştür
				İşletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı	Düşüşler görülmüştür
				Satışlar büyüme oranı	Artışlar görülmüştür
				Aktif devir hızı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Sermaye harcaması büyüme oranı	Artışlar görülmüştür
Japonya	Cai ve Wei (1997)	180	1971-1992	Aktiflerin dönem karlılığı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Aktiflerin faaliyet karlılığı oranı	Düşüşler görülmüştür
				İşletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı	Düşüşler görülmüştür
				Sermaye harcaması büyüme oranı	Düşüşler görülmüştür
				Net satışların büyüme oranı	Düşüşler görülmüştür
				Faaliyet karının büyüme oranı	Düşüşler görülmüştür
Tayland	Kim ve diğerleri (2004)	133	1987-1993	Aktif Karlılık oranı	Düşüşler görülmüştür
				İşletme faaliyetlerinden yaratılan nakit	Düşüşler görülmüştür

				akışının aktiflere oranı	
				Satışlar büyüme oranı	Artışlar görülmüştür
				Aktifler devir hızı	Düşüşler görülmüştür
				Sermaye harcaması Büyüme Oranı	Artışlar görülmüştür
Gelişmekte olan Ülkeler	Boubakari ve Cosset (1996)	79	1987-1993	Satışların karlılığı oranı	Artışlar görülmüştür
				Aktiflerin karlılığı oranı	Artışlar görülmüştür
				Özkaynakların karlılığı oranı	Artışlar görülmüştür
				Satışların etkinliği oranı	Artışlar görülmüştür
				Dönem net karının etkinliği oranı	Artışlar görülmüştür
				Sermaye harcamasını aktiflere oranı	Artışlar görülmüştür
				Toplam borçların aktiflere oranı	Düşüşler görülmüştür
Malezya	Zaluk (2008)	254	1990-2000	Aktiflerin karlılığı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Satışların karlılığı oranı	Düşüşler görülmüştür
Avrupa	Pereira ve diğerleri (2012)	555	1995-2002	Aktiflerin karlılığı oranı	Düşüşler görülmüştür
				İşletme faaliyetlerinden	Düşüşler görülmüştür

				yaratılan nakit akışının aktiflere oranı	
				İşletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının satışlara oranı	Düşüşler görülmüştür
				Aktiflerin devir hızı	Düşüşler görülmüştür
Türkiye	Bulut (1997)	175	1992-2000	Aktiflerin karlılığı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Esas faaliyet karının aktiflere oranı	Düşüşler görülmüştür
				Esas faaliyet kar marjı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Özsermaye devir hızı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Aktif devir hızı oranı	Düşüşler görülmüştür
				İşletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı	Düşüşler görülmüştür
Türkiye	Kurtaran ve Er (2008)	205	1992-2000	Aktiflerin karlılığı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Aktiflerin faaliyet karlılığı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Faaliyet kar marjı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Özsermaye devir hızı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Aktif devir hızı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Satışların büyüme oranı	Düşüşler görülmüştür

Türkiye	Bulut ve diğerler (2009)	175	1992-2000	Aktiflerin karlılığı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Aktiflerin faaliyet karlılığı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Faaliyet kar marjı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Özsermaye devir hızı oranı	Düşüşler görülmüştür
				Aktif devir hızı	Düşüşler görülmüştür
				İşletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışının aktiflere oranı	Düşüşler görülmüştür

3.2. İHA'NIN ŞİRKET PERFORMANSI VE FİNANSAL YAPISI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN MEDYAN DEĞİŞİM ANALİZİ İLE İNCELENMESİ

3.2.1. ANALİZDE KULLANILAN VERİ SETİ VE DEĞİŞKENLER

3.2.1.1. Analizde Kullanılan Veri Seti

İHA'ların şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini inceleyebilmek amacıyla yapılan çalışmanın uygulama bölümünde iki farklı analiz yöntemi kullanılmıştır. Bu kapsamda yapılan birinci analizde, halka arz öncesi yılda (t-1), halka arz yılında (t=0) ve halka arz sonrası (t+1) yılda, çalışma kapsamında seçilen finansal performans ölçülerinin medyan değişim analizi yapılmış ve bu değişimlerin anlamlı olup olmadığı Wilcoxon Testi ile araştırılmıştır. Çalışmada kullanılan ikinci analiz yöntemi ise panel veri analizidir. Borsa İstanbul'da 2003-2011 yılları arasında İHA'sı gerçekleştirilen ve işlem görmeye başlayan 38 anonim şirketin finansal verileri çalışmanın veri setini oluşturmaktadır. Çalışma kapsamına dahil edilen şirketler; sanayi ve ticaret şirketleri olarak gıda, içki ve tütün; dokuma, giyim eşyası ve deri sanayi; kağıt ürünler ve basım; metal eşya, makine ve gereç

yapım; teknoloji; tarım, orman, ve balıkçılık; elektrik gaz ve su, toptan ve perakende alanında faaliyet gösteren şirketlerdir. Mali kuruluşlar, eğitim, sağlık, spor ve sosyal hizmetler, inşaat ve bayındırlık, madencilik ve taş ocaklığı, ulaştırma, haberleşme ve depolama alanında faaliyet gösteren ve 2003-2011 yılları arasında İHA'sı gerçekleştirilen şirketler ise çalışma kapsamının dışında bırakılmışlardır. Bu sektörlerdeki şirketlerin çalışma kapsamı dışında bırakılmasının nedeni, faaliyet alanlarının çalışma kapsamında seçilen şirketlere göre önemli derecede farklılıklar göstermesidir. Şirket sayısının sınırlandırılması ile çalışma kapsamındaki şirketlerin finansal performanslarının göreceli olarak daha karşılaştırılabilir olması amaçlanmıştır. Çalışma kapsamına dâhil edilen şirketlerin isimleri, sektörleri ve İHA yılı EK-14'de yer almaktadır. Bu şirketlerin 20 adedi imalat sanayi sektörü, 9 adedi toptan- perakende sektörü ve 9 adedi de teknoloji sektöründe yer almaktadır. Sanayi ve ticaret şirketi olmakla birlikte 2003-2011 dönemi içinde İHA'sı gerçekleştirilen ancak finansal verilerinin tamamına ulaşamayan SILVR (2006), KARKM (2011), ERICO (2011), KRONT (2011) ve UTPYA (2011) ise çalışma kapsamının dışında bırakılmıştır. Bu şirketlerden 54 adedi çalışma kapsamında seçilen sektörlerin dışında kalması nedeniyle, yukarıda belirtilen 5 adet şirketin de çalışmada kullanılan verilerinin tamamına ulaşamaması nedeniyle çalışma kapsamının dışında tutulmuştur. Geriye kalan 38 şirketin 2 adedi 2003 yılında, 6 adedi 2004 yılında, 3 adedi 2005 yılında, 6 adedi 2006 yılında, 8 adedi 2010 yılında ve 13 adedi de 2011 yılında İHA'sı gerçekleştirilen şirketlerdir.

3.2.1.2. Analizde Kullanılan Değişkenler

İHA'nın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini araştırmak üzere yapılan bu çalışmada iki farklı analiz yöntemi kullanılmıştır. Birinci analiz yöntemi olan medyan değişim analizinde şirketlerin finansal performans ölçüleri ve buna ilave olarak seçilen bazı finansal oranlar üzerinde İHA'nın etkisi incelenmiştir. Şirketlerin finansal performans ölçüsü olarak satışların karlılığı, aktiflerin karlılığı ve özkaynakların karlılığı oranları seçilmiştir. Bu oranlar sırasıyla Dönem Net Kâr / Net Satışlar, Dönem Net Kâr / Toplam Aktifler, Dönem Net Kâr / Toplam Özkaynaklar

şeklinde hesaplanmıştır. İHA'nın şirketlerin finansal yapısı üzerindeki etkisini inceleyebilmek amacıyla üç farklı finansal orana medyan değişim analizinde yer verilmiştir. Bu oranlardan birincisi sermaye harcaması oranı yerine temsilen kullanılan maddi duran varlıkların aktiflere oranıdır. Oran hesaplanırken şirketlerin sermaye harcaması tutarlarına ulaşamadığı için sermaye harcaması yerine maddi duran varlıklar kullanılmıştır¹⁰. İşletmenin finansal yapısı hakkında bilgi veren diğer oralar ise finansal kaldıraç oranı ve cari orandır. Finansal kaldıraç oranı, toplam borçların toplam kaynaklara oranlanması ile hesaplanmıştır. Bu oranın belirli bir seviyenin üzerine çıkması durumunda şirketin finansal yapısında borçların ağırlığının artmasına bağlı olarak finansal riski de artacaktır¹¹. Cari oran ise dönen varlıkların kısa vade yabancı kaynaklara oranlanması ile hesaplanmıştır. Cari oran aynı zamanda şirketin net çalışma sermayesi tutarını belirleyen iki bilanço grubunun birbirine oranlanması şeklinde hesaplandığı için, şirketin net çalışma sermayesinin yeterliliği konusunda da bilgi vermektedir. Bu oranın şirketin içinde bulunduğu sektöre göre göreceli olarak yüksek olması durumunda, şirkette aşırı derecede çalışma sermayesi bulunduğu söylenebilir. Bu durum şirketin karlılığı üzerinde olumsuz sonuçlar doğurabilecektir. Cari oranın sektör ortalamasına göre düşük seviyede gerçekleşmesi durumunda ise şirketin kısa vadeli borçlarının ödenmesinde ve günlük işletme faaliyetlerinin yürütülmesinde sorunlar yaşanabilecektir. Cari oranın yeterliliği konusunda şirketin dönen varlıklarının ve kısa vadeli borçlarının dağılımının yanı sıra, ortalama üretim süresi, ortalama satış süresi, ortalama tahsil süresi ve ticari borçların ortalama ödeme süresi gibi verilerinde dikkate alınması gerekir. Medyan değişim analizinde kullanılan değişkenler ve değişkenlerin hesaplanmasında kullanılan oranlar Tablo 3.2'de yer almaktadır. Bu verilerin hesaplanması için gerekli olan finansal tablolar BİST ve Kamu Aydınlatma Platformu (KAP)'nın resmi internet adreslerinden alınmıştır. Ayrıca çalışmada kullanılan halka arz verilerinin tamamı BİST ve SPK'nın resmi internet adreslerinden temin edilmiştir.

¹⁰Bulut, **a.g.e**, s.34.

¹¹Sachchidanand Pachori, Navindra Totala, "Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capitalization: A Study of Automotive Cluster Companies of Pithampur, (M.P.), India", **2nd International Conference on Humanities, Geography and Economics**, Singapore April 28-29, 2012, <http://psrcentre.org/images/extramimages/412686.pdf> (Erişim: 23.01.2014), s. 23.

Tablo 3.2: Medyan Değişim Analizinde Kullanılan Değişkenler

No	Oranlar	Açıklamalar	Formül
1.	Karlılık Oranları	Satışların Karlılığı	Dönem Net Kar / Net Satışlar
		Aktiflerin Karlılığı	Dönem Net Kar / Aktif Toplam
		Özkaynakların Karlılığı	Dönem Net Kar / Özkaynak
2.	Finansal Yapı Oranları	Maddi Duran Varlıkların Aktiflere Oranı	Maddi Duran Varlıklar / Aktif Toplam
		Finansal Kaldıraç Oranı	Borçlar Toplam / Aktif Toplam
		Cari Oran	Dönen Varlıklar / K.V.Y.Kaynaklar

Kaynak: TSPAKB, Finansal Yönetim Kılavuzlar, Eylül 2011.

3.2.2. İHA’NIN ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN MEDYAN DEĞİŞİM ANALİZİ İLE İNCELENMESİ

Bu bölümde 2003-2011 yılları arasında BİST de İHA’sı gerçekleşen 38 şirketin finansal performans ölçüsü olarak seçilen karlılık oranlarının ve finansal yapı oranlarının halka arz öncesi yılı (t-1), halka arz yılı (t=0) ve halka arzdan sonraki yılda (t+1) hem medyan değerleri hem de medyan değişimleri incelenmiştir. Bunun için öncelikle, (t-1), (t=0) ve (t+1) yılları için finansal performans ölçüleri olarak seçilen oranların her bir yıl için medyan değerleri hesaplanmıştır. Medyan değerlerinin yıllar bazında hesaplanmasından sonra, finansal performans ölçülerinin medyan değişimleri (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına göre ayrı ayrı incelenmiştir. Medyan değişimleri hesaplanırken Jain ve Bharata’nın çalışmalarında olduğu gibi dönemler arasında medyan değerlerinde ortaya çıkan fark hesaplanmıştır¹². Bir başka ifade öncelikle (t-1) yılının medyan değerinden (t=0) yılının medyan değerinin çıkarılması ile (t=0) yılının medyan değişimleri hesaplanmıştır. Sonrasında ise (t-1) yılının medyan değerinden (t+1) yılının medyan

¹²Jain, Kini, **a.g.e.**, s. 1704.

değeri çıkarılmış ve (t+1) yılının medyan değişimleri hesaplanmıştır. Performans göstergelerine ilişkin medyan değişimlerinin hesaplanması için son olarak halka arz yılı ile halka arz öncesi yılın ve halka arz sonrası yılı ile halka arz öncesi yılın medyan değerler arasındaki fark hesaplanmıştır.

Medyan değişimlerinin hesaplanmasından sonra, çalışmanın bu bölümünde İHA'nın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisinin anlamlı olup olmadığını test etmek amacıyla öncelikle Jarque-Bera testi ile değişkenlere ait verilerinin dağılımı incelenmiştir. Söz konusu değişkenlerin tamamının probability değerleri 0,05'ten küçüktür. Bir başka ifade ile çalışmada analizi yapılacak olan değişkenler normal dağılmamaktadır. Bu nedenle, parametrik testler ile medyan değişim analizi yapılamaz. Bu sonuç doğrultusunda, hesaplanan medyan değerlerindeki değişimin istatistiki olarak anlamlı olup olmadığına karar verebilmek için Wilcoxon Testi uygulanmıştır. Wilcoxon testinin uygulanma nedeni bu testin parametrik olmayan istatistiki bir yöntem olmasıdır. Finansal performans ölçüleri olarak seçilen değişkenlerin ve finansal yapı oranlarının hesaplanan değerleri ise EK-15'te yer almaktadır. Finansal performans ölçülerinin ve finansal yapı oranlarının sektörlere göre hesaplanan değerleri ise EK-16'da yer almaktadır.

3.2.2.1. İHA Sürecinde Karlılık Oranlarının Medyan Değerleri

2003-2011 yılları arasında BİST'de İHA'sı yapılan ve çalışma kapsamına dahil edilen 38 şirketin finansal performans ölçülerinin (t-1), (t=0) ve (t+1) yılları için hesaplanan medyan değerleri Tablo 3.3.'te yer almaktadır.

Tablo 3.3: İHA Sürecinde Karlılık Oranlarının Medyan Değerleri

SN	Finansal Performansı Ölçüsü	Medyan Değerleri (t = -1)	Medyan Değerleri (t = 0)	Medyan Değerleri (t = +1)
1	Satışların Karlılığı	0,0340	0,0176	0,0126
2	Aktiflerin Karlılığı	0,0653	0,0300	0,0097
3	Özkaynakların Karlılığı	0,1355	0,0648	0,0256

Yukarıdaki tabloda (t-1), (t=0) ve (t+1) yılları için satışların karlılığı, aktiflerin karlılığı ve özkaynakların karlılığı oranlarının medyan değerleri gösterilmektedir. Tabloda yer alan veriler incelendiğinde, satışların karlılığı oranının medyan değerleri sırasıyla yıllar bazında sırasıyla % 3.40, % 1.76 ve % 1.26 olarak gerçekleşmiştir. İkinci performans ölçüsü olan aktiflerin karlılık oranının medyan değerleri ise sırasıyla % 6.53, % 3.00 ve % 0.97 olarak gerçekleşirken, bir diğer performans ölçüsü olan özkaynakların karlılığı oranının medyan değerleri ise sırasıyla % 13.55, % 6.48 ve % 2.56 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuçlara göre halka arz öncesi yıla göre hem halka arz yılında hem de halka arzdan sonraki yılda satışların karlılığı, aktiflerin karlılığı ve özkaynakların oranların medyan değerleri azalmaktadır.

3.2.2.2. İHA Sürecinde Karlılık Oranlarının Medyan Değişim Analizi

2003-2011 yılları arasında BİST de İHA'sı yapılan 38 şirketin finansal performans ölçüleri olarak seçilen karlılık oranlarının (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına medyan değerlerindeki değişimin istatistiki olarak anlamlı olup olmadığını analiz etmek amacıyla yapılan Wilcoxon testinin sonuçları Tablo 3.4'de yer almaktadır. Wilcoxon testi yapılırken hipotezler aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

H_0 : İHA ilgili finansal oranın medyan değerini değiştirmemiştir.

H_1 : İHA ilgili finansal oranın medyan değerini değiştirmiştir.

Tablo 3.4'de Wilcoxon test sonuçlarının yanında (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına finansal performans ölçülerinin medyan değerlerindeki değişimler de yer almaktadır.

Tablo 3.4: İHA Sürecinde Karlılık Oranlarının Medyan Değişim Analizi

Finansal Performansı Ölçüsü	N	Medyan Değişim -1'den 0'e	Z İstatistik (P-değer)	Medyan Değişim -1'den 1'e	Z İstatistik (P-değer)
Satışların Karlılığı	38	-0,0158	0,421	-0,0208	0,010*
Aktiflerin Karlılığı	38	-0,0266	0,342	-0,0468	0,007*
Özkaynakların Karlılığı	38	-0,0708	0,091***	-0,0109	0,002*

*0,01 önem düzeyinde anlamlı, ** 0,05 önem düzeyinde anlamlı, *** 0.10 önem düzeyinde anlamlı

Tablo 3.4’de yer alan karlılık oranlarının medyan değişim bulguları incelendiğinde İHA öncesi döneme göre, hem İHA döneminde hem de İHA’dan sonraki yılda her üç performans ölçüsünün de medyan değerlerindeki değişim negatiftir. Bir başka ifade ile her üç oranın da medyan değerleri halka arz öncesi yıla göre halka arz yılında ve halka arz sonrası yılda azalmaktadır. (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına satışların karlılığı oranının medyan değerinin değişimi sırasıyla % -1,58 ve % -2,08 olarak gerçekleşmiştir. İkinci performans ölçüsü olan aktiflerin karlılık oranının aynı dönemlerdeki medyan değişim ise sırasıyla % -2.66 ve % -4.68 olarak gerçekleşirken, bir diğer performansı ölçüsü olan özkaynakların karlılığı oranının medyan değişimi ise sırasıyla % -7.08 ve % -10.99 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuçlara göre halka arzdan sonraki yılda satışların karlılığı, aktiflerin karlılığı ve özkaynakların karlılığı oranların medyan değerlerinde düşüşler olduğu gerçekleşmiştir.

Finansal performans ölçülerindeki değişimlerin istatistiki olarak anlamlı olup olmadığını analiz etmek amacıyla uygulanan Wilcoxon test istatistiğinin sonuçlarına göre (t-1) yılından (t=0) yılına kadar olan dönemde özkaynakların karlılığı oranının medyan değişimi %90 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Aynı dönemde satışların karlılığı ve aktiflerin karlılığı oranlarının medyan değerlerindeki değişim ise istatistiki olarak anlamlı çıkmamıştır. (t-1) yılına göre (t+1) yılında satışların karlılığı, aktiflerin karlılığı ve özkaynakların karlılığı oranlarının medyan değerlerinin değişimi ise % 99 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Bu sonuçlar araştırma konusunun amacını oluşturan hipotezle tutarlıdır.

3.2.2.3. Karlılık Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değerleri

2003-2011 yılları arasında BİST’de İHA’sı yapılan ve çalışma kapsamına dahil edilen 38 şirketin finansal performans oranlarının (t-1), (t=0) ve (t+1) yılları için hesaplanan medyan değerleri Tablo 3.5’te yer almaktadır. Bu tabloda düzenlenirken satışların karlılığı (Panel A), aktiflerin karlılığı (Panel B) ve özkaynakların karlılığı oranlarının (Panel C) medyan değerleri sektörler bazında gösterilmiştir.

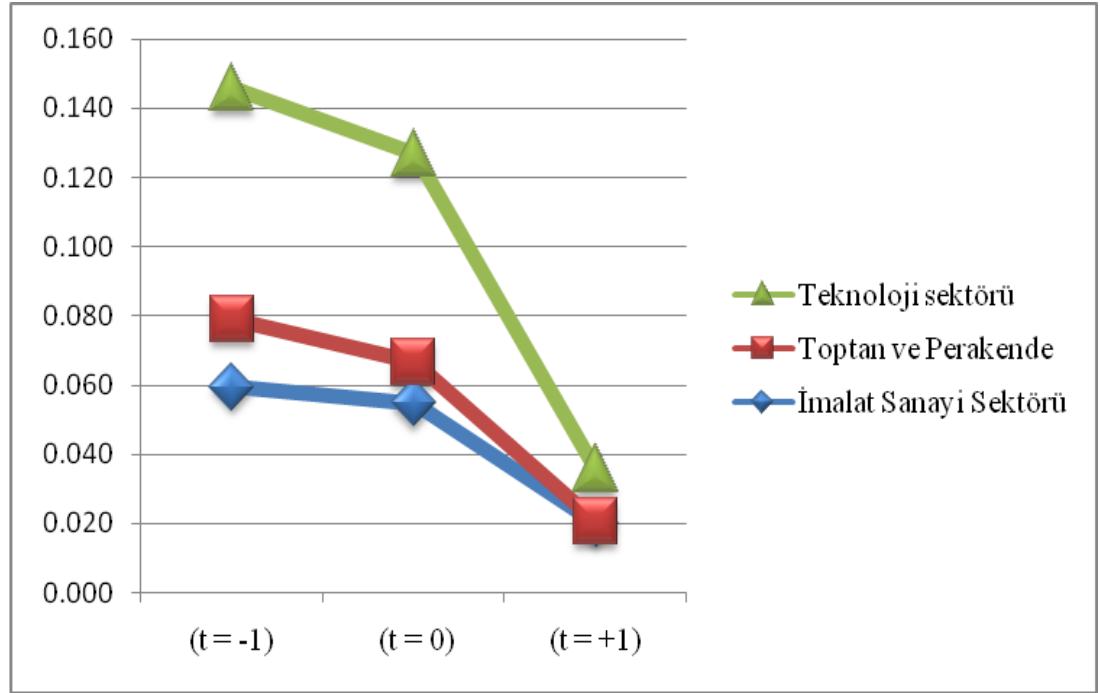
Tablo 3.5: Karlılık Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değeri

Sektörler	Medyan (t = -1)	Medya (t = 0)	Medyan (t = +1)
Panel A: Satışların Karlılığı			
İmalat Sanayi Sektörü	0,0594	0,0547	0,0200
Toptan ve Perakende	0,0195	0,0119	0,0005
Teknoloji sektörü	0,0668	0,0601	0,0153
Panel B: Aktiflerin Karlılığı			
İmalat Sanayi Sektörü	0,0552	0,0334	0,0097
Toptan ve Perakende Sektörü	0,0650	0,0157	0,0012
Teknoloji Sektörü	0,0774	0,0339	0,0490
Panel C: Özkaynakların Karlılığı			
İmalat Sanayi Sektörü	0,0894	0,0464	0,0183
Toptan ve Perakende	0,1723	0,0424	0,0032
Teknoloji sektörü	0,2232	0,0781	0,1101

Çalışmanın kapsamı içine alınan 38 şirketin 20 adedi imalat sanayinde yer alırken geriye kalan 18 şirketin 9 adedi toptan ve perakende sektöründe, 9 adedi de teknoloji sektöründedir. Tabloda yer alan Panel A bölümü incelendiğinde satışların karlılığı oranının (t-1), (t=0) ve (t-1) yılları için hesaplanan medyan değerleri imalat sanayinde yer alan şirketler için sırasıyla % 5.94, % 5.47 ve % 2.00 olarak

gerçekleşirken, toptan ve perakende sektöründeki şirketleri için % 1.95, % 1.19 ve % 0.05; teknoloji sektöründe yer alan şirketler için ise sırasıyla % 6.68, % 6.01 ve % 1.53 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre halka arz öncesi yıla göre hem halka arz yılında hem de halka arzdan sonraki yılda satışların karlılığı oranının medyan değerleri azalmaktadır. Satışların karlılığı oranının ilgili dönemler için hesaplanan medyan değerleri Şekil 3.1. de yer almaktadır. Şekilde de görüldüğü çalışma kapsamındaki tüm sektörlerde söz konusu oranda düşüşler gözükmemektedir.

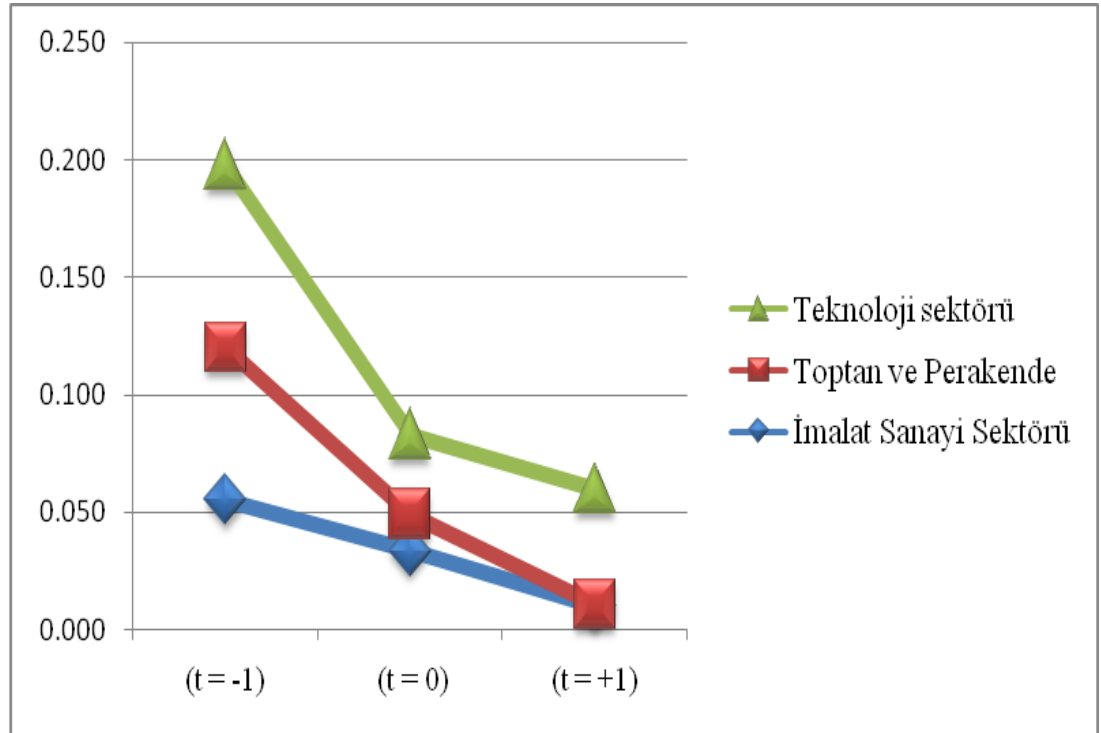
Şekil 3.1: Satışların Karlılığı Oranının Sektörlere Göre Medyan Değeri



Tablo 3.5'te yer alan Panel B bölümü incelendiğinde aktiflerin karlılığı oranının (t-1), (t=0) ve (t-1) yılları için hesaplanan medyan değerleri imalat sanayinde yer alan şirketler için sırasıyla % 5.52, % 3.34 ve % 0,97 olarak gerçekleşirken, toptan ve perakende sektöründeki şirketler için % 6,50, % 1.57 ve % 0,12; teknoloji sektöründe yer alan şirketler için ise sırasıyla % 7,74, % 3,39 ve % 4,90 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre halka arz öncesi yıla göre hem halka arz yılında hem de halka arzdan sonraki yılda aktiflerin karlılığı oranının medyan değerleri azalmaktadır. Aktiflerin karlılığı oranının ilgili dönemler için hesaplanan medyan değerleri Şekil 3.2. de yer almaktadır. Şekilde de görüldüğü çalışma

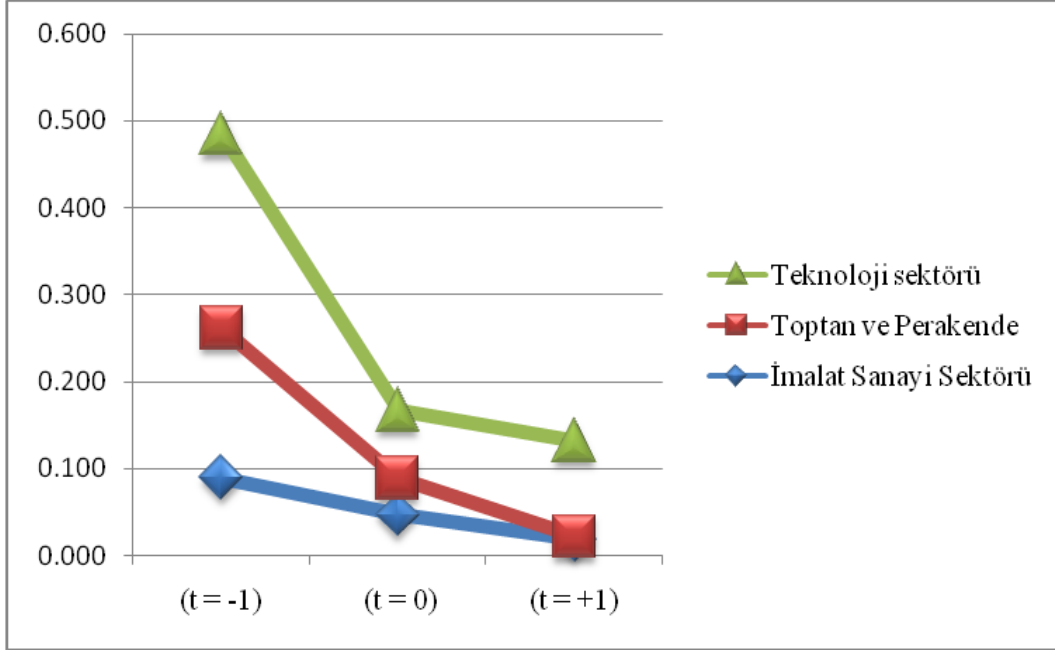
kapsamındaki tüm sektörlerde İHA öncesi yıla göre söz konusu oranda düşüşler gözükmemektedir.

Şekil 3.2: Aktif Karlılık Oranının Sektörlere Göre Medyan Değeri



Tablo 3.5'te yer alan Panel C bölümü incelendiğinde özkaynakların karlılığı oranının (t-1), (t=0) ve (t-1) yılları için hesaplanan medyan değerleri imalat sanayinde yer alan şirketler için sırasıyla % 8,94, % 4,64 ve % 1,83 olarak gerçekleşirken, toptan ve perakende sektöründeki şirketler için % 17,23; % 4,24 ve % 0,32; teknoloji sektöründe yer alan şirketler için ise sırasıyla % 22,32; % 7,81 ve % 11,01 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre halka arz öncesi yıla göre hem halka arz yılında hem de halka arzdan sonraki yılda özkaynakların karlılığı oranının medyan değerleri azalmaktadır. Özkaynakların karlılığı oranının ilgili dönemler için hesaplanan medyan değerleri Şekil 3.3'te yer almaktadır. Şekilde de görüldüğü gibi çalışma kapsamındaki tüm sektörlerde İHA öncesi yıla göre özkaynakların karlılığı oranında düşüşler gözükmemektedir.

Şekil 3.3: Özkaynakların Karlılığı Oranının Sektörlere Göre Medyan Değeri



3.2.2.4. Karlılık Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değişim Analizi

Bu kısımda yukarıda yıllar itibari ile medyan değerleri hesaplanan karlılık oranlarının (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına medyan değerlerindeki değişimin istatistiki olarak anlamlı olup olmadığı Wilcoxon testi ile analiz edilmiştir. Çalışma kapsamındaki 38 şirketin sektör bazında medyan değişim analiz sonuçları Tablo 3.6'da yer almaktadır. Bu tabloda Satışların Karlılığı (Panel A), Aktiflerin Karlılığı (Panel B), ve Özkaynak Karlılığı (Panel C) oranlarının medyan değişimleri sektörler bazında gösterilmiştir.

Tablo 3.6: Karlılık Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değişim Analizi

Sektörler	N	Medyan Değişim -1'den 0'e	Z istatistik (P-değer)	Medyan Değişim -1'den +1'e	Z istatistik (P-değer)
Panel A: Satışların Karlılığı					
İmalat Sanayi Sektörü	20	-0,0047	0,351	-0,0394	0,017**
Toptan ve Perakende	9	-0,0076	0,066***	-0,0191	0,038**
Teknoloji sektörü	9	-0,0068	0,515	-0,0515	0,214
Panel B: Aktiflerin Karlılığı					
İmalat Sanayi Sektörü	20	-0,0219	0,218	-0,0456	0,005*
Toptan ve Perakende	9	-0,0493	0,038**	-0,0638	0,028**
Teknoloji Sektörü	9	-0,0436	0,021**	-0,0285	0,051***
Panel C: Özkaynakların Karlılığı					
İmalat Sanayi Sektörü	20	-0,0429	0,033**	-0,0710	0,002*
Toptan ve Perakende	9	-0,1299	0,051***	-0,1691	0,008*
Teknoloji sektörü	9	-0,1451	0,011**	-0,1131	0,015**

*0,01 önem düzeyinde anlamlı, ** 0,05 önem düzeyinde anlamlı, *** 0.10 önem düzeyinde anlamlı

Tablo 3.6'da yer alan Panel A bölümü incelendiğinde satışların karlılığı oranının (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına göre medyan değişimi sektörler bazında yer almaktadır. Satışların karlılığı oranının medyan değişimleri imalat sanayinde yer alan şirketler için sırasıyla % -0.47 ve % -3.94 olarak gerçekleşirken, toptan ve perakende sektöründeki şirketleri için % -0.76 ve % -1.91; teknoloji sektöründe yer alan şirketler için ise sırasıyla % -0.68 ve % -5.15 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre halka arz öncesi yıla göre hem halka arz yılında hem de halka arzdan sonraki yılda satışların karlılık oranları düşmektedir. Wilcoxon Test istatistiği sonuçlarına göre, (t-1) yılından (t=0) yılına satışların karlılığının medyan değişimi toptan ve perakende sektörü için %90 güven düzeyinde anlamlıdır. İmalat sanayi ile toptan ve perakende sektöründe (t-1) yılından (t+1) yılına söz konusu oranın medyan değişimi % 95 güven düzeyinde anlamlı çıkmıştır.

Tablo 3.6’da yer alan Panel B bölümü incelendiğinde aktiflerin karlılığı oranının (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına göre medyan değişimi sektörler bazında yer almaktadır. Aktiflerin karlılığı oranındaki medyan değişimleri imalat sanayinde yer alan şirketler için sırasıyla % -2.19 ve % -4.56 olarak gerçekleşirken, toptan ve perakende sektöründeki şirketleri için % -4.93 ve % -6.38; teknoloji sektöründe yer alan şirketler için ise sırasıyla % -4.36 ve % -2.85 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre halka arz öncesi yıla göre hem halka arz yılında hem de halka arzdan sonraki yılda her üç sektörde de aktiflerin karlılık oranları düşmektedir. Wilcoxon Test istatistiği sonuçlarına göre, (t-1) yılından (t=0) yılına özkaynakların karlılığının medyan değişimi toptan ve perakende sektörü ile teknoloji sektörü için % 95 güven düzeyinde anlamlıdır. İmalat sanayiinde (t-1) yılından (t+1) yılına söz konusu oranın medyan değişimi % 99 güven düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Aynı dönemde toptan ve perakende sektöründe özkaynakların karlılığının medyan değerlerindeki değişimler % 95, teknoloji sektörü için ise % 90 güven düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 3.6’ da yer alan Panel C bölümü incelendiğinde özkaynakların karlılığı oranının (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına göre medyan değişimi sektörler bazında yer almaktadır. Özkaynakların karlılığı oranının medyan değişimleri imalat sanayinde yer alan şirketler için sırasıyla % -4.29 ve % -7.10 olarak gerçekleşirken, toptan ve perakende sektöründeki şirketleri için % -12.99 ve % -16.91; teknoloji sektöründe yer alan şirketler için ise sırasıyla % -14.51 ve % -11.31 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre halka arz öncesi yıla göre hem halka arz yılında hem de halka arzdan sonraki yılda her üç sektörde de özkaynakların karlılık oranlarının medyan değerleri düşmektedir. Wilcoxon Test istatistiği sonuçlarına göre, (t-1) yılından (t=0) yılına özkaynakların karlılığının medyan değişimi imalat sanayii ve teknoloji sektörü için % 95, toptan ve perakende sektörü için ise %90 güven düzeyinde anlamlıdır. İmalat sanayi ile toptan ve perakende sektörü için (t-1) yılından (t+1) yılına özkaynakların karlılığı oranının medyan değişimi % 99, teknoloji sektörü için ise % 95 güven düzeyinde anlamlıdır. Sektörler bazında yapılan medyan değişim analizi sonuçlarına göre, halka arz öncesi yılına göre şirketlerin finansal performans ölçüleri olan karlılık oranları halka arz

yılında ve halka ardan sonraki yıl azalmaktadır ve bu oranın medyan değeriindeki değişim istatistiki olarak anlamlıdır.

3.2.3. İHA'NIN ŞİRKETLERİN FİNANSAL YAPISI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN MEDYAN DEĞİŞİM ANALİZİ İLE İNCELENMESİ

3.2.3.1. İHA Sürecinde Finansal Yapı Oranlarının Medyan Değerleri

2003-2011 yılları arasında BİST’de İHA’sı yapılan ve çalışma kapsamına dahil edilen 38 şirketin seçilen finansal yapı oranlarının (t-1), (t=0) ve (t+1) yılları için hesaplanan medyan değerleri Tablo 3.7’ de yer almaktadır.

Tablo 3.7: İHA Sürecinde Finansal Yapı Oranlarının Medyan Değerleri

SN	Finansal Performans Ölçüsü	Medyan Değerleri (t = -1)	Medyan Değerleri (t = 0)	Medyan Değerleri (t = +1)
1	MDV / Toplam Aktifler	0,3110	0,2089	0,2004
2	Kaldıraç Oranı	0,5067	0,4310	0,4065
3	Cari Oranı	1,1889	1,6501	1,6317

Tablo 3.7’de yer alan finansal yapı oranlarının medyan değerler bulgular incelendiğinde (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılına göre (t+1) yılında maddi duran varlıkların aktiflere oran, toplam borçların aktiflere oranı ve cari oranın hesaplanan medyan değerleri yer almaktadır. Bu sonuçlara göre, maddi duran varlıkların aktiflere oranının medyan değerleri sırasıyla % 31.10, % 20.89 ve % 20.04 olarak gerçekleşmiş ve İHA öncesi döneme göre İHA yılında ve sonraki yılda azalmıştır. Aynı dönemlerde finansal kaldıraç oranının medyan değerleri ise sırasıyla % 50.67, % 43.10 ve % 40.65 olarak gerçekleştirmiştir. İHA öncesi yıla göre İHA yılında ve sonraki yılda maddi duran varlıkların aktiflere oranında olduğu gibi kaldıraç oranı da azalmıştır. Cari oran ise (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılına göre (t+1) yılında artmıştır.

3.2.3.2. İHA Sürecinde Finansal Yapı Oranlarının Medyan Değişim Analizi

2003-2011 yılları arasında BİST de İHA'sı yapılan 38 şirketin finansal yapı oranlarının (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına medyan değerlerindeki değişimin istatistiki olarak anlamlı olup olmadığını analiz etmek amacıyla yapılan Wilcoxon testinin sonuçları Tablo 3.8' de yer almaktadır. Wilcoxon testi yapılırken hipotezler aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

H_0 : İHA ilgili finansal oranın medyan değerini değiştirmemiştir; H_1 : İHA ilgili finansal oranın medyan değerini değiştirmiştir.

Tablo 3.8'de Wilcoxon test sonuçlarının yanında (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına finansal yapı oranlarının medyan değerlerindeki değişimler de gösterilmektedir.

Tablo 3.8: İHA Sürecinde Finansal Yapı Oranlarının Medyan Değişimi Analizi

Finansal Performans Ölçüsü	N	Medyan Değişim -1'den 0'e	Z İstatistik (P-değer)	Medyan Değişim -1'den 1'e	Z İstatistik (P-değer)
MDV / Toplam Aktifler	38	-0,1021	0,001*	-0,1106	0,005*
Kaldıraç Oranı	38	-0,1094	0,006*	-0,1339	0,004*
Cari Oranı	38	0,4600	0,001*	0,4400	0,000*

*0,01 önem düzeyinde anlamlı, ** 0,05 önem düzeyinde anlamlı, *** 0.10 önem düzeyinde anlamlı

Tablo 3.8'de yer alan finansal yapı oranlarının medyan değişim bulguları incelendiğinde maddi duran varlıkların toplam aktiflere oranı ve finansal kaldıraç oranlarının medyan değerleri İHA öncesi yıla göre hem İHA yılında hem de İHA'dan sonraki yılda azalmaktadır. Cari oranın medyan değeri ise İHA öncesi yıla göre diğer iki yılda artmıştır. Maddi duran varlıkların aktiflere oranının medyan değerinin değişimi (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına sırasıyla % -10,21 ve % -11,06 olarak gerçekleşmiştir. İkinci performans ölçüsü olan kaldıraç oranının aynı dönemlerdeki medyan değişimi ise sırasıyla % -10,94 ve % -13,39 olarak

gerçekleşmiştir. Cari oranın medyan değişimi ise sırasıyla % 0,46 ve % 0,44 olarak hesaplanmıştır. Finansal yapı oranlarındaki değişimlerin istatistiki olarak anlamlı olup olmadığını analiz etmek amacıyla uygulanan Wilcoxon test istatistiğinin sonuçlarına göre (t-1) yılından (t=0) yılına kadar olan her üç oranın da medyan değişimi %99 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Söz konusu oranların (t-1) yılına göre (t+1) yılında medyan değerlerinin değişimi ise önceki yılda olduğu gibi % 99 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır.

3.2.3.3. Finansal Yapı Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değerleri

2003-2011 yılları arasında BİST’de İHA’sı yapılan ve çalışma kapsamına dâhil edilen 38 şirketin finansal yapı oranlarının (t-1), (t=0) ve (t+1) yılları için hesaplanan medyan değerleri Tablo 3.9’da yer almaktadır. Bu tabloda düzenlenirken maddi duran varlıkların aktiflere oranı (Panel A), toplam borçların aktiflere oranı (Panel B) ve cari oranın (Panel C) medyan değerleri sektörler bazında gösterilmiştir.

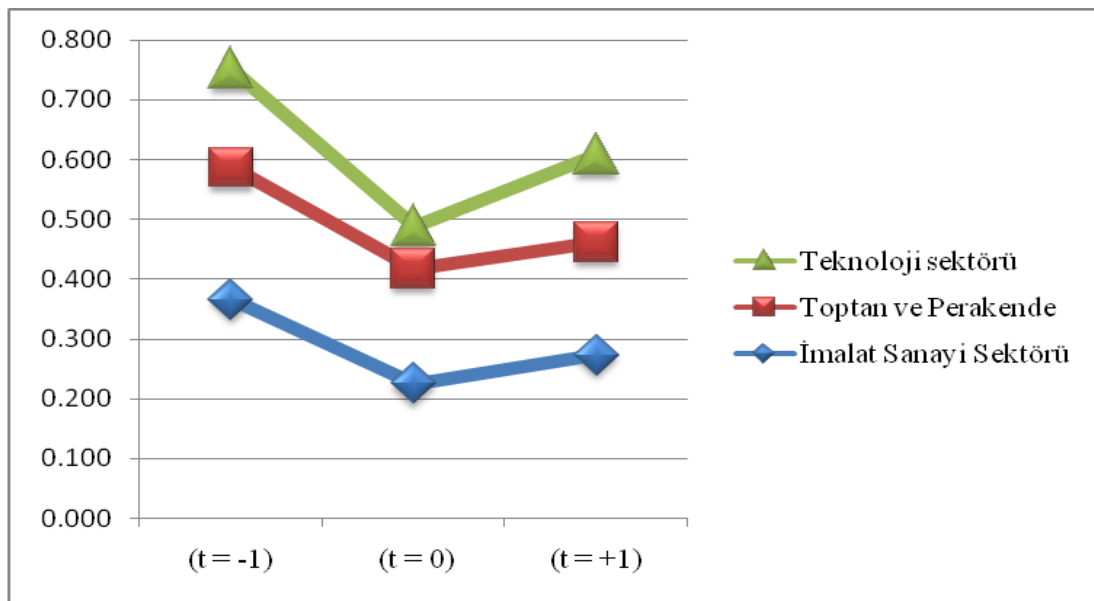
Tablo 3.9: Finansal Yapı Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değerleri

Sektörler	Medyan (t = -1)	Medyan (t = 0)	Medyan (t = +1)
Panel A: Maddi Duran Varlıkların Aktiflere Oranı			
İmalat Sanayi Sektörü	0,3655	0,2255	0,2731
Toptan ve Perakende	0,2211	0,1914	0,1876
Teknoloji sektörü	0,1660	0,0720	0,1478
Panel B: Finansal Kaldıraç Oranı			
İmalat Sanayi Sektörü	0,4636	0,3607	0,4065
Toptan ve Perakende	0,6731	0,6299	0,6209
Teknoloji sektörü	0,4450	0,3131	0,2798
Panel C: Cari Oran			
İmalat Sanayi Sektörü	1,3341	1,7997	1,6317
Toptan ve Perakende	1,0654	1,0928	1,3286
Teknoloji sektörü	1,5654	2,2905	3,0509

Tabloda yer alan Panel A bölümü incelendiğinde maddi duran varlıkların aktif toplama oranının (t-1), (t=0) ve (t-1) yılları için hesaplanan medyan değerleri sektörler bazında yer almaktadır. Maddi duran varlıkların aktiflere oranının medyan

değerleri imalat sanayinde yer alan şirketler için sırasıyla % 36.55, % 22.55 ve % 27.31 olarak gerçekleşirken, toptan ve perakende sektöründeki şirketleri için % 22.11, % 19.14 ve % 18.76; teknoloji sektöründe yer alan şirketler için ise sırasıyla % 16.60, % 07.20 ve % 14.78 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre halka arz öncesi yıla göre hem halka arz yılında hem de halka arzdan sonraki yılda maddi duran varlıkların aktiflere oranının medyan değerleri artmaktadır. Maddi duran varlıkların aktiflere oranının (t-1), (t=0) ve (t+1) yılları için medyan değerleri Şekil 3.4. da sektörlere göre verilmiştir. Bu sonuç şirketlerin İHA sonucu elde etmiş olduğu fonların önemli bir kısmını maddi duran varlıkların dışındaki yatırımlarda kullandığını göstermektedir.

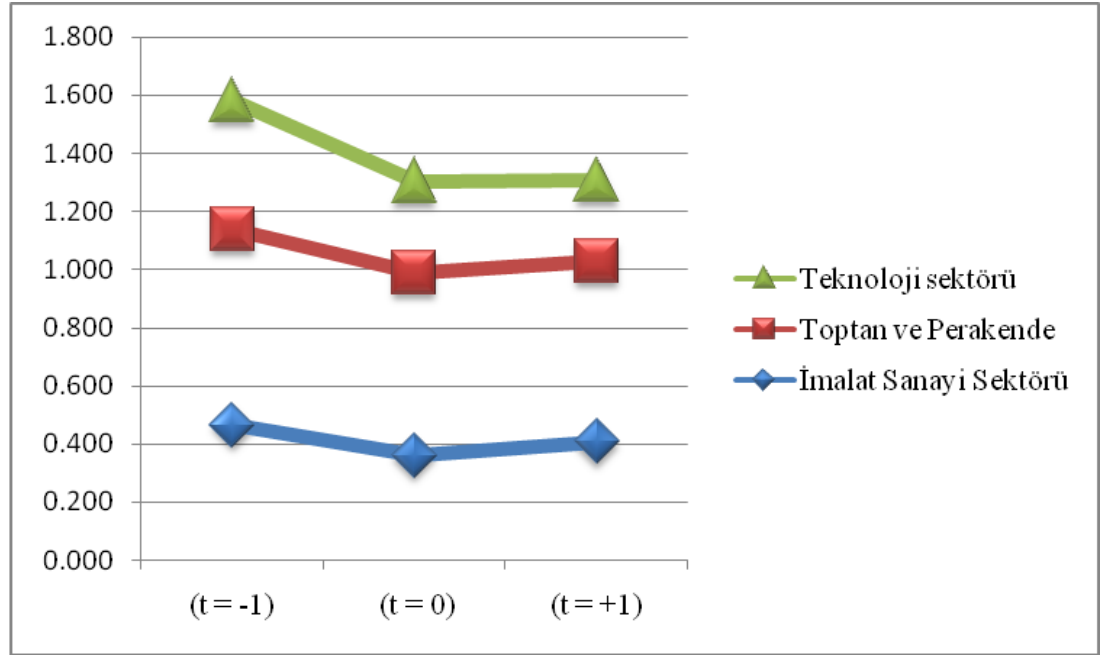
Şekil 3.4: Maddi Duran Varlıkların Aktiflere Oranının Sektörlere Göre Medyan Değeri



Tabloda yer alan Panel B bölümü incelendiğinde finansal kaldıraç oranının (t-1), (t=0) ve (t+1) yılları için hesaplanan medyan değerleri sektörler bazında yer almaktadır. Söz konusu oranının medyan değerleri imalat sanayinde yer alan şirketler için sırasıyla % 46.36, % 36.07 ve % 40.65 olarak gerçekleşirken, toptan ve perakende sektöründeki şirketleri için % 67.31, % 62.99 ve % 62.09; teknoloji sektöründe yer alan şirketler için ise sırasıyla % 44.50, % 31.31 ve % 27.98 olarak gerçekleşmiştir. Finansal kaldıraç oranının (t-1), (t=0) ve (t+1) yılları için medyan

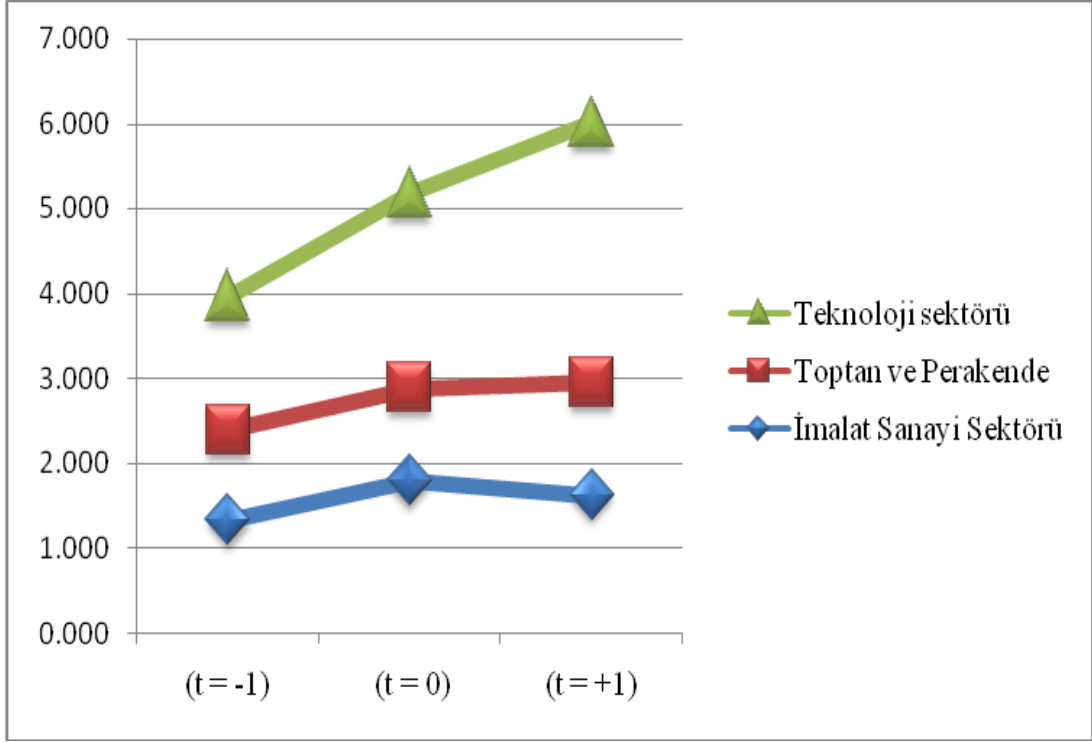
değerleri Şekil 3.5.'te sektörlere göre gösterilmektedir. Bu sonuçlara göre halka arz öncesi yıla göre hem halka arz yılında hem de halka arzdan sonraki yılda finansal kaldıraç oranının medyan değerleri azalmaktadır. Bir başka ifade ile şirketin İHA sonucu sağlamış olduğu kaynaklarla şirketin toplam kaynakları içindeki borçların ağırlığını gösteren finansal kaldıraç oranı düşmektedir.

Şekil 3.5: Finansal Kaldıraç Oranının Sektörlere Göre Medyan Değeri



Tabloda yer alan Panel C bölümü incelendiğinde cari oranın (t-1), (t=0) ve (t-1) yılları için hesaplanan medyan değerleri sektörler bazında yer almaktadır. Cari oranının medyan değerleri imalat sanayinde yer alan şirketler için sırasıyla 1.33 1.79 ve 1.63 olarak gerçekleşirken, toptan ve perakende sektöründeki şirketleri için 1.06, 1.09 ve 1,32; teknoloji sektöründe yer alan şirketler için ise sırasıyla 1.56, 2.2 ve 3.05 olarak gerçekleşmiştir. Cari oranın (t-1), (t=0) ve (t-1) yılları için medyan değerleri Şekil 3.6. da sektörlere göre gösterilmektedir. Bu sonuçlara göre cari oranın medyan değerleri her üç sektörde de artmaktadır. İşletmenin İHA sonucu sağlamış olduğu fonlar ile dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücü İHA öncesi döneme göre önemli oranda artmıştır.

Şekil 3.6: Cari Oranın Sektörlere Göre Medyan Değeri



3.2.3.4. Finansal Yapı Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değişim Analizi

Bu kısımda yukarıda yıllar itibari ile medyan değerleri hesaplanan finansal yapı oranlarının (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına medyan değerlerindeki değişimin istatistiki olarak anlamlı olup olmadığı Wilcoxon testi ile analiz edilmiştir. Çalışma kapsamındaki 38 şirketin sektör bazında medyan değişim analiz sonuçları Tablo 3.10'da yer almaktadır. Bu tabloda maddi duran varlıkların aktiflere oranı (Panel A), finansal kaldıraç oranı (Panel B) ve cari oranın (Panel C) medyan değişim analiz sonuçları sektör bazında gösterilmiştir.

Tablo 3.10: Finansal Yapı Oranlarının Sektörlere Göre Medyan Değişimi Analizi

Sektörler	N	Medyan Değişim -1'den 0'e	Z istatistik (P-değer)	Medyan Değişim -1'den +1'e	Z istatistik (P-değer)
Panel A: Maddi Duran Varlıkların Aktiflere Oranı					
İmalat Sanayi Sektörü	20	-0,1401	0,040**	-0,0925	0,067***
Toptan ve Perakende	9	-0,0297	0,028**	-0,0335	0,008*
Teknoloji sektörü	9	-0,0940	0,038**	-0,0182	0,374
Panel B: Toplam Borçların Aktiflere Oranı					
İmalat Sanayi Sektörü	20	-0,1029	0,003*	-0,0572	0,012**
Toptan ve Perakende	9	-0,0432	0,139	-0,0521	0,173
Teknoloji sektörü	9	-0,1319	0,008*	-0,1652	0,011**
Panel C: Cari Oran					
İmalat Sanayi Sektörü	20	0,4656	0,000*	0,2976	0,001*
Toptan ve Perakende	9	0,0274	0,139	0,2632	0,051***
Teknoloji Sektörü	9	0,7251	0,008*	1,4855	0,011**

*0,01 önem düzeyinde anlamlı, ** 0,05 önem düzeyinde anlamlı, *** 0.10 önem düzeyinde anlamlı

Tablo 3.10'da yer alan Panel A bölümü incelendiğinde maddi duran varlıkların aktiflere oranının (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına göre medyan değişimi sektörler bazında yer almaktadır. Maddi duran varlıkların aktiflere oranının medyan değişimleri imalat sanayinde yer alan şirketler için sırasıyla % -14.01 ve % -9.25 olarak gerçekleşirken, toptan ve perakende sektöründeki şirketleri için % -2.97 ve % -3.35; teknoloji sektöründe yer alan şirketler için ise sırasıyla % -9.40 ve % -1.82 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre halka arz öncesi yıla göre hem halka arz yılında hem de halka arzdan sonraki yılda maddi duran varlıkların aktiflere oranı düşmektedir. Wilcoxon Test istatistiği sonuçlarına göre, (t-1) yılından (t=0) yılına maddi duran varlıkların aktiflere oranının medyan değişimi her üç sektör içinde % 95 güven düzeyinde anlamlıdır. İmalat sanayinde (t-1) yılından (t+1) yılına söz konusu oranın medyan değişimi % 90 güven

düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Aynı dönemde toptan ve perakende sektöründe söz konusu oranın medyan değişimi ise % 99 güven düzeyinde anlamlı çıkmıştır.

Tablo 3.10'da yer alan Panel B bölümü incelendiğinde finansal kaldıraç oranının (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına göre medyan değişimi sektörler bazında yer almaktadır. Finansal kaldıraç oranının medyan değişimleri imalat sanayinde yer alan şirketler için sırasıyla % -10.29 ve % -5.72 olarak gerçekleşirken, toptan ve perakende sektöründeki şirketleri için % -4.32 ve % -5.21; teknoloji sektöründe yer alan şirketler için ise sırasıyla % -13.19 ve % -16.52 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre halka arz öncesi yıla göre hem halka arz yılında hem de halka arzdan sonraki yılda finansal kaldıraç oranının medyan değerleri düşmektedir. Wilcoxon Test istatistiği sonuçlarına göre ise (t-1) yılından (t=0) yılına finansal kaldıraç oranının medyan değişimi imalat sanayi ve teknoloji sektörü için % 99 güven düzeyinde anlamlıdır. İmalat sanayi ve teknoloji sektöründe (t-1) yılından (t+1) yılına söz konusu oranın medyan değişimi % 95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 3.10'da yer alan Panel C bölümü incelendiğinde cari oranın (t-1) yılından (t=0) yılına ve (t-1) yılından (t+1) yılına göre medyan değişimi sektörler bazında yer almaktadır. Cari oranının medyan değişimleri imalat sanayinde yer alan şirketler için sırasıyla 0,4656 ve 0,2976 olarak gerçekleşirken, toptan ve perakende sektöründeki şirketleri için 0,0274 ve 0,2632; teknoloji sektöründe yer alan şirketler için ise sırasıyla 0,7251 ve 1,4855 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre halka arz öncesi yıla göre hem halka arz yılında hem de halka arzdan sonraki yılda cari oranının medyan değerleri artmaktadır. Wilcoxon Test istatistiği sonuçlarına göre ise (t-1) yılından (t=0) yılına cari oranının medyan değişimi imalat sanayi ve teknoloji sektörü için % 99 güven düzeyinde anlamlıdır. İmalat sanayinde (t-1) yılından (t+1) yılına söz konusu oranın medyan değişimi % 99 güven düzeyinde anlamlı iken, teknoloji sektöründe % 95; toptan ve perakende sektöründe ise % 90 güven düzeyinde anlamlıdır.

Medyan değişim analizinde elde edilen bulgular incelendiğinde finansal performans ölçüleri olarak seçilen aktiflerin karlılığı oranı, özkaynakların karlılığı oranı ve satışların karlılığı oranlarının medyan değerlerinin İHA öncesi yıla göre

İHA yılında ve İHA sonrası yıldaki azalışlar istatistiki olarak anlamlıdır. Bu sonuç Jaini ve Kini(1994), Cai ve Wei (1997), Bulut (1997), Kim ve diğerleri (2004), Zaluk (2008), Kurtaran ve Er (2008), Pereira ve diğerleri (2012) tarafından yapılan çalışmaların sonuçları ile tutarlıdır.

Diğer taraftan araştırma bulguları Boubakari ve Cosset (1996) tarafından yapılan çalışmanın sonucuna göre ise farklıdır. Çalışmada finansal yapı oranları olarak seçilen oranlardan maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı ile finansal kaldıraç oranı İHA öncesi yıla göre İHA yılında ve İHA sonrası yılda azalmıştır. Söz konusu iki orandaki azalışlar % 99 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Şirketlerin İHA sonucu sağlamış oldukları fonlar sonucunda özkaynakları artarken borçlarının toplam finansman kaynakları içindeki ağırlığını veren finansal kaldıraç oranını azalmıştır. Diğer yandan maddi duran varlıkların toplam varlıklar içindeki oranının azalması ise İHA sonucu oluşan fonların maddi duran varlıklardan ziyade diğer varlık yatırımlarında kullanıldığı sonucunu vermektedir. Cari oranın İHA öncesi yıla göre İHA yılında ve İHA sonrası yılda artmaktadır. Bu orandaki artışlar istatistiki olarak % 99 güven düzeyinde anlamlıdır. Şirketlerin İHA sonucu elde ettikleri fonla dönen varlıkları artmaktadır. Diğer taraftan sağlanan bu fonlarla kısa vadeli borçların bir kısmı da ödenebilmektedir. Bunun sonucunda cari oran İHA öncesi yıla göre önemli bir oranda artmaktadır.

3.3.İHA’NIN ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZ YÖNTEMİYLE İNCELENMESİ

3.3.1. PANEL VERİ ANALİZİ

Ekonometrik analizlerde kullanılan veriler birkaç farklı türden meydana gelmektedir. Bunların içerisinde, yatay kesit veri, zaman serisi verisi ve panel veri türleri uygulamalı çalışmalarda yaygın olarak kullanılmaktadır. Yatay kesit veri, bireylerden, hane halklarından, şirketlerden, sektörlerden, şehirlerden, ülkelerden zamanın belli bir noktasında elde edilen örneklemden oluşmaktadır. Zaman serisi verisi, bir ya da birden çok değişkenin bir zaman sürecinde elde edilen gözlemlerinden meydana gelmektedir. Panel veri türü ise, veri setindeki her bir yatay kesit biriminin zaman serisi gözlemlerinden oluşmaktadır¹³.

Panel verinin ekonometrik araştırmalarda kullanılmasının diğer veri türlerine göre önemli avantajları ve getirdiği bazı kısıtlamalar bulunmaktadır. Panel verinin hem zaman hem de yatay kesit boyutuna sahip olmasından dolayı gözlem sayısı ve serbestlik derecesi artmaktadır. Bu sayede, bağımsız değişkenler arasında oluşabilecek çoklu doğrusal bağlantının derecesi azalacak ve ekonometrik tahminlerin etkinliği artacaktır¹⁴. Zaman serisi verisi ve yatay kesit verisi birimlerin heterojenliğine izin vermez iken, panel veri birimlerin heterojenliğine izin vermektedir¹⁵. Modele dâhil edilmeyen değişkenlerden dolayı hata terimleri ile bağımsız değişkenler korelasyonlu olabilmekte ve parametreler sapmalı tahmin edilebilmektedir. Panel veri kullanılmasıyla bu tahmin sapması azaltılabilmektedir.

Panel veri analizi sahip olduğu avantajların yanı sıra bazı kısıtlamaları da beraberinde getirmektedir. Bu kısıtlamalardan en önemlilerinden biri de verilerin toplanması ve düzeltilmesidir. Özellikle Türkiye’de, panel veri setinin

¹³Jeffrey M.Wooldridge, **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**, The MIT Press Cambridge, Massachusetts London-2008, England, s.12.

¹⁴Ferda Tatoğlu, **Panel Veri Ekonometrisi**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., Yayın No: 2684, İstanbul-2012, Türkiye, s.9.

¹⁵Badi Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data**, Third Edition, John Wiley and Sons Ltd, West Sussex-2005, England, s. 6.

oluşturulmasında problemler yaşanmaktadır¹⁶. Genellikle, panel veri setinde birim boyutunda problem yaşanmazken zaman boyutu kısa olabilmektedir. Zaman boyutunun kısa olması doğrusal olmayan panel veri modellerinde ciddi problemler çıkartmaktadır. Panel veri setinde her bir birim için tüm zaman boyutunda gözlemlerde eksiklik bulunmuyorsa dengeli panel, birimler için zaman boyutunda eksiklik bulunuyorsa dengesiz panel durumu söz konusu olmaktadır. Panel veri modelleri, yatay kesit veri ve zaman serisi verisi kullanan ekonometrik modellerden farklı kurulmaktadır. Doğrusal panel veri modeli aşağıdaki eşitlikteki gibi ifade edilmektedir¹⁷.

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} X_{1it} + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + u_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (1)$$

ya da

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} X_{kit} + u_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (2)$$

Burada, i alt indisi birey, hane halkı, şirket, şehir, ülke gibi birimleri, t alt indisi ise gün, ay, yıl gibi zamanı göstermektedir. (2) numaralı denklemde Y_{it} ; t zamanında i. birim için bağımlı değişkenin aldığı değeri; X_{kit} , k. bağımsız değişkenin t zamanında i. birim için aldığı değeri; β_{kit} , Kx1 boyutlu parametre tahminlerinin vektörü; β_{0it} , sabit terimi; u_{it} , tüm zaman dönemlerinde ve tüm birimler için hata terimini ifade etmektedir.

Panel veri modelleri, parametrelerin birim ve/veya zamana göre değişip değişmemesini dikkate almasına göre aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir¹⁸.

- i. Klasik Model; Hem sabitin hem de eğim parametrelerinin birimlere ve zamana göre sabit olduğu modeller.
- ii. Birim Etkiler Modeli; Sabit parametrenin birimlere göre değiştiği, eğim parametrelerinin sabit olduğu modeller.

¹⁶ Tatoğlu, **a.g.e**, s.4.

¹⁷ **A.g.e**, s.37.

¹⁸ **A.e**,

- iii. Birim ve Zaman Etkiler Modeli; Sabit parametresinin birimlere ve zaman göre değiştiği, eğim parametrelerinin sabit olduğu modeller.
- iv. Tüm parametrelerin birimlere göre değiştiği, zamana göre sabit olduğu modeller.
- v. Tüm parametrelerin hem birimlere hem de zaman göre değişken olduğu modeller.

Bu sınıflandırmaya bağlı olarak panel veri modelleri çeşitli şekillerde kurulmaktadır. Sabit parametresinin sadece birimlere ya da sadece zamana göre değişkenlik gösterdiği durumda tek yönlü modeller kurulurken, sabit katsayısının hem birimlere hem de zaman göre değiştiği durumda iki yönlü modeller kurulmaktadır. Tek yönlü ve iki yönlü panel veri modelleri, Klasik Model, Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modeli şeklinde modellenebilmektedir.

3.3.1.1. Klasik Model

Klasik modelde, hem sabit parametrenin hem de eğim parametrelerinin birimlere ve zamana göre sabit olduğu bir başka ifade ile tüm gözlemlerin homojen olduğu varsayılmaktadır. Bu durumda panel veri modeli genel olarak,

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i=1,...,N \quad t=1,...,T \quad (3)$$

şeklinde kurulmaktadır.

3.3.1.2. Sabit Etkiler Modeli

Panel veri analizinde, her bir birimde gözlenemeyen birim etkiler ortaya çıkabilmektedir. Bu etkilere her bir yatay kesit gözlem için tahmin edilmesi gereken bir parametre olarak davranılıyorsa “sabit etkiler” söz konusu olmaktadır. Sabit etkiler modelinde, eğim parametreleri tüm yatay kesit birimler için aynı ($\beta_i = \beta$), sabit parametre birim etki içermesi sebebiyle birimden birime değişkenlik gösterecek şekilde kurulmaktadır. Yani, sabit terim her bir yatay kesit birim için farklı değerler alarak, birimler arası farklılıklar sabit terimdeki farklılıklarla ifade edilebilmektedir.

Bundan dolayı sabit parametresi, tesadüfi olmayan sabit bir değişken gibi düşünülmektedir. Tek yönlü sabit etkiler modeli,

$$Y_{it} = \beta_0 + \mu_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (4)$$

şeklinde kurulmaktadır.

Benzer şekilde her bir birimde gözlenemeyen zaman etkisinin de modele eklenmesiyle iki yönlü sabit etkiler modeli aşağıdaki gibi elde edilmektedir.

$$Y_{it} = \beta_0 + \mu_i + \lambda_t + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (5)$$

Sabit etkiler modelinde bağımsız değişkenlerin, hata terimi ile korelasyonsuz olduğu varsayımı yapılırken, birim etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonun sıfırdan farklı olmasına izin verilmektedir.

3.3.1.3. Tesadüfi Etkiler Modeli

Tesadüfi etkiler modelinde, birim etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonun sıfır olduğu varsayılmaktadır. Bu etkiler, hata terimi gibi tesadüfi bir değişken olarak ele alınmaktadır. Tesadüfi etkiler modeli;

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + v_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (6)$$

Tesadüfi etkiler modelinde birim etki sabit olmayıp tesadüfi olduğundan hata payı içerisinde yer almaktadır. Bundan dolayı hata terimi; $v_{it} = u_{it} + \mu_i$ şeklinde ifade edilmektedir; u_{it} hata terimini, μ_i tesadüfi birim etkiyi, birim farklılıklarını ve zamana göre birimler arasındaki değişmeyi göstermektedir¹⁹. İki yönlü tesadüfi etkiler modelinde ise hata payı $v_{it} = u_{it} + \mu_i + \lambda_t$, şeklinde olmaktadır (λ_t zaman etkisini ifade etmektedir). Model tercihi aşamasında öncelikle birim ve zaman etkilerinin geçerliliği sınanacak, eğer her ikisi de geçerli değilse klasik model kullanılacaktır. Birim ve/veya zaman etkilerinin geçerli olduğuna karar verilirse aşağıda detayları verilen Hausman testi ile bu etkilerin sabit ya da tesadüfi yapısı sınanacaktır.

¹⁹ A.g.e, s.104.

3.3.1. 4. Hausman Testi

Panel veri modelleri içerisinde etkin olan modelin seçilebilmesi için tanımlama hatasını sınamak için geliştirilen Hausman (1978) spesifikasyon testi kullanılabilmektedir. Hausman testinde temel hipotez, birim ve zaman etkiler tesadüfidir şeklinde kurulurken, alternatif hipotez birim ve zaman etkiler sabittir şeklinde kurulmaktadır.

Test istatistiği aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır;

$$H = (\hat{\beta}_{SE} - \hat{\beta}_{TE})' \begin{bmatrix} Avar \hat{\beta}_{SE} & -Avar \hat{\beta}_{TE} \end{bmatrix}^{-1} (\hat{\beta}_{SE} - \hat{\beta}_{TE}) \quad (7)$$

Burada, $\hat{\beta}_{TE}$, tesadüfi etkiler modeline ait tahminciyi; $\hat{\beta}_{SE}$, sabit etkiler modelinin tahminciyi göstermektedir. Sabit ve tesadüfi etkiler modellerinin tahmininden elde edilen asimptotik varyans kovaryans matrislerini $Avar \hat{\beta}_{SE}$ ve $Avar \hat{\beta}_{TE}$ ile ifade edilmektedir.

H istatistiği, $\hat{\beta}_{SE}$ ve $\hat{\beta}_{TE}$ 'deki tahmin edilen parametre sayısına eşit serbestlik derecesi ile χ^2 dağılıma uymaktadır²⁰.

3.3.1.5. Panel Veri Analizinde Kullanılan Değişkenler

İHA'nın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla yapılan panel veri analiz yönteminde seçilen bağımlı ve bağımsız değişkenlerin listesi Tablo 3.11'de yer almaktadır. Bu tabloda bağımlı ve bağımsız değişkenlerin hesaplanmasına ilişkin açıklamalara da yer verilmiştir. Panel veri analizinde finansal performans ölçüsü olarak seçilen bağımlı değişkenler satışların karlılığı oranı, aktiflerin karlılığı oranı ve özkaynakların karlılığı oranlarıdır. Panel veri analizinde kullanılan bağımsız değişkenler ise maddi duran varlıkların aktiflere oranı, toplam borçların aktiflere oranı ve cari orandır. Panel veri analizinde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin açıklamalar, medyan değişim

²⁰James.A. Hausman (1978), **Specification Test in Econometrics**, The Econometric Society, Vol.46, No.6(Nov.,1978), s.1251-1271.

analizinde ayrıntılı bir şekilde verildiği için burada tekrar edilmeyecektir. Bağımlı ve bağımsız değişkenlerin seçilmesinde literatürde bu konuda yapılan çeşitli çalışmalardan yararlanılmıştır*. Ayrıca, çalışmada kullanılan panel veri seti EK-17’de yer almaktadır.

Tablo 3.11: Panel Veri Analizinde Kullanılan Değişkenleri

No	DEĞİŞKENLER	AÇIKLAMALAR
Bağımlı Değişkeni		
1	Satışların Karlılığı	Dönem Net Kar / Net Satışlar
2	Aktiflerin Karlılığı	Dönem Net Kar / Toplam Aktifler
3	Özkaynakların Karlılığı	Dönem Net Kar / Özkaynaklar
Bağımsız Değişkeni		
1	MDV’nin Aktiflere Oranı	Maddi Duran Varlıklar / Toplam Aktifler
2	Finansal Kaldıraç Oranı	Toplam Borçlar / Toplam Aktifler
3	Cari Oran	Dönen Varlıklar / K.V.Y.Kaynaklar
4	D2	İHA Yılına İlişkin Kukla Değişken
5	D3	İHA Sonrasındaki Yıla İlişkin Kukla Değişken

3.3.2. ARAŞTIRMA HİPOTEZİ

Jaini ve Kini tarafından yapılan ampirik çalışmalarda ortaya konulan ve diğer bazı çalışmalar neticesinde genellikle destek bulan sonuçlar doğrultusunda, İHA’nın şirket performansı üzerinde negatif yönlü bir etkisinin olduğu hipotezinin BİST de yer alan şirketler açısından geçerliliğinin test edilmesi amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda İHA’nın şirket performansını açıklama gücünün % 5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak geçerli olduğu hipotezi test edilmiştir.

*Bu konuda ayrıntılı bilgi almak için Bulut (1997), Jani ve Kini (1994), ve Bulut ve diğerleri (2009) tarafından yapılan çalışmalara bakınız.

3.3.3. PANEL VERİ ANALİZ SONUÇLARI

İHA'nın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisinin incelendiği bu çalışmada öncelikle uygun panel veri modeline karar verebilmek için çeşitli testler yapılmıştır. Öncelikle her bir bağımlı değişken için kurulacak modellerde birim ve/veya zaman etkisinin varlığına karar verilmiştir. Modeller arasında seçim yapılırken kullanılan testler Tablo 3.12'de özet olarak verilmiştir. Birim ve zaman etkisinin birlikte varlığı LR testi ile test edilmiştir. Test sonuçları Tablo 3.13'te verilmiştir. Birim etkinin varlığı F testi ile test edilmiştir. Test sonuçları Tablo 3.14'de verilmiştir. Zaman etkisinin varlığı LR testi ile test edilmiştir. Test sonuçları Tablo 3.15'te verilmiştir. Sabit Etkiler Modeli ile Tesadüfi Etkiler Modeli arasında seçim yapabilmek için Hausman testi yapılmıştır. Test sonuçları Tablo 3.16'da verilmiştir.

Tablo 3.12: Modeller Arasında Seçim Yapılırken Kullanılan Testler

Modeller	Kullanılan Test
Klasik Model-Sabit Etkiler Modeli	F Testi
Klasik Model-Tesadüfi Etkiler Modeli	LR Testi
Sabit Etkiler Modeli- Tesadüfi Etkiler Modeli	Hausman Testi

Kaynak: Ferda Y.Tatoğlu, Panel Veri Ekonometrisi, İstanbul-2012, Türkiye

Tablo 3.13: Birim ve Zaman Etkisinin Birlikte Sınanması: LR Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
SK	7.46	0.0240**
AK	33.66	0.0000**
ÖK	24.14	0.0000**

Not: ** 0,05 önem düzeyinde anlamlı

LR testi sonuçlarına göre % 95 güven düzeyinde, birim ve zaman etkisinin sıfır olduğunu söyleyen temel hipotez ($H_0: \sigma_{\mu_i} = \sigma_{\lambda_t} = 0$) tüm değişkenler için

reddedilebilmiştir. Tüm modeller için birim ve zaman etkisinin tek tek sınanması gerekmektedir.

Tablo 3.14: Birim Etkinin Sınanması: F Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
SK	2.28	0.0015**
AK	5.04	0.0000**
ÖK	3.74	0.0000**

Not: ** 0,05 önem düzeyinde anlamlı

F testi sonuçlarına göre % 95 güven düzeyinde, birim etkinin sıfır olduğunu söyleyen temel hipotez ($H_0:\sigma_{\mu_i}=0$) bütün değişkenler için reddedilebilmiştir. Buna göre, tüm değişkenler için kurulacak olan modellerde birim etkinin olması gerektiği ve klasik modelin uygun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 3.15: Zaman Etkisinin Sınanması: LR Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
SK	0.00	1.0000
AK	0.00	1.0000
ÖK	0.00	1.0000

Not: ** 0,05 önem düzeyinde anlamlı

LR testi sonuçlarına göre % 95 güven düzeyinde, zaman etkisinin sıfır olduğunu söyleyen temel hipotez ($H_0:\sigma_{\lambda_t}=0$) bütün değişkenler için reddedilememiştir. Yapılan testler sonucunda, tüm değişkenleri için kurulacak olan modellerde birim etkinin bulunması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Modellerde birim etkinin varlığının tespit edilmesinden sonra bu etkinin sabit mi yoksa tesadüfi mi olduğuna karar verilmesi gerekmektedir. Bu amaçla, tanımlama hatasını sınamak için geliştirilen Hausman testi kullanılmıştır. Sabit Etkiler Modeli ile Tesadüfi Etkiler Modeli Arasında Seçim Yapılması: Hausman Testi Sonuçları Tablo 3.16'da verilmiştir.

Tablo 3.16: Hausman Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
SK	7.21	0.3022
AK	6.07	0.4156
ÖK	2.34	0.8854

Not: ** 0,05 önem düzeyinde anlamlı

Hausman testinde temel hipotez “Tesadüfi Etkiler Modeli etkindir” şeklinde kurulurken alternatif hipotez “Sabit Etkiler Modeli tutarlıdır” şeklinde kurulmaktadır. Tablo 3.16’daki Hausman testi sonuçlarına göre, her üç değişken için % 95 güven düzeyinde “Tesadüfi Etkiler Modeli etkindir” temel hipotezi reddedilememektedir. Bu değişkenler için Tesadüfi Etkiler Modelinin kurulması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Panel veri modellerinde, hata terimlerinin birim içerisinde ve birimlere göre eşit varyanslı (homoskedastik), otokorelasyonsuz ve birimler arası korelasyonsuz olduğu varsayılmaktadır. Ancak çoğu çalışmada, bu varsayımlardan sapmaların meydana geldiği görülmüştür.

Varsayımlarla ilgili problemler dikkate alınmadığında, standart hataların sapmalı olduğu, buna bağlı olarak etkinlik özelliğinin kaybolduğu ve t istatistikleri ile güven aralıklarının geçerliliğini yitirdiği görülmüştür²¹. Bu nedenle öncelikle bu varsayımlardan sapmaların olup olmadığı çeşitli testler yardımıyla sınanmıştır. Test sonuçları Tablo 3.17’de verilmiştir.

²¹Tatoğlu, a.g.e., s.197-199.

Tablo 3.17: Varsayımlardan Sapmaların Test Edilmesinde Kullanılan Testler

Test	SK	AK	ÖK
Levene, Brown ve Forsythe Testi	4.56 (0.0000)**	2.85 (0.0000)**	2.19 (0.0000)**
Bhargava, Franzini ve Narendranithan'ın Durbin-Watson Testi	1.65	1.89	1.81
LM Testi	18.79 (0.0000)**	5.97 (0.0000)**	17.57 (0.0000)**
Pesaran Testi	0.827 (0.4084)	-0.212 (0.8319)	0.742 (0.4581)
Friedman Testi	3.211 (1.0000)	3.211 (1.0000)	3.526 (1.0000)
Sonuç	Heteroskedasite vardır. Otokorelasyon vardır. Birimler Arası Korelasyon yoktur.	Heteroskedasite vardır. Otokorelasyon vardır. Birimler Arası Korelasyon yoktur.	Heteroskedasite vardır. Otokorelasyon vardır. Birimler Arası Korelasyon yoktur.

Not: Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. ** 0,05 önem düzeyinde anlamlı

Tablo 3.17 incelendiğinde aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır. SK değişkeninin bağımlı değişken olduğu model için Levene, Brown ve Forsythe testi sonucuna göre “Heteroskedasite yoktur” temel hipotezi % 95 güven düzeyinde reddedilmiştir. Bhargava, Franzini ve Narendranithan'ın Durbin-Watson Testine göre, test istatistiği kritik değer 2'den küçük çıkmıştır. Bundan dolayı “Otokorelasyon yoktur” temel hipotezi reddedilmiştir. LM testi sonuçlarına göre bu model için “Otokorelasyon yoktur” temel hipotezi reddedilmiştir. Pesaran ve Friedman testlerine göre “Birimler Arası Korelasyon yoktur” temel hipotezi % 95 güven düzeyinde reddedilememiştir. SK değişkeninin kurulacak olan tek yönlü birim etkiler-Tesadüfi Etkiler Modelinde heteroskedasiteye ve otokorelasyon problemlerine rastlanılmıştır.

AK değişkeninin bağımlı olduğu model için, Levene, Brown ve Forsythe testi sonucuna göre “Heteroskedasite yoktur” temel hipotezi % 95 güven düzeyinde reddedilmiştir. Bhargava, Franzini ve Narendranithan’ın Durbin-Watson Testine göre, test istatistiği kritik değer 2’den küçük çıkmıştır. Bundan dolayı “Otokorelasyon yoktur” temel hipotezi reddedilmiştir. LM testi sonuçlarına göre bu model için “Otokorelasyon yoktur” temel hipotezi reddedilmiştir. Pesaran ve Friedman testlerine göre “Birimler Arası Korelasyon yoktur” temel hipotezi % 95 güven düzeyinde reddedilememiştir. AK değişkeninin kurulacak olan tek yönlü birim etkiler-Tesadüfi Etkiler Modelinde heteroskedasiteye ve otokorelasyon problemlerine rastlanılmıştır.

ÖK değişkeninin bağımlı olduğu model için, Levene, Brown ve Forsythe testi sonucuna göre “Heteroskedasite yoktur” temel hipotezi % 95 güven düzeyinde reddedilmiştir. Bhargava, Franzini ve Narendranithan’ın Durbin-Watson Testine göre, test istatistiği kritik değer 2’den küçük çıkmıştır. LM testi sonuçlarına göre bu model için “Otokorelasyon yoktur” temel hipotezi reddedilmiştir. Bundan dolayı “Otokorelasyon yoktur” temel hipotezi reddedilmiştir. Pesaran ve Friedman testlerine göre “Birimler Arası Korelasyon yoktur” temel hipotezi % 95 güven düzeyinde reddedilememiştir. ÖK değişkeninin kurulacak olan tek yönlü birim etkiler-Tesadüfi Etkiler Modelinde heteroskedasiteye ve otokorelasyon problemlerine rastlanılmıştır.

Modellerde meydana gelen heteroskedasite, otokorelasyon problemleri parametre sapmasızlığını etkilememekte ancak etkinliğinin kaybedilmesine neden olmaktadır. Bu nedenle, bu üç değişkenin bağımlı değişken oldukları modeller için Arellano, Froot ve Rogers standart hataları kullanılarak nihai modellere ulaşılmıştır. Nihai modeller oluşturulurken şirket performansı üzerinde İHA’nın etkisini görebilmek amacıyla İHA yılına ve İHA sonrası yıla ilişkin kukla değişkenler modellerde yer almıştır. Varsayımların saplamaların düzeltilmiş olduğu nihai modellerin sonuçları Tablo 3.18’de yer almaktadır.

Tablo 3.18: Varsayımlardan Sapmaların Düzeltildiği Nihai Modeller

BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER	BAĞIMLI DEĞİŞKENLER		
	Model 1	Model 2	Model 3
	Satışların Karlılığı	Aktiflerin Karlılığı	Özkaynakların Karlılığı
MDV	-0.1419 (0.003)**	-0.1188 (0.008)**	-0.2677 (0.002)**
FKO	-0.2355 (0.000)**	-0.0886 (0.034)**	-0.00239 (0.980)
CO	-0.0083 (0.000)**	-0.0056 (0.000)**	-0.00394 (0.096)
SABİT	0.2388 (0.000)**	0.1589 (0.000)**	0.260 (0.000)**
D2	-0.03837 (0.012)**	-0.0290 (0.001)**	-0.0854 (0.000)**
D3	-0.06877 (0.000)*	-0.0475 (0.000)*	-0.1303 (0.000)*
Wald İstatistiği	63.29 (0.000)*	208.06 (0.000)*	50.08 (0.0021)*
R ²	0.3303	0.3253	0.3415

Not: Parantez içerisindeki değerler olasılık değerleridir. D2: Halka arz yılına ait kukla değişken. D3: Halka arz sonrasındaki yıla ait kukla değişken. ** 0,05 önem düzeyinde anlamlı

Satışların karlılığı değişkeni için varsayımlardan sapmaların Arellano, Froot ve Rogers standart hatalar kullanılarak düzeltildiği nihai modelde ele alınan dönemde çalışmaya konu olan 38 şirket için, maddi duran varlıkların aktiflere oranı, finansal kaldıraç oranı ve cari oranı değişkenlerin satışların karlılığı değişkeni üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda, maddi duran varlıkların aktiflere oranında % 1 artış meydana geldiğinde satışların karlılığı değişkeninde % 0.14 oranında azalış meydana gelecektir. Sabit tutulduğunda, finansal kaldıraç oranında % 1 artış meydana geldiğinde satışların karlılığı değişkeninde % 0.23 oranında azalış meydana gelecektir. Sabit tutulduğunda, cari oranında % bir artış meydana geldiğinde satışların karlılığı değişkeninde % 0.0083 oranında azalış meydana gelecektir. İlgili dönemde 38 şirket için, maddi duran varlıkların aktiflere oranı, finansal kaldıraç oranı ve cari oranı değişkenler sabit tutulduğunda halka arz olunan yıl satışların karlılığında düşüş % 0.038 iken, halka arz sonrasında karlılıktaki düşüş % 0.068 olmuştur. Model bütünüyle istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır (Wald-İstatistiği). Satışların karlılığı değişkeninde meydana

gelen değişmelerin % 33.03'ü bağımsız değişkenlerde meydana gelen değişmelerden kaynaklanmaktadır.

Aktiflerin karlılığı değişkeni için varsayımlardan sapmaların Arellano, Froot ve Rogers standart hatalar kullanılarak düzeltildiği nihai modelde ele alınan dönemde çalışmaya konu olan 38 şirket için, maddi duran varlıkların aktiflere oranı, finansal kaldıraç oranı ve cari oranı değişkenlerin aktiflerin karlılığı değişkeni üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda, maddi duran varlıkların aktiflere oranında % 1 artış meydana geldiğinde aktiflerin karlılığı değişkeninde % 0.11 oranında azalış meydana gelecektir. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda, finansal kaldıraç oranında % 1 artış meydana geldiğinde aktiflerin karlılığı değişkeninde % 0.08 oranında azalış meydana gelecektir. Sabit tutulduğunda, cari oranında % 1 artış meydana geldiğinde aktiflerin karlılığı değişkeninde % 0.0056 oranında azalış meydana gelecektir. İlgili dönemde 38 şirket için, maddi duran varlıkların aktiflere oranı, finansal kaldıraç oranı ve cari oranı değişkenler sabit tutulduğunda halka arz olunan yıl aktiflerin karlılığında düşüş % 0.029 iken, halka arz sonrasında karlılıktaki düşüş % 0.047 olmuştur. Model bütünüyle istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır (Wald-İstatistiği). Aktiflerin karlılığı değişkeninde meydana gelen değişmelerin % 32.53'ü bağımsız değişkenlerde meydana gelen değişmelerden kaynaklanmaktadır.

Özkaynakların karlılığı değişkeni için varsayımlardan sapmaların Arellano, Froot ve Rogers standart hatalar kullanılarak düzeltildiği nihai modelde ele alınan dönemde çalışmaya konu olan 38 şirket için, finansal kaldıraç oranında ve cari oranı değişkenleri dışındaki diğer değişkenlerin özkaynakların karlılığı değişkeni üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda, maddi duran varlıkların aktiflere oranında % 1 artış meydana geldiğinde özkaynakların karlılığı değişkeninde % 0.26 oranında azalış meydana gelecektir. İlgili dönemde 38 şirket için diğer değişkenler sabit tutulduğunda halka arz olunan yıl özkaynakların karlılığında düşüş % 0.085 iken, halka arz sonrasında karlılıktaki düşüş % 0.13 olmuştur. Model bütünüyle istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır (Wald-İstatistiği). Özkaynakların karlılığı değişkeninde meydana gelen

değişmelerin % 34.15'i bağımsız değişkenlerde meydana gelen değişmelerden kaynaklanmaktadır.

Panel veri analizi kapsamında kurulan her üç modelinde sonuçlarına göre İHA öncesi yılına göre hem İHA yılında hem de İHA sonrasındaki yılda şirketlerin performans ölçüsü olarak seçilen aktiflerin karlılılığı oranı, özkaynakların karlılılığı oranı ve satışların karlılılığı oranı düşmektedir. Şirketlerin performansı üzerinde İHA'nın etkisi ise her üç modelde de % 95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Panel veri analizinde elde edilen sonuçlar medyan değişim analizinde elde edilen sonuçlarla tutarlıdır. Her iki analizden de elde edilen bulgular bu çalışmanın konusunu oluşturan İHA'nın şirket performansını negatif yönde etkileyeceği hipotezi ile paralellik göstermektedir. Bir başka ifade ile İHA öncesi yıla göre İHA yılında ve İHA sonrasındaki ilk yılda şirket performansı beklendiği gibi düşmektedir.

SONUÇ

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

İHA şirketlere finansman ve likidite sağlamak, yurtiçi ve yurtdışında yaygın tanıtım, kurumsallaşma, kredibilitenin artması ve küresel bir şirket olma gibi önemli avantajlar sağlarken; gizliliğin kaybı, kârın paylaşımı, kontrol kaybı, yasal takip, raporlama ve denetim sorumluluğu gibi bir takım dezavantajları da beraberinde getirebilmektedir. Bu nedenle şirketin halka açılma kararını verme aşaması oldukça zordur ve stratejik bir öneme sahiptir.

Şirketlerin paylarını halka arz etme şekli, farklı koşullara bağlı olarak değişebilmektedir. Şirketler, mevcut sermayeyi temsil eden paylarının bir kısmını ortak satışı şeklinde halka arz edebildiği gibi sermaye arttırımı yoluna giderek mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle de halka arzı tercih edebilir veya her iki yöntemi birlikte uygulayabilir.

Türkiye ekonomisinin dışa açılma sürecinin başladığı 1980'lerin ortasında kurulan ve faaliyetlerine başlayan Borsa İstanbul'un aradan geçen yaklaşık 30 yıllık dönemde bünyesinde işlem gören şirket sayısının yeterince arttığı söylenemez. Enflasyonun yüksek olduğu ekonomilerde sermaye piyasasının gelişmesi oldukça zordur. Türkiye'de 1990'lardan 2000'li yıllara kadar BİST de işlem gören şirket sayısında önemli bir değişim olmamıştır. 2000'li yıllarda Türkiye makroekonomik istikrar yönünden önemli kazanımlar sağlasa da İHA'larda istenilen artışlar

gerçekleşmemiştir. Bu gerçek karşısında BİST, TOBB (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği), SPK (Sermaye Piyasası Kurulu) ve TSPAKB (Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği) arasında 2008 yılında halka arz kampanyası için bir iş birliği protokolü imzalanarak Türkiye’de halka arz seferberliği çalışmaları başlatılmıştır.

İHA’nın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisinin incelenmesine yönelik literatürde birçok çalışma mevcuttur. Bu çalışmaların çoğunda İHA öncesi yıla göre İHA yılında ve İHA sonrasındaki yılda şirket performansında düşüşler olduğu sonucuna ulaşılmıştır. İHA’nın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini Türk Sermaye Piyasası’nda test etmek amacıyla yapılan bu çalışmada medyan değişim analizi ve panel veri analizi olmak üzere iki farklı analiz yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın veri setini 2003-2011 yılları arasında BİST de İHA’sı gerçekleştirilen ve işlem görmeye başlayan 38 anonim şirketin finansal verileri oluşturmaktadır. Çalışmada yer alan şirketlerden 20 adedi imalat sanayinde, 9 adedi teknoloji sektöründe, geriye kalan 9 adedi de toptan ve perakende sektöründedir.

Medyan değişim analizinde çalışma kapsamındaki şirketlerin finansal performans ölçüsü olarak seçilen satışların karlılığı oranının, aktiflerin karlılığı oranının ve özkaynakların karlılığı oranlarının İHA öncesi yıla (t-1) göre, İHA yılında (t=0) ve İHA sonrasındaki ilk yıl (t+1)’da gerçekleşen medyan değerlerindeki değişimler incelenmiştir. Çalışma dönemini kapsayan (t-1), (t=0) ve (t+1) yıllarında satışların karlılığı oranının medyan değerleri sırasıyla % 3.40, % 1.76 ve % 1.26 olarak gerçekleşirken, aktiflerin karlılık oranının medyan değerleri sırasıyla % 6.53, % 3.00 ve % 0.97 olarak hesaplanmıştır. Özkaynakların karlılığı oranının medyan değerleri ise sırasıyla % 13.55, % 6.48 ve % 2.56’dır. Medyan değişim analizi sonuçlarına göre performans ölçüsü olarak seçilen her üç karlılık oranının medyan değerleri (t-1) yılına göre hem (t=0) yılında, hem de (t+1) yılında azalmaktadır. Finansal performans ölçülerindeki değişimlerin istatistiki olarak anlamlı olup olmadığını analiz etmek amacıyla Wilcoxon testi uygulanmıştır. Bu testin sonuçlarına göre (t-1) yılından (t=0) yılına özkaynakların karlılığı oranının medyan değerindeki değişimi %90 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. (t-1) yılına göre (t+1) yılında ise her üç performans ölçüsünün medyan değerlerindeki değişim

ise % 99 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Finansal performans ölçülerinin (t-1), (t=0) ve (t+1) dönemlerindeki medyan değerlerinin değişimi sektörel bazda da incelenmiş ve tüm sektörlerde İHA öncesi yıla göre İHA yılında karlılık oranlarının medyan değerlerinde azalma olduğu görülmüştür. Benzer bir şekilde İHA öncesi yıla göre İHA'dan sonraki yılda da karlılık oranlarının medyan değerleri azalmıştır. Wilcoxon testi sonuçlarına göre finansal performans ölçülerinin medyan değerlerindeki değişimin istatistiki olarak sektörel bazda genellikle anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İHA'nın şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisinin incelendiği panel veri analizinde ise yapılan çeşitli testler sonucunda uygun panel veri modeline karar verilmiş ve panel veri ekonometrisinin varsayımlarından sapmaları düzeltilerek nihai modellere ulaşılmıştır. Satışların karlılığı oranı, aktif karlılık oranı ve özkaynakların karlılığı oranlarının bağımlı değişken olarak sırayla yer aldığı 3 farklı model oluşturulmuştur. Bu modellerin bağımsız değişkenleri ise finansal kaldıraç oranı, maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı ve cari orandır. Nihai modeller oluşturulurken şirket performansı üzerinde İHA'nın etkisini görebilmek amacıyla İHA yılına ve İHA sonrası yıla ilişkin kukla değişkenler de modellere dahil edilmiştir. Panel veri analizinde kurulan her üç modelin sonuçlarına göre modellerin bağımlı değişkeni olarak seçilen karlılık oranları üzerinde maddi duran varlıkların aktiflere oranı, finansal kaldıraç oranı ve cari oran değişkenlerinin etkileri % 95 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Kurulan modeller bütünüyle istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır (Wald-İstatistiği). Birinci modelin sonuçlarına göre satışların karlılığı oranında meydana gelen değişmelerin % 33.03'ü bağımsız değişkenlerde meydana gelen değişmelerden kaynaklanmaktadır. Söz konusu modelin sonuçlarına göre İHA yılında satışların karlılığı oranındaki düşüş % 3.8 iken, İHA sonrası bu orandaki azalma % 6.8'dir. Kurulan ikinci modelin sonuçlarına göre aktiflerin karlılığı oranında meydana gelen değişmelerin % 32.53'ü bağımsız değişkenlerde meydana gelen değişmelerden kaynaklanmaktadır. Bu modelin sonuçlarına göre İHA yılında aktiflerin karlılığı oranındaki düşüş % 2.90 iken, halka arz sonrasında bu orandaki düşüş % 4.75 olmuştur. Panel veri analizinde kurulan üçüncü modelin sonuçlarına göre özkaynakların karlılığı oranında meydana gelen değişmelerin %

34.15'i bağımsız değişkenlerde meydana gelen değişmelerle açıklanabilmektedir. Bu modelin sonucuna göre İHA yılında özkaynakların karlılığı oranındaki düşüş % 8.54 iken, İHA sonrasında bu orandaki düşüş % 13.03 olmuştur.

Medyan değişim analizinde elde edilen bulgular ile panel veri analizinde elde edilen sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde her iki analiz yöntemine göre de şirket performansı İHA'dan etkilenmektedir. İHA yılında ve İHA'dan sonraki yılda şirket performansı İHA öncesi yıla göre düşmektedir. Bu sonuç araştırma konusunun amacını oluşturan hipotezle tutarlıdır ve literatürde Jaini ve Kini(1994), Cai ve Wei (1997), Bulut (1997), Kim ve diğerleri (2004), Zaluk (2008), Kurtaran ve Er (2008), Pereira ve diğerleri (2012) tarafından bu konuda yapılan çalışmaların sonuçları ile benzerlik göstermektedir.

Yatırım kararı verilirken şirketlerin cari döneminin sonuçlarından ziyade gelecek dönemlerin sonuçları çok daha önemlidir. Bu noktada çalışma sonucunda ulaşılan bulguların yatırımcılar tarafından dikkate alınması gerekir. İHA'sı gerçekleştirilecek şirketlere yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcıların İHA öncesi yıla göre şirketlerin finansal performanslarının İHA yılında ve İHA'dan sonraki yılda düşük gerçekleşeceğini düşünerek yatırım kararını vermesi önerilir. Aksi takdirde İHA sürecinde yapacağı yatırımın kendisine olan maliyeti, söz konusu hisse senedi yatırımının teorik değerinin üzerinde olacaktır.

KAYNAKÇA

- Ahmad, Nurwati A. : “Post-IPO Operating Performance and Earning Management”, **International Business Research Journal**, Vol: 1, No: 2, University Utara Malaysia, Kedah-2008, Malaysia.
- Arıkboğa, Şebnem, : “Türkiye’de Kurumsal Yönetim İklimi”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 59, Sayı 2(2009), İstanbul 2009.
- Menteş Ahmet
- Başpınar, Ahmet : “Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anominalilerine Bağlı Çıkar İlişkiler”, Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi, Ankara-2008.
- Baltagi, Badi H. : **Econometric Analysis of Panel Data**, Third Edition, John Wiley and Sons Ltd, West Sussex-2005, England.
- Bulut, Halil v.d. : “Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği”, **İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 11, Sayı: 1, Gazi Üniversitesi, Ankara -2009, s.101-120.
- Bulut, Halil : “Yatırım Bankası İtibarı ve Halka Arz Sonrası Faaliyet Performans: İMKB Uygulaması”, **İMKB dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 39, İstanbul-1997, s.131-165.
- Boubaker, Adel, : “Impact of Mnagerial Ownership on Operational Performance of IPO Firms: Fresh Context”, **International Journal of Management Science and Engineering Mnagement**, Vol: 6, No: 3 (191-197), Ariana-2011, Tunisia, s.1750-9653.
- Mezhoud, Mediha
- Boubakari, Narjess, : “The Financial and Operating of Newly Privatized Firms, Evidence from Developing Countries”, University of Laval, Laval-1996, Canada.
- Cosset Jean

- Cai, Jun, Wei John : “The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings”, **Pacific-Basin Finance Journal**, No: 5(1997), Hong Kong 1997, China, s. 389-417.
- Damodaran, Aswath : **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Second Edition, John Wiley&Sons Inc, New York-2002, ABD.
- Damodaran, Aswath : **Corporate Finance: Theory and Practice**, Second Edition, John Wiley&Sons Inc, Hoboken-2001, ABD.
- Demirbaş, Gürhan, Karakaş Yavuz : “Halka Arzın Sanayiciye Sunduğu Fırsatlar”, **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, Sayı: 561, İstanbul 2012.
- Çağlar, Khan : “Hisse Henetlerinin Halka Arz ve Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul-1999, Türkiye.
- Elmas, Bekir : **İlk Halka Arz: Teori ve Uygulama**, Gazi Kitabevi Tic.Ltd. Şti. Ankara-2012.
- Fikirkoca, Ekin : “Turkish Economy and Capital Markets”, **Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Publication**, No:59, İstanbul, September-2011.
- Hausman, James A. : **Specification Test in Econometrics**, The Econometric Society Vol: 46, No: 6 (November-1978), s.1251-1271.
- Jain, Bharata, Kini Omesh : “The Post Issue Operating Performans of IPO Firms”, **Journal of Finance** Vol: XLIX, No: 5, New York 1994, ABD, s. 1704.
- Kim, Kenneth, v.d. : “Ownership and Operating Performance in an Emerging Market, Evidence from Thai IPO Firms”, **Journal of Corporate Finance** No: 10 (2004), New York-2002, ABD, s. 355-381.

- Kouser, Rehana, v.d. : “Financial and Operating Performance of Privatized Firms; A Case Study of Pakistan”, **International Research Journal of finance and Economic, Euro Journal Publishing** No: 87, Multan-2012, Pakistan, s. 1450-288.
- Koller, Tim, v.d. : **Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies**, Fouth Edition, John Wiley&Sons Inc, New York-2005, ABD.
- Kurtaran, Ahmet, Er Bünyamin : “The Post-issue Operating Performance of IPO in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange”, **Investment Management and Financial Innovations Journal** Cilt: 5, No: 4, Ankara-2008.
- Küçükkocaoğlu, Güray : “Underpricing in Turkey; A comparison of the IPO Methods”, **International Journal of Finance and Economics** No: 13(1450-2887), Başkent University, Ankara-2008.
- Küçükkocaoğlu, Güray, Sezgin Özge : “IPO Mechanism Selection by Using Classification and Regression Trees(CART)”, Baskent University, Ankara-2013.
- Özhan, Metin : “Sermaye Piyasalarında Hisse Senedi Halka Arzları ve Sonrasında Uygun Fiyat İstikları Yöntemleri”, Yüksek Lisans Program Dönem Projesi, Galatasaray Üniversitesi, İstanbul-2012.
- Pereira, Tiago, Sousa Miguel. : “Is There Still a Berlin Wall in the Post –Issue Operating Performance of Europeans?”**Business Administration Journal**, University of Porto, Porto-2012, Portugal.
- Rao, Ramesh : **Fundamentals of Financial Management**, Second Edition, Macmillan Publishing Company, New York -1989, ABD, s.345.

- Saraç, Mehmet,
Bozkurt İbrahim : “KOBİ’lerin Halka Açılma Eğilimleri KOBİ ‘lerin Gelişen İşletmeler Piyasasının KOBİlerin Halka Açılma İstekleri Üzerine Etkisi”, **Muhasebe ve Finansal Dergesi**, y.y., Ocak - 2011.
- Tatoğlu, Ferda : **Panel Veri Ekonometrisi**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., Yayın No: 2684, İstanbul-2012.
- Wooldridge Jeffrey, : **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**, The MIT Press Cambridge and London-2008, England.

İNTERNET KAYNAKÇA

- Akpınar, Funda G : **Halka Arz olmak bir Şirkete Neler Kazandırır**, Tüyd Yatırımcı İlişkileri Derneği, http://www.tuyid.org/files/makaleler/E_Bulten_10_sayi_FGA.pdf (Erişim: 06.11.2013).
- Borsa İstanbul : **Halka Arz ve Borsada İşlem Görme**, www.bist.gov.tr (Erişim: 26.11.2012).
- Borsa İstanbul : **Halka Arz ve İşlem Görme**, Yayın No:20 <http://www.kosano.org.tr> (Erişim: 20.11.2012).
- Borsa İstanbul : **IPO in Turkey and Listing on Borsa Istanbul, March-2013**, http://borsaistanbul.com/datum/ilgili_dosyalar_eng/IPO_in_Turkey_and_Listing_on_Borsa_Istanbul_Basics.pdf (Erişim: 23.06.2013).
- Borsa İstanbul : **HalkaArzVerileri**, <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri> (Erişim: 23.06.2013).

- Deloitte : **Halka Arzda (İPO) Başarılı Olmanın Yolları**, http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/DenetçininNotDefteri/Turkey_tr_fas_HalkaArz_140708.pdf (Erişim: 05.09.2013).
- Deloitte : **Halka Arzda Başarılı Olmanın Yolları-2002**, www.deloitte.com (Erişim: 22.06.2013).
- Dizdar, Asım A. : **KOBİ'leri Halka Arz Süreci El Kitabı**, Erta Bağımsız Denetim ve YMM Ltd-2012, <http://www.ertadenetim.com> (Erişim: 05.11.2013).
- Erkan, Hüseyin : **Capital Market Opportunities In Turkey**, New Prospects forIPOcandidate, http://xetra.com/xetra/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/60_beitraege_gpm/GPM_1_12_LC.pdf (Erişim:19.6.2013).
- Güç Bir Denetim : **Halka Arz Yol Haritası 2010**, www.gucbir-denetim.com.tr (Erişim 20.10.2012).
- Gsimeridian : **Initial Public Offering In Turkey**, <http://www.gsimeridian.com> (Erişim: 08.11.2013).
- Güçlü Hakan : **İMKB'ye Kabul Süreci**, <http://www.hakanguclu.com.pdf> (Erişim: 07.10.2013).
- Tüten, Mert : **Finansa Erişimde Önemli Bir Seçenek Halka Arz**, Çözüm OrtaklığıPlatformuNo:11(2010)<https://www.okul.pwc.com.tr/images/uploadfile/content/634275936573421250.pdf> (Erişim: 06.11.2013).

- Tilly, Baker : **Gürel Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.**, [http://www.vergikilavuzu.com/Assets/Content/file/4 Halka arz. pdf](http://www.vergikilavuzu.com/Assets/Content/file/4%20Halka%20arz.pdf) (Erişim: 06.11.2013).
- Tesisgüvenlik Danışmanlığı : Halka Arz ve Kurumsal Finansman Hizmetleri, Yıldız Teknik Üniversitesi, <http://www.tesisguvenlikdanismanligi.com> (Erişim: 05.11.2012).
- TSPAKB : **ETM Kilavuzlar-Finansal Yönetim**, www.tspakb.gov.tr (Erişim 26.10.2012).
- TSPAKB : **Economy&Capital Markets in Turkey, September-2011**, <http://www.gedik.com> (Erişim: 9.11.2013).
- TSPAKB : **Initial Public Offerings and Listing in Turkey**, <http://www.tspakb.org.tr> .pdf (Erişim: 22.06.2013).
- PriceWaterhouse Coupers : **IPO watch; Turkey Focus Development of IPO Activity**, İstanbul-2013, <http://www.pwc.com.tr/en/ermaye-piyasalari/assets/halka-arz/halka-arz-seyri-2010-2012-en.pdf>..... (Erişim: 07.10.2013).
- SPK : **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklar-2**, www.spk.gov.tr (Erişim: 05.12.2012).
- SPK : **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıklar-10**, Ankara, Mart-2007, www.spk.gov.tr (Erişim: 05.12.2012).
- _____ : **Initial Public Offering, Turkey Summit**, İstanbul-May 6-7, 2010 <http://www.gedik.com/icerik-dosyalari.pdf>..... (Erişim: 07.10.2013).

- _____ : **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kilavuz, İstanbul, Ağustos-2000**, [http://www.tspakb.org.tr /tr/Portals/0/KIM/tspakb_halkaarzilkeleri_2013-teks.pdf](http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/0/KIM/tspakb_halkaarzilkeleri_2013-teks.pdf)(Erişim: 05.09.2013).
- _____ : <http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/PrinterFriendly.aspx?nid=12151&submenuheader> (Erişim:30.11.2012).

EK 1: 2003-2011 Yıllarında İHA'sı Yapılan Şirketlerin Kullanmış Olduğu Halka Arz Yöntemleri

SN	ŞİRKET ADI	İHA YÖNTEMİ
1	Fenerbahçe Sportif Hizmetler San. ve Tic.	Ortak Satış
2	Doğuş Otomotive Servis ve Ticaret A.Ş.	Ortak Satış
3	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	Ortak Satış
4	Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş.	Ortak Satış
5	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Ortak Satış
6	Evg Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satış
7	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	Ortak Satış
8	Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	Ortak Satış
9	Coca Cola	Ortak Satış
10	Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	Ortak Satış
11	Metro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	Ortak Satış
12	Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satış
13	Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	Ortak Satış
14	Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satış
15	Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satış
16	Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort.A.Ş.	Ortak Satış
17	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	Ortak Satış
18	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	Ortak Satış
19	Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satış
20	Koza Altın İşletmeleri AŞ	Ortak Satış
21	İhlâs Gazetecilik A.Ş.	Ortak Satış
22	Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Ortak Satış
23	İdealist Gayrimenkul Y.O A.Ş.	Ortak Satış
24	Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satış
25	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Ortak Satış
26	Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satış
27	İhlâs Yayın Holding A.Ş.	Ortak Satış
28	Bizim Toptan Satış Mağazaları AŞ	Ortak Satış
29	İnfo Yatırım A.Ş.	Ortak Satış
30	Koza Davetiye Mağaza İşletmeleri ve İhracat	Sermaye Artırımı
31	Gersan Elektrik Ticaret Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı
32	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik San A.Ş.	Sermaye Artırımı
33	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	Sermaye Artırımı
34	PLASTİKKART Akıllı Kart İletişim Sistemleri	Sermaye Artırımı
35	Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri	Sermaye Artırımı

	San	
36	Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı
37	Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı
38	Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı
39	Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı
40	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı
41	Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	Sermaye Artırımı
42	Mango Gıda San ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı
43	Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret	Sermaye Artırımı
44	Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Sermaye Artırımı
45	Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	Sermaye Artırımı
46	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı
47	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı
48	Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hiz.	Sermaye Artırımı
49	Ataç İnşaat ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı
50	Saray Matbaacılık Kâğıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret	Sermaye Artırımı
51	Global Menkul Değerler A.Ş.	Sermaye Artırımı
52	Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı
53	Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı
54	Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı
55	A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi	Sermaye Artırımı
56	İnfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
57	Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
58	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
59	AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
60	Denizbank A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
61	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
62	İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
63	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış

64	Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
65	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
66	Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
67	Asya Katılım Bankası A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
68	Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
69	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
70	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
71	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
72	Tekfen Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
73	TSKB GYO A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
74	Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
75	Akfen Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
76	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
77	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
78	Çemaş Döküm Sanayii A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
79	Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
80	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
81	Katmerciler Araç Üstü Ekipman San ve Tic	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
82	Do&Co Restaurants and Catering A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
83	Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
84	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
85	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda San ve Tic.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
86	Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış

87	Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
88	Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
89	Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
90	Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
91	Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
92	Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
93	Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
94	Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
95	Gentra Lojistik A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış

EK-2: Mevcut Payların Halka Arzı Yöntemi ile İHA'sı Yapılan Şirketler ve İHA Büyüklükleri

SN	ŞİRKET ADI	NOMINAL DEĞER
1	Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,750,000
2	Doğuş Otomotive Servis ve Ticaret A.Ş.	37,950,000
3	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	11,747,963
4	Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş.	6,250,000
5	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	6,713,000
6	Evg Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,475,000
7	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	10,910,635
8	Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,250,000
9	Coca Cola	57,857,545
10	Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,350,000
11	Metro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,700,000
12	Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,663,000
13	Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,969,996
14	Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	4,250,000
15	Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	9,999,946

16	Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort.A.Ş.	2,965,000
17	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	312,250,256
18	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	525,000,000
19	Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	4,949,996
20	Koza Altın İşletmeleri AŞ	18,000,000
21	İhlas Gazetecilik A.Ş.	26,400,000
22	Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	5,000,000
23	İdealist Gayrimenkul y.o A.Ş.	2,500,000
24	Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	65,500,000
25	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	5,400,000
26	Marti Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	54,000,000
27	İhlas Yayın Holding A.Ş.	57,500,000
28	Bizim Tiptan Satış Mağazaları A.Ş.	16,000,000
29	İnfo Yatırım A.Ş.	3,150,000

EK 3: Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu İle Halka Arz Yöntemini Uygulayan Şirketlerin Listesi Ve İHA Büyüklüğünün Nominal Tutarı

SN	ŞİRKET ADI	NOMINAL DEĞER
1	Koza Davetiye Mağaza İşletmeleri ve İhracat A.Ş.	1,800,000
2	Gersan Elektrik Ticaret Sanayi A.Ş.	1,350,000
3	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret	2,700,000
4	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	2,823,530
5	PLASTİKKART Akıllı Kart İletişim Sistemleri San ve Tac.	4,000,000
6	Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri San. ve Tic.	9,000,000
7	Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	2,000,000
8	Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,000,000
9	Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	7,000,000
10	Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	7,000,000
11	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	67,117,510
12	Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	3,200,000
13	Mango gıda San. ve Tic: A.Ş.	3.400.000
14	Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	6,000,000
15	Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	625,000,000

16	Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	2,782,500
17	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9,926,680
18	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	10,135,550
19	Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hiz. San. ve	3,000,000
20	Ataç İnşaat ve Sanayi A.Ş.	2,362,641
21	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret ve Sanayi	3,600,000
22	Global Menkul Değerler A.Ş.	10,000,000
23	Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	5,000,000
24	Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	3,000,000
25	Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	8,817,199
26	A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret	6,000,000

EK 4: Mevcut Payların Halka Arzı Ve Ortaklık Paylarının Sermaye Artırımı Yolu İle Halka Arzı Yöntemleri Yöntemiyle İHA'sı Gerçekleştirilen Şirketler Ve İHA Büyüklükleri

SN	ŞİRKET ADI	NOMİNAL DEĞER
1	İnfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,972,000
2	Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,200,000
3	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	7,612,500
4	AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi	1,794,008
5	Denizbank A.Ş.	72,500,000
6	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	8,481,250
7	İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	4,970,000
8	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	322,000,000
9	Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	17,250,000
10	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	59,800,000
11	Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	45,022,500
12	Asya Katılım Bankası A.Ş.	69,000,000
13	Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5,635,000
14	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	44,562,500

15	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	35,494,000
16	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	55,444,408
17	Tekfen Holding A.Ş.	102,386,800
18	TSKB Gyo A.Ş.	57,500,000
19	Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	8,000,000
20	Akfen Holding A.Ş.	8,000,000
21	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	31,600,000
22	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Tic. A.Ş.	16,000,000
23	Çemaş Döküm Sanayii A.Ş.	9,300,000
24	Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	2,048,979
25	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	56,352,942
26	Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Tic.A.Ş.	3,000,000
27	Do&Co Restaurants and Catering A.Ş.	3,105,226
28	Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	2,512,500
29	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	3,250,000
30	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda San. ve Tic. A.Ş.	20,193,000
31	Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	5,500,000
32	Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş.	19,000,000
33	Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	30,187,500
34	Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	54,117,500
35	Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri	1,850,000
36	Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	3,132,271
37	Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri	2,250,000
38	Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş.	7,000,000
39	Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	14,052,601
40	Gentra Lojistik A.Ş.	3,750,000

EK 5: Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemiyle İHA'sı Gerçekleştirilen Şirketlerin Listesi

SN	ŞİRKET ADI	İHA YILI
1	Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2004
2	Doğuş Otomotive Servis ve Ticaret A.Ş.	2005
3	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	2004

4	Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2004
5	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret	2004
6	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2004
7	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	2004
8	AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş.	2004
9	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2004
10	Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş.	2005
11	Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	2006
12	Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	2006
13	Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2006
14	Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2006
15	Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007
16	İhlas Yayın Holding A.Ş.	2010
17	Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2010
18	Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2010
19	Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	2010

EK 6: Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi ile İHA'sı Gerçekleştirilen Şirketler

SN	ŞİRKETİN ADI	İHA YILI
1	Denizbank A.Ş.	2004
2	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2005
3	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	2005
4	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	2005
5	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2006
6	Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	2006
7	Asya Katılım Bankası A.Ş.	2006
8	Coca Cola	2006
9	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	2007
10	Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007
11	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	2007
12	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2007
13	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007
14	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	2007

15	Tekfen Holding A.Ş.	2007
16	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	2008

EK 7: Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi ile İHA'sı Gerçekleştirilen Şirketler

SN	ŞİRKETİN ADI	İHA YILI
1	Koza Altın İşletmeleri AŞ	2010
2	TSKB GYO A.Ş.	2010
3	Akfen Holding aş	2010
4	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	2010
5	İhlas Gazetecilik A.Ş.	2010
6	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Tic. A.Ş.	2010
7	Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010
8	Marti Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010
9	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı a.ş.	2010
10	Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010
11	Do&Co Restaurants and Catering A.Ş.	2010
12	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda San. ve Tic. A.Ş.	2011
13	Bizim Toptan Satış Mağazaları AŞ	2011
14	Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş.	2011
15	Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2011
16	Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2011
17	Ataç İnşaat ve Sanayi A.Ş.	2011
18	Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri A.Ş.	2011
19	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret ve Sanayi	2011
20	Global Menkul Değerler A.Ş.	2011
21	Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	2011

EK 8: Borsada Satış Yöntemiyle İHA'sı Yapılan Şirketler

SN	ŞİRKET ADI	İHA YILI
1	Koza Davetiye Mağaza İşletmeleri ve İhracat A.Ş.	2003
2	Gersan Elektrik Ticaret Sanayi A.Ş.	2003
3	İnfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2004

4	PLASTİKKART Akıllı Kart İletişim Sistemleri Sanayi A.Ş.	2004
5	İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2005
6	Evg Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2005
7	Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri San. ve Tic.	2005
8	Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2005
9	Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006
10	Metro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006
11	Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006
12	Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	2006
13	Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006
14	Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006
15	Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort.A.Ş.	2007
16	Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2008
17	Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	2009
18	Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	2010
19	Mango Gıda san. ve Tic: A.Ş.	2010
20	Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2010
21	İdealist Gayrimenkul y.o A.Ş.	2010
22	Çemaş Döküm Sanayii A.Ş.	2010
23	Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	2010
24	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2010
25	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	2011
26	Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	2011
27	Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	2011
28	Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri	2011
29	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2011
30	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2011
31	Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	2011
32	Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hiz. San.	2011
33	Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	2011
34	Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş.	2011
35	Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	2011

36	Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2011
37	İnfo Yatırım A.Ş.	2011
38	A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi	2011
39	Gentra Lojistik A.Ş.	2011

EK 9: İmalat Sanayii Sektöründe Yer Alan Şirketlerin 2003-2011 Yılları Arasında İHA Verileri

SN	ŞİRKET ADI	İHA YILI	NOMİNAL DEĞER
1	Gersan Elektrik Ticaret Sanayi A.Ş.	2003	1,350,000
2	Koza Davetiye Mağaza İşletmeleri ve İhracat A.Ş.	2003	1,800,000
3	Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2004	2,200,000
4	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2004	76,125
5	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	2004	11,747,963
6	İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	2005	4,970,000
7	Coca Cola	2006	57,857,545
8	Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	2006	7,000,000
9	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2006	59,800,000
10	Çemaş Döküm Sanayii A.Ş.	2010	9,300,000
11	Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	2010	2,048,979
12	İhlas Gazetecilik A.Ş.	2010	26,400,000
13	Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Tic.A.Ş.	2010	3,000,000
14	Koza Altın İşletmeleri AŞ	2010	18,000,000
15	Mango gıda San. ve Tic: A.Ş.	2010	3,400,000
16	Marti Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010	54,000,000
17	A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret	2011	6,000,000
18	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2011	9,926,680
19	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2011	10,135,550
20	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	2011	3,250,000
21	Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hiz. San. ve	2011	3,000,000
22	Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	2011	3,000,000

23	Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş.	2011	7,000,000
24	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret ve Sanayi	2011	3,600,000
Toplam İHA Tutarı (TL)			308,862,842

EK 10: Mali Kuruluşlar Sektöründe Yer Alan Şirketlerin 2003-2011 Yılları
Arasında İHA Verileri

SN	ŞİRKET ADI	İHA YILI	NOMINAL DEĞER (TL)
1	Denizbank A.Ş.	2004	72,500,000
2	İnfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2004	2,972,000
3	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2004	8,481,250
4	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	2004	2,823,530
5	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2005	6,713,000
6	Evg Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2005	2,475,000
7	Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2005	1,250,000
8	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	2005	322,000,000
9	Asya Katılım Bankası A.Ş.	2006	69,000,000
10	Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006	1,350,000
11	Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006	2,969,996
12	Metro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006	2,700,000
13	Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006	4,250,000
14	Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006	2,663,000
15	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	2007	55,444,408
16	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2007	35,494,000
17	Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort.A.Ş.	2007	2,965,000
18	Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007	9,999,946
19	Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007	7,000,000
20	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2007	67,117,510
21	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	2007	44,562,500
22	Tekfen Holding A.Ş.	2007	102,386,800
23	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	2007	312,250,256

24	Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2008	4,949,996
25	Akfen Holding A.Ş.	2010	8,000,000
26	Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010	625,000,000
27	Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2010	5,000,000
28	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2010	5,400,000
29	İdealist Gayrimenkul y.o A.Ş.	2010	2,500,000
30	İhlas Yayın Holding A.Ş.	2010	57,500,000
31	Marti Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010	54,000,000
32	Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010	65,500,000
33	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010	56,352,942
34	TSKB Gyo A.Ş.	2010	57,500,000
35	Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2011	54,117,500
36	Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2011	14,052,601
37	Global Menkul Değerler A.Ş.	2011	10,000,000
38	İnfo Yatırım A.Ş.	2011	3,150,000
	Toplam İHA Tutarı (TL)		2,162,391,235

EK 11: Toptan ve Parekende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Yer Alan Şirketlerin 2003-2011 Yılları Arasında İHA Verileri

SN	ŞİRKET ADI	İHA YILI	NOMİNAL DEĞER
1	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret	2004	2,700,000
2	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	2005	10,910,635
3	Doğuş Otomotive Servis ve Ticaret A.Ş.	2005	37,950,000
4	Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	2006	45,022,500
5	Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2010	6,000,000
6	Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	2011	8,817,199
7	Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş.	2011	19,000,000
8	Bizim Toptan Satış Mağazaları A.Ş.	2011	16,000,000
9	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda San. ve Tic. A.Ş.	2011	20,193,000
10	Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	2011	30,187,500

	A.Ş.		
11	Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	2011	5,000,000
12	Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	2011	5,500,000
	Toplam İHA Tutarı (TL)		207,280,834

EK 12: Teknoloji Sektöründe Yer Alan Şirketlerin 2003-2011 Yılları Arasında İHA Verileri

SN	ŞİRKET ADI	İHA YILI	NOMİNAL DEĞER
1	PLASTİKKART Akıllı Kart İletişim Sistemleri San ve Tac.	2004	4,000,000
2	Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri San. ve Tic.	2005	9,000,000
3	Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2006	3,000,000
4	Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	2006	2,000,000
5	Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2006	5,635,000
6	Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	2010	2,512,500
7	Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri	2011	2,250,000
8	Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	2011	3,132,271
	Toplam İHA Tutarı (TL)		31,529,771

EK 13: Diğer Sektörlerde Yer Alan Şirketlerin 2003-2011 Yılları Arasında İHA Verileri

SN	ŞİRKET ADI	İHA YILI	NOMİNAL DEĞER
1	AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi	2004	1,794,008
2	Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2004	3,750,000
3	Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş.	2005	6,250,000
4	Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	2006	17,250,000
5	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	2008	525,000,000

6	Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	2009	3,200,000
7	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	2010	31,600,000
8	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Tic. A.Ş.	2010	16,000,000
9	Do&Co Restaurants and Catering A.Ş.	2010	3,105,226
10	Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	2010	8,000,000
11	Gentra Lojistik A.Ş.	2011	3,750,000
12	Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	2011	2,782,500
13	Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri	2011	1,850,000
Toplam İHA Tutarı (TL)			624,331,734

EK 14: Çalışma Kapsamındaki Şirketlerin İHA Yılı

SN	ŞİRKET ADI	SEKTÖRÜ	İHA YILI
1	Koza Davetiye Mağaza İşletmeleri ve İhracat A.Ş.	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	2003
2	Gersan Elektrik Ticaret Sanayi A.Ş.	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	2003
3	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Dokuma, Giyim Eşyasi ve Deri	2004
4	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	2004
5	Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	2004
6	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	2004
7	Plastik kart Akıllı Kart İletişim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Teknoloji	2004
8	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	2004
9	İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Gıda, İçki ve Tütün	2005
10	Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.	Teknoloji	2005
11	Bİm Birleşik Mağazalar A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	2005
12	Coca-Cola İçecek A.Ş.	Gıda, İçki ve Tütün	2006

13	Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	2006
14	Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Teknoloji	2006
15	Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	Teknoloji	2006
16	Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Teknoloji	2006
17	Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	2006
18	Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	Gıda, İçki ve Tütün	2010
19	Mango Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Gıda, İçki ve Tütün	2010
20	İhlas Gazetecilik A.Ş.	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	2010
21	Çemas Döküma Sanayi A.Ş.	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	2010
22	Katmarciler Araç üstü Ekipman Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	2010
23	Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	Teknoloji	2010
24	AKSA Enerji üretim A.Ş.	Elektrik Gaz ve Su	2010
25	Uyum Gıda ve İhtiyaç maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	2010
26	A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	Gıda, İçki ve Tütün	2011
27	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Dokuma Sanayii	2011
28	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Dokuma, Giyim Eşyasi ve Deri	2011
29	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	dokuma sanayii	2011
30	Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	2011
31	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	2011
32	Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş.	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	2011
33	Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri	tarım, orman ve balıkçılık	2011
34	Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	2011
35	Bizim Toptan Satış Mağazaları AŞ	Toptan ve Perakende	2011

		Ticaret, Otel ve Lokantalar	
36	Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	2011
37	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda San. ve Tic. A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	2011
38	Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	2011

EK 15: : Medyan Değişim Analizinde Kullanılan Değişkenlerin Değerleri

	SK			AK			ÖK			MDV			EKO			CO		
	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)
KOZAD	0,00	-	-	0,00	-	-0,06	0,01	-	-0,20	0,46	0,37	0,33	0,76	0,28	0,65	0,72	1,46	0,48
GEREL	0,07	0,07	0,00	0,09	0,06	0,00	0,11	0,07	0,00	0,18	0,11	0,16	0,22	0,18	0,14	3,86	5,26	6,74
DESA	0,06	0,11	0,08	0,10	0,13	0,07	0,19	0,17	0,09	0,04	0,05	0,09	0,44	0,24	0,27	2,23	4,13	3,33
BURVA	0,03	0,01	0,00	0,02	0,00	0,00	0,03	0,01	0,00	0,54	0,41	0,32	0,34	0,34	0,41	1,41	1,83	1,69
ITRAK	0,13	0,16	0,19	0,16	0,20	0,26	0,29	0,37	0,34	0,25	0,17	0,16	0,45	0,46	0,24	1,86	1,84	4,03
DOAS	0,05	0,03	0,05	0,14	0,09	0,11	0,28	0,24	0,24	0,19	0,13	0,10	0,48	0,61	0,53	1,50	1,20	1,33
INDES	0,01	0,01	0,02	0,03	0,05	0,05	0,15	0,16	0,19	0,03	0,02	0,02	0,78	0,72	0,11	1,19	1,32	9,23
PKART	0,23	-	-	0,10	-	-0,03	0,14	-	-0,04	0,63	0,32	0,26	0,26	0,06	0,03	2,16	15,83	26,40
BIMAS	0,02	0,02	0,00	0,10	0,09	0,01	0,29	0,33	0,05	0,43	0,34	0,24	0,67	0,71	0,03	0,91	0,98	7,55
ANELT	0,07	0,11	0,08	0,08	0,04	0,05	0,10	0,05	0,07	0,17	0,07	0,23	0,19	0,10	0,20	1,57	7,43	3,29
MRTGG	0,01	0,00	-	0,03	0,00	-0,08	0,04	0,01	-0,16	0,45	0,54	0,52	0,33	0,38	0,49	1,72	2,63	1,58
DGATE	0,01	0,01	0,01	0,05	0,03	0,02	0,43	0,15	0,11	0,00	0,00	0,00	0,89	0,78	0,79	1,12	1,28	1,26

	VESBE	0,06	0,06	0,03	0,09	0,08	0,05	0,22	0,14	0,08	0,53	0,39	0,40	0,60	0,46	0,39	1,04	1,67	1,97
	SELEC	0,03	0,03	0,04	0,07	0,06	0,09	0,29	0,18	0,23	0,04	0,03	0,03	0,77	0,68	0,62	1,26	1,40	1,55
	CCOLA	0,07	0,05	0,08	0,07	0,06	0,09	0,13	0,10	0,17	0,49	0,50	0,52	0,41	0,41	0,45	0,70	1,05	1,29
	ARMDA	0,01	0,01	0,01	0,04	0,03	0,05	0,24	0,08	0,16	0,01	0,01	0,01	0,82	0,67	0,69	1,18	1,48	1,43
	KAREL	0,16	0,19	0,11	0,16	0,14	0,08	0,24	0,19	0,12	0,20	0,13	0,15	0,35	0,28	0,28	2,76	3,41	3,05
	AKSEN	0,10	0,07	-	0,04	0,03	-0,05	0,18	0,07	-0,18	0,52	0,56	0,27	0,75	0,65	0,74	1,06	1,48	1,02
	MANGO	0,01	0,07	0,04	0,02	0,09	0,05	0,06	0,19	0,14	0,24	0,21	0,14	0,70	0,53	0,68	1,11	1,64	1,26
	IHGZT	0,19	0,09	0,01	0,07	0,03	0,00	0,08	0,03	0,00	0,06	0,14	0,20	0,18	0,15	0,15	4,28	6,47	6,36
	CEMAS	0,02	-	0,04	0,01	-	0,02	0,03	-	0,04	0,40	0,14	0,34	0,48	0,65	0,50	0,91	0,48	1,14
	EKIZ	0,00	0,00	-	0,01	0,00	-0,10	0,04	-	0,01	-0,32	0,30	0,35	0,15	0,82	0,54	0,69	0,87	1,23
	KATMAR	0,07	0,13	0,03	0,12	0,14	0,02	0,43	0,30	0,08	0,16	0,20	0,37	0,73	0,56	0,75	1,03	1,58	1,22
	UYUM	0,03	0,00	-	0,07	-	-0,06	0,17	-	0,01	-0,19	0,38	0,19	0,00	0,62	0,48	0,66	0,68	1,94
	DESPC	0,06	0,06	0,06	0,16	0,16	0,16	0,28	0,23	0,23	0,01	0,01	0,60	0,45	0,31	0,30	2,21	3,15	3,31
	HATEK	0,03	0,01	-	0,01	0,01	-0,03	0,01	0,01	-0,04	0,59	0,61	0,19	0,31	0,24	0,28	1,39	1,77	1,36
	KILLER	0,01	-	0,00	0,02	-	0,00	0,07	-	0,00	0,22	0,21	0,15	0,75	0,72	0,73	1,12	1,08	1,00
	BIZIM	0,02	0,02	0,01	0,10	0,10	0,05	0,35	0,30	0,19	0,15	0,18	0,10	0,71	0,67	0,73	1,19	1,09	1,06
	BMEKS	0,00	0,01	0,00	0,01	0,02	0,00	0,03	0,04	0,00	0,13	0,12	0,32	0,85	0,63	0,62	0,91	1,09	1,71
	YAPRK	0,45	0,07	0,03	0,15	0,02	0,01	0,22	0,03	0,01	0,33	0,28	0,28	0,33	0,27	0,23	1,97	2,29	2,36
	BLCYT	0,23	0,21	0,07	0,07	0,07	0,02	0,08	0,07	0,02	0,48	0,28	0,18	0,11	0,08	0,09	3,23	9,34	8,98
	DAGI	0,09	0,29	0,22	0,08	0,16	0,07	0,13	0,22	0,10	0,35	0,20	0,10	0,43	0,27	0,32	1,49	3,40	2,82

MEP	0,01	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01	0,07	0,03	0,03	0,25	0,22	0,27	0,76	0,62	0,69	1,28	1,61	1,32
MEP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,86	0,80	0,81	0,21	0,16	0,17	1,07	2,06	1,76
MEP	0,03	0,10	0,07	0,03	0,14	-0,05	0,14	0,40	-0,20	0,38	0,43	0,35	0,77	0,65	0,76	0,95	1,03	0,99
MEP	0,10	0,01	0,04	0,10	0,01	0,01	0,21	0,01	0,01	0,50	0,22	0,15	0,55	0,19	0,17	1,04	4,10	6,57
MEP	0,03	0,01	0,00	0,03	0,01	0,00	0,06	0,02	0,00	0,32	0,29	0,29	0,44	0,38	0,38	0,63	1,04	1,06
MEP	0,10	0,08	0,01	0,05	0,04	0,00	0,10	0,06	0,01	0,36	0,23	0,20	0,53	0,33	0,41	1,70	3,10	1,94

EK 16: Finansal Performans Ölçüleri Ve Finansal Yapı Oranlarının Sektörlere Göre Hesaplanan Değerleri

İMALAT SANAYİİ SEKTÖR																			
	SK			AK			ÖK			MDV			FKO			CO			
	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	
GEREKLİ	0,00	0,02	0,22	0,00	0,01	0,06	0,01	0,01	0,20	0,46	0,37	0,33	0,76	0,28	0,65	0,72	1,46	0,48	
DESA	0,07	0,07	0,00	0,09	0,06	0,00	0,11	0,07	0,00	0,18	0,11	0,16	0,22	0,18	0,14	3,86	5,26	6,74	
KURVA	0,06	0,11	0,08	0,10	0,13	0,07	0,19	0,17	0,09	0,04	0,05	0,09	0,44	0,24	0,27	2,23	4,13	3,33	
İTİGA	0,03	0,01	0,00	0,02	0,00	0,00	0,03	0,01	0,00	0,54	0,41	0,32	0,34	0,34	0,41	1,41	1,83	1,69	
İTİGA	0,13	0,16	0,19	0,16	0,20	0,26	0,29	0,37	0,34	0,25	0,17	0,16	0,45	0,46	0,24	1,86	1,84	4,03	
İTİGA	0,01	0,00	0,07	0,03	0,00	0,08	0,04	0,01	0,16	0,45	0,54	0,52	0,33	0,38	0,49	1,72	2,63	1,58	
VESE	0,06	0,06	0,03	0,09	0,08	0,05	0,22	0,14	0,08	0,53	0,39	0,40	0,60	0,46	0,39	1,04	1,67	1,97	
CCOL	0,07	0,05	0,08	0,07	0,06	0,09	0,13	0,10	0,17	0,49	0,50	0,52	0,41	0,41	0,45	0,70	1,05	1,29	
TMANGO	0,01	0,07	0,04	0,02	0,09	0,05	0,06	0,19	0,14	0,24	0,21	0,27	0,70	0,53	0,68	1,11	1,64	1,26	
İTİGA	0,19	0,09	0,01	0,07	0,03	0,00	0,08	0,03	0,00	0,06	0,14	0,14	0,18	0,15	0,15	4,28	6,47	6,36	
CEMA	0,02	-	0,04	0,01	-	0,02	0,03	-	0,04	0,40	0,14	0,20	0,48	0,65	0,50	0,91	0,48	1,14	

Z	R	K	T	DAGI	L	S	AVOD	TOPTAN VE PERAKENDE SEKTÖR											CO		
								SK		AK		ÖK		MDV			FKO				
	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)			
0,00	0,00	0,09	0,01	0,00	0,10	0,04	0,01	0,32	0,30	0,35	0,34	0,82	0,54	0,69	0,87	1,23	0,94				
0,07	0,13	0,03	0,12	0,14	0,02	0,43	0,30	0,08	0,16	0,20	0,15	0,73	0,56	0,75	1,03	1,58	1,22				
0,03	0,01	0,07	0,01	0,01	0,03	0,01	0,01	0,04	0,59	0,61	0,60	0,31	0,24	0,28	1,39	1,77	1,36				
0,23	0,21	0,07	0,07	0,07	0,02	0,08	0,07	0,02	0,48	0,28	0,28	0,11	0,08	0,09	3,23	9,34	8,98				
0,09	0,29	0,22	0,08	0,16	0,07	0,13	0,22	0,10	0,35	0,20	0,18	0,43	0,27	0,32	1,49	3,40	2,82				
0,01	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01	0,07	0,03	0,03	0,25	0,22	0,27	0,76	0,62	0,69	1,28	1,61	1,32				
0,03	0,10	0,07	0,03	0,14	0,05	0,14	0,40	0,20	0,38	0,43	0,35	0,77	0,65	0,76	0,95	1,03	0,99				
0,10	0,01	0,04	0,10	0,01	0,01	0,21	0,01	0,01	0,50	0,22	0,15	0,55	0,19	0,17	1,04	4,10	6,57				
0,10	0,08	0,01	0,05	0,04	0,00	0,10	0,06	0,01	0,36	0,23	0,20	0,53	0,33	0,41	1,70	3,10	1,94				
TEKNOLOJİ SEKTÖR																					
	SK		AK			ÖK			MDV			FKO			CO						
	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)			
0,05	0,03	0,05	0,14	0,09	0,11	0,28	0,24	0,24	0,19	0,13	0,10	0,48	0,61	0,53	1,50	1,20	1,33				
0,02	0,02	0,00	0,10	0,09	0,01	0,29	0,33	0,05	0,43	0,34	0,24	0,67	0,71	0,03	0,91	0,98	7,55				
0,03	0,03	0,04	0,07	0,06	0,09	0,29	0,18	0,23	0,04	0,03	0,03	0,77	0,68	0,62	1,26	1,40	1,55				
0,03	0,00	0,07	0,07	0,01	0,06	0,17	0,01	0,19	0,38	0,19	0,37	0,62	0,48	0,66	0,68	1,94	1,04				
0,01	0,02	0,00	0,02	0,02	0,00	0,07	0,06	0,00	0,22	0,21	0,19	0,75	0,72	0,73	1,12	1,08	1,00				
0,02	0,02	0,01	0,10	0,10	0,05	0,35	0,30	0,19	0,15	0,18	0,15	0,71	0,67	0,73	1,19	1,09	1,06				
0,00	0,01	0,00	0,01	0,02	0,00	0,03	0,04	0,00	0,13	0,12	0,10	0,85	0,63	0,62	0,91	1,09	1,71				
0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,03	0,02	0,03	0,03	0,86	0,80	0,81	0,21	0,16	0,17	1,07	2,06	1,76				
0,03	0,01	0,00	0,03	0,01	0,00	0,06	0,02	0,00	0,32	0,29	0,29	0,44	0,38	0,38	0,63	1,04	1,06				
TEKNOLOJİ SEKTÖR																					
	SK		AK			ÖK			MDV			FKO			CO						
	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)	(t-1)	(t=0)	(t+1)			
0,01	0,01	0,02	0,03	0,05	0,05	0,15	0,16	0,19	0,03	0,02	0,02	0,78	0,72	0,11	1,19	1,32	9,23				

YAPK	KDESPC	AKSE	N	KAKSE	LARMIDA	DGAT	ANEL	FKAK	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T
------	--------	------	---	-------	---------	------	------	------	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---

EK 17: Panel Veri Analizi Kullanılan Veri Seti

İD	DÖNEM	SK	AK	ÖK	MDV	FKO	CO	D ₂	D ₃
1	1	0.0019	0.00153	0.00637	0.45503	0.76015	0.71692	0	0
1	2	-0.0169	-0.0095	-0.0132	0.36645	0.27778	1.46342	1	0
1	3	-0.2169	-0.0613	-0.2008	0.33152	0.64895	0.48056	0	1
2	1	0.06703	0.08603	0.11063	0.1811	0.22232	3.85529	0	0
2	2	0.06707	0.05531	0.06705	0.10715	0.17502	5.25837	1	0
2	3	0.00131	0.00166	0.00192	0.15993	0.13786	6.74307	0	1
3	1	0.05587	0.1042	0.18466	0.03652	0.43573	2.22587	0	0
3	2	0.11389	0.12536	0.16587	0.04891	0.24423	4.12602	1	0
3	3	0.07707	0.06639	0.09087	0.08497	0.26939	3.33287	0	1
4	1	0.03289	0.02051	0.03096	0.53945	0.33748	1.40833	0	0
4	2	0.00529	0.00404	0.00616	0.41162	0.34404	1.82654	1	0
4	3	0.00154	0.00084	0.00142	0.31632	0.40735	1.68581	0	1
5	1	0.12921	0.15923	0.28717	0.24987	0.44552	1.85531	0	0
5	2	0.15681	0.20132	0.37423	0.16929	0.46203	1.83479	1	0
5	3	0.19417	0.25787	0.34043	0.15632	0.24253	4.03229	0	1
6	1	0.05298	0.13824	0.27465	0.18503	0.48051	1.50313	0	0
6	2	0.03135	0.09305	0.24443	0.12915	0.60843	1.19823	1	0
6	3	0.04548	0.1099	0.23769	0.09614	0.5304	1.32862	0	1
7	1	0.0097	0.03356	0.15349	0.02957	0.77851	1.188	0	0
7	2	0.01313	0.04465	0.16055	0.02119	0.71881	1.31776	1	0

7	3	0.01532	0.05018	0.18898	0.01631	0.10526	9.22737	0	1
8	1	0.22499	0.10163	0.13795	0.63309	0.26324	2.15764	0	0
8	2	-0.0418	-0.0155	-0.0165	0.32115	0.06037	15.8332	1	0
8	3	-0.0425	-0.0343	-0.0353	0.26381	0.02841	26.3974	0	1
9	1	0.01738	0.09582	0.29308	0.42669	0.67306	0.90699	0	0
9	2	0.01805	0.09345	0.32568	0.33701	0.71307	0.97811	1	0
9	3	0.00033	0.00873	0.05002	0.24031	0.02998	7.54698	0	1
10	1	0.06684	0.07743	0.09495	0.16603	0.18451	1.56541	0	0
10	2	0.10981	0.04204	0.04866	0.07204	0.10016	7.42644	1	0
10	3	0.07846	0.05	0.06509	0.22989	0.19515	3.29025	0	1
11	1	0.00841	0.0253	0.03776	0.45009	0.32999	1.71881	0	0
11	2	0.00237	0.00327	0.00525	0.54253	0.37739	2.62731	1	0
11	3	-0.0669	-0.0792	-0.1547	0.51815	0.4879	1.57751	0	1
12	1	0.0124	0.04808	0.42946	0.00189	0.88804	1.11677	0	0
12	2	0.00951	0.03386	0.15133	0.00133	0.77626	1.27954	1	0
12	3	0.00728	0.023	0.11009	0.00069	0.79109	1.25943	0	1
13	1	0.063	0.08746	0.21978	0.53308	0.60208	1.04208	0	0
13	2	0.05745	0.07687	0.14129	0.38746	0.45592	1.66531	1	0
13	3	0.03193	0.04602	0.07557	0.4034	0.39107	1.97276	0	1
14	1	0.03409	0.06497	0.29092	0.0349	0.76847	1.25928	0	0
14	2	0.03088	0.05737	0.18003	0.02872	0.68135	1.40265	1	0
14	3	0.04357	0.08726	0.2302	0.02838	0.62095	1.54528	0	1
15	1	0.07373	0.07178	0.13101	0.48913	0.40735	0.7019	0	0
15	2	0.05201	0.05946	0.10216	0.49498	0.40606	1.04844	1	0
15	3	0.07979	0.09163	0.16868	0.51543	0.44878	1.28584	0	1
16	1	0.01397	0.0423	0.2407	0.00877	0.82425	1.18164	0	0
16	2	0.00663	0.02609	0.07808	0.00812	0.66589	1.47923	1	0
16	3	0.01313	0.04896	0.15868	0.00773	0.69145	1.43323	0	1
17	1	0.16242	0.15667	0.24188	0.19851	0.35222	2.76361	0	0
17	2	0.19232	0.13715	0.1904	0.1305	0.27962	3.41187	1	0
17	3	0.10475	0.08291	0.11512	0.1478	0.27979	3.05088	0	1
18	1	0.09474	0.0437	0.17614	0.52417	0.75188	1.05731	0	0
18	2	0.06545	0.02501	0.0724	0.55782	0.65449	1.48312	1	0
18	3	-0.0952	-0.0466	-0.1782	0.5873	0.73825	1.01787	0	1
19	1	0.01417	0.01864	0.06218	0.2411	0.70027	1.11078	0	0
19	2	0.06738	0.0871	0.18539	0.21065	0.53019	1.63482	1	0
19	3	0.04003	0.04486	0.14143	0.27255	0.68032	1.25825	0	1
20	1	0.18531	0.06571	0.08031	0.06156	0.18184	4.27635	0	0
20	2	0.08674	0.02508	0.02958	0.14143	0.15215	6.46529	1	0
20	3	0.00892	0.00292	0.00344	0.13893	0.15273	6.36063	0	1

21	1	0.01481	0.01442	0.02782	0.3959	0.48177	0.90749	0	0
21	2	-0.031	-0.0095	-0.027	0.13985	0.64749	0.48441	1	0
21	3	0.04348	0.01906	0.03817	0.20417	0.50067	1.13852	0	1
22	1	0.00389	0.00671	0.03654	0.29996	0.81645	0.87191	0	0
22	2	-0.0018	-0.0022	-0.0049	0.34702	0.53777	1.23251	1	0
22	3	-0.0883	-0.0981	-0.3162	0.34089	0.68974	0.94253	0	1
23	1	0.07308	0.11554	0.43426	0.15876	0.73393	1.03208	0	0
23	2	0.12993	0.13453	0.30261	0.20008	0.55543	1.58259	1	0
23	3	0.02799	0.02031	0.08024	0.15438	0.74692	1.21712	0	1
24	1	0.02562	0.06623	0.17229	0.37825	0.61557	0.67834	0	0
24	2	-0.0045	-0.0059	-0.0113	0.19138	0.47961	1.93855	1	0
24	3	-0.0667	-0.0637	-0.1884	0.36884	0.66214	1.03603	0	1
25	1	0.05811	0.15785	0.2844	0.00539	0.44497	2.20577	0	0
25	2	0.06009	0.15814	0.23022	0.00525	0.31309	3.14489	1	0
25	3	0.06358	0.16348	0.23316	0.00384	0.29885	3.30471	0	1
26	1	0.02634	0.00995	0.0144	0.59265	0.30884	1.38758	0	0
26	2	0.01026	0.00611	0.00808	0.6062	0.24415	1.77293	1	0
26	3	-0.0656	-0.0261	-0.0361	0.59824	0.27702	1.35634	0	1
27	1	0.01282	0.0164	0.06453	0.22109	0.74584	1.12369	0	0
27	2	-0.0167	-0.0177	-0.0625	0.20719	0.71758	1.07562	1	0
27	3	0.00046	0.00042	0.00156	0.18757	0.73212	1.00248	0	1
28	1	0.01952	0.10136	0.345	0.1542	0.70621	1.18971	0	0
28	2	0.01723	0.10036	0.30078	0.17855	0.66634	1.09278	1	0
28	3	0.01343	0.04963	0.18584	0.1536	0.73297	1.0604	0	1
29	1	0.00299	0.00474	0.03235	0.1297	0.85343	0.9091	0	0
29	2	0.01002	0.01571	0.04244	0.11976	0.6299	1.08831	1	0
29	3	0.00106	0.0012	0.00317	0.09912	0.6231	1.71289	0	1
30	1	0.45232	0.15065	0.22321	0.32762	0.32508	1.97269	0	0
30	2	0.07008	0.01933	0.02652	0.28405	0.27116	2.29055	1	0
30	3	0.03046	0.00723	0.00943	0.31657	0.23306	2.358	0	1
31	1	0.22682	0.07399	0.08315	0.48291	0.11012	3.23088	0	0
31	2	0.21214	0.06612	0.07183	0.27596	0.07961	9.33731	1	0
31	3	0.07393	0.02168	0.0238	0.27812	0.08917	8.98164	0	1
32	1	0.09248	0.07564	0.13311	0.34979	0.43173	1.48911	0	0
32	2	0.28507	0.15875	0.21832	0.19658	0.27284	3.40373	1	0
32	3	0.21505	0.06971	0.10173	0.17583	0.3148	2.81719	0	1
33	1	0.01204	0.01546	0.06489	0.24947	0.76168	1.28058	0	0
33	2	0.01216	0.01145	0.03034	0.21485	0.62259	1.61057	1	0
33	3	0.01202	0.00861	0.02737	0.27362	0.6854	1.3177	0	1
34	1	-0.0142	-0.0161	-0.0203	0.85773	0.2083	1.06536	0	0

34	2	-0.0145	-0.0217	-0.0258	0.80295	0.16022	2.05634	1	0
34	3	-0.0203	-0.0251	-0.0304	0.8104	0.173	1.76233	0	1
35	1	0.0339	0.0324	0.14155	0.37588	0.77109	0.95251	0	0
35	2	-0.0954	-0.1397	-0.4042	0.43025	0.65445	1.02478	1	0
35	3	-0.0673	-0.049	-0.2042	0.34721	0.76026	0.98739	0	1
36	1	0.09683	0.09583	0.21254	0.49709	0.54911	1.04063	0	0
36	2	0.01213	0.00563	0.00697	0.22187	0.19282	4.10249	1	0
36	3	0.04256	0.01072	0.01284	0.14516	0.16531	6.56534	0	1
37	1	0.03035	0.0308	0.05501	0.32204	0.44007	0.63442	0	0
37	2	0.0119	0.01203	0.01945	0.28918	0.38134	1.03882	1	0
37	3	-0.0008	-0.0006	-0.001	0.29112	0.37665	1.06277	0	1
38	1	0.09487	0.04475	0.09556	0.35521	0.5317	1.69482	0	0
38	2	0.07645	0.04164	0.06247	0.2291	0.33354	3.10392	1	0
38	3	0.01025	0.00316	0.00532	0.19666	0.40562	1.94099	0	1