

# ŞİRKETLERİN HALKA ARZINDA ARACILIK SÜRECİNİN ETKİNLİĞİ

19 EKİM 2010

Editör: Prof. Dr. Güler ARAS



**YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ**  
**İKTİSADİ VE İDARİ BİLİMLER FAKÜLTESİ**





YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ  
İKTİSADİ VE İDARİ BİLİMLER FAKÜLTESİ



# ŞİRKETLERİN HALKA ARZINDA ARACILIK SÜRECİNİN ETKİNLİĞİ

19 EKİM 2010

Editör: Prof. Dr. Güler ARAS

Bu kitap **TSPAKB**'nin katkılarıyla yayınlanmıştır.

**TSPAKB** TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI  
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

---

Yayın Adı	Şirketlerin Halka Arzında Aracılık Sürecinin Etkinliği
Editör	Prof. Dr. Güler Aras
Hazırlayan	Alparslan Budak
Kapak, Mizanpaj	Cennet Türker
Basıldığı Matbaa	.....
Basım Yeri	.....
Basım Tarihi	.....
TSPAKB Yayın No	.....
ISBN	.....

# SUNUŞ

**2**008 yılında Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) arasında imzalanan işbirliği protokolü çerçevesinde Halka Arz Seferberliği başlatılmıştır. Halka arzları artırarak firmaların sermaye piyasasının sunduğu olanaklardan yararlanmalarını sağlamayı ve sermaye piyasası yoluyla fon sağlama olanağını artırmayı amaçlayan bu seferberliğin etkinlikleri ise 2010 yılı içerisinde yoğunluk kazanarak devam etmiştir.

Halka arz, şirketlere sermaye piyasası yoluyla fon ihtiyaçlarını karşılamaları için sunulmuş bir olanaktır. Bundan yararlanabilmek elbette ilgili taraflar için uygun koşulların sağlanması ve oluşması ile olanaklıdır. Halka arzın talep tarafını oluşturan firmaların kendilerini bu sürece hazırlamaları ve halka arz yoluyla fon sağlamaya istekli olmaları kadar, halka arz sürecinin etkinliğinin, gerekli kurumsal altyapısının ve yeterli fon arzının varlığının da büyük önemi bulunmaktadır. Bu anlamda bu seferberlik, hem firmaların özsermaye yoluyla fon yaratmalarına olanak sağlayacak bir finansman yöntemini yaygınlaştıracak, hem de sermaye piyasasının talep tarafını geliştirerek piyasanın derinlik kazanmasını sağlayacak önemli bir adımdır.

Yıldız Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dekanlığı, 2010 yılında başlatılan Halka Arz Seferberliği kapsamında, halka arz sürecinde rol oynayan farklı paydaş kesimlerinin bir araya getirilmesi ve konu ile ilgili kesimlerin görüşlerini paylaşmasını sağlamayı amaçladığı toplantılar zinciri düzenlemektedir. Bu toplantıların ilk halkası olarak, Uluslararası Finansal Yönetim Enstitüsü Derneğinin de katılımıyla 4 Haziran 2010 tarihinde "Şirketlerin Halka Arz Sürecinde Yeniden Yapılanma Dinamikleri" konulu panel düzenlenmiştir. Bu toplantıda firmalar kesiminin halka arz ile ilgili sorunları ele alınarak çözümler ve iyileştirici öneriler üzerinde durulmuştur.

Halka arz toplantılarının devamı niteliğinde olan "Şirketlerin Halka Arzında Aracılık Sürecinin Etkinliği" konulu ikinci panelde ise aracı kurum yöneticileri bir araya gelerek halka arzda etkin bir aracılık sisteminin önemi ve gereklerini tartışmıştır. Aracı kurumların bu yılın sonunda bütün paydaşları konunun tartışılmasına dahil etmek amacıyla, kurumsal otoritelerin yer aldığı son bir toplantı daha planlanmaktadır.

Yıldız Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi 100 yıllık bir teknik okul içerisinde, 1992 yılında ilk öğrencilerini alarak eğitim ve öğretim hayatına katkıda bulunmaya başlamıştır. Bugün İktisat, İşletme, Uluslararası İlişkiler ve Siyaset Bilimi olmak üzere üç ayrı bölümde 2000'in üzerinde lisans öğrencisi vardır. Aynı zamanda çok sayıda lisansüstü bölümü, en fazla tercih edilen bölümler arasında son derece farklı ve seçkin bir yere sahiptir. Bugün gerek lisans, gerekse lisansüstü bölümlerinden mezun olan öğrencilerimiz, kamu ve özel sektörde seçilmiş profesyoneller olarak başarı ile bizleri temsil etmektedir.

Fakültemiz nitelikli eğitim öğretim faaliyetlerinin yanı sıra düzenlediği akademik toplantılarda ele aldığı, gündemi etkileyen, özgün ve sonuç odaklı yaklaşımı ile önemli bir misyonu yerine getirmektedir. Bu çerçevede, aynı zamanda, sosyal sorumluluk projeleri ile Türkiye'deki kamu üniversiteleri içerisinde ayrıcalıklı bir yere sahip bulunmaktadır.

Bu yayın, üniversitemiz 100. yılını kutlarken fakültemiz tarafından bu misyon çerçevesinde düzenlenen ve son derece güncel bir konu olan halka arzda aracılık sisteminin etkinliğinin ele alındığı toplantıda gerçekleştirilen sunumları ve tartışmaları içermektedir. Amacımız güncel ve önemli konuların, konunun otoriteleri tarafından nitelikli bir şekilde tartışıldığı bir platform oluşturarak uygulanabilir, somut sonuç ve öneriler elde edebilmektir.

**Prof. Dr. Güler ARAS**  
**Kasım 2010**

# İÇİNDEKİLER

## **Açılış Konuşmaları**

**Prof. Dr. Güler Aras**

Dekan, YTÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

5

**Prof. Dr. İsmail Yüksek**

Rektör, YTÜ

8

## **Panel: Şirketlerin Halka Arzında Aracılık Sürecinin Etkinliği**

### **Oturum Başkanı: Nevzat Öztangut**

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Başkanı,  
Garanti Yatırım İcra Kurulu Üyesi, Takasbank Yönetim Kurulu Üyesi

10

### **Berra Kılıç**

Turkish Yatırım Genel Müdürü, İMKB Yönetim Kurulu Üyesi

13

### **Mete Gorbon**

İş Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü

19

### **Zafer Onat**

Finansinvest Genel Müdürü

23

### **Saim Üstündağ**

Deloitte Türkiye Denetim Ortağı

28

### **Didem Gordon**

Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği Başkan Yardımcısı,  
Libera Portföy Yönetimi Kurucu Ortak

31

### **Attila Köksal**

Standart Ünlü Menkul Değerler Genel Müdürü

35

## **Soru-Cevap**

52

## **Toplantı Sonuç Raporu**

64

# AÇILIŞ KONUŞMALARI

**Prof. Dr. Güler ARAS**

Dekan, YTÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi  
Uluslararası Finansal Yönetim Enstitüsü Kurucu Eski Başkan

**Prof. Dr. İsmail YÜKSEK**

Rektör, YTÜ





**Prof. Dr. Güler ARAS**

YTÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dekanı  
Uluslararası Finansal Yönetim Enstitüsü Kurucu  
Eski Başkan

**S**ayın Rektörüm, değerli panelistler ve oturum başkanı, değerli konuklar, değerli akademisyenler ve sevgili öğrenciler. Üniversitemizin 100. Yılı kutlamaları çerçevesinde gerçekleştirdiğimiz “Şirketlerin Halka Arzında Aracılık Sürecinin Etkinliği” konulu panelimize hoş geldiniz. Yıldız Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi olarak bugün halka arz toplantımızdan ikincisini gerçekleştiriyoruz. İlk toplantımızı, Halka Arz Seferberliği İstanbul Zirvesi sonrası Haziran ayı içerisinde gerçekleştirdik. Bu toplantıda, halka arzda firmalar kesimi, firmaların halka arza yaklaşımları, bu konuda yaşadıkları sorunlar ve beklentileri, ilgili kesimlerden gelen konuklar tarafından ele alındı ve tartışılarak somut sonuçlara ulaşmaya çalıştık.

Bu toplantıların gerçekleştirilmesinde Yıldız Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi olarak amacımız, diğer toplantıda da belirttiğimiz gibi ilgili otoritelerce başlatılan Halkla Arz Seferberliği kapsamında, halka arz sürecinde rol oynayan farklı paydaş kesimlerinin bir araya getirilmesi ve konu ile ilgili kesimlerin görüşlerinin paylaşılmasını sağlamaktır. Halka arz toplantılarının devamı niteliğinde olan “Şirketlerin Halka Arzında Aracılık Sürecinin Etkinliği” konulu bu ikinci panelde ise amacımız, halka arzın aracılık sürecini ele almak, aracı kurum yöneticilerini bir araya getirerek halka arzda etkin bir aracılık sisteminin önemi ve gereklerini tartışmaktır.

İlk toplantının firmalar kesimini ele almasının nedeni halka arzın, öncelikle bunun için hazır firmaların bulunması ile başlaması nedeniyledir. Zira halka arz söz konusu olduğunda, genellikle firmalar dışındaki taraflarının görüşleri ve amaçları üzerinde daha fazla yoğunlaşıldığı ve ağırlıklı olarak halka arz süreci ve aracılık mekanizması üzerinde durulduğu gözlenmektedir. Halka arz için öncelikle firmaların yapısal olarak hazır ve istekli olması gerekmektedir. İlk toplantıda firmaların halka arza hazırlık sürecinde yeni-

den yapılanma dinamikleri üzerinde durularak kurumsal değişim sürecinde karşı karşıya kalabilecekleri durumlar ele alınmıştır. Toplantıda ulaşılan sonuçlar, ilgili sermaye piyasası otoritelerine ayrıca rapor edilmiştir. İlk toplantının sonuçlarını, bu toplantı için de zemin hazırlaması amacıyla kısaca özetlemekte yarar vardır;

- Toplantıda ortaya çıkan sonuçlardan birisi; halka arzların önemli bir fon kaynağı olarak ekonominin büyüme dönemlerinde daha fazla ivme kazanmakta olduğu, bunun tersine finansal krizler ve ekonominin daralma dönemlerinde halka arzların zorlandığı yönündedir. Firmalar kriz dönemlerinde kendi iç kaynaklarından finansmanı tercih etmektedir. Fırsatların değerlendirilmesi şirketlerde yapısal değişimi zorunlu kılmaktadır.
- Halka arzların önündeki asıl sorun ortaklık kültürünün yerleşip gelişmemesidir. Kurumsallaşma ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum halka arz için çok önemli ve temel bir gerekliliktir. Kurumsallaşma ve kayıt dışı ekonomiden uzaklaşarak kayıtlı ekonomiye geçiş için halka arzların çok önemli olduğu üzerinde bütün panelistler ve tartışmaya katılanlar fikir birliği içerisinde olmuşlardır.
- Kurumsallaşma ve halka açıklık oranı arasındaki ilişki ayrıca önem taşımaktadır. Türkiye’de firmaların halka açıklık oranları düşüktür.
- Büyüme isteyen şirketlerin, ucuz ve sürekli kaynaklara erişim imkânının sunulması yolunda pozitif adımlar atılması gerektiği belirtilmiştir. Büyüme ve kurumsal yapıya sahip olmak isteyen şirketlerin, halka arz yoluyla bu amaçlarına daha etkin ulaşabilecekleri belirtilmiştir.
- İMKB’de kurulan Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP), şirketlerin bu piyasalara girmesi yolunda önemli bir aşama. GİP, henüz işlerlik kazanmasa da halka arzlar için çok önemli bir başlangıç. Ayrıca danışmanlık müessesesinin henüz işlev kazanamamış olması bu süreçlerin aşılmasını geciktirmektedir.
- Panelde ayrıca finansal piyasalarda karşılıklı güven konusuna değinilmiş, yatırımcı güvenine zarar veren piyasa hareketlerinin önlenmesinin önemi vurgulanmıştır.
- Yabancı yatırımcının ağırlıklı olduğu İMKB’de, kurumsal yatırımcıların paylarının artırılması gerektiği ifade edilmiştir.
- Gelişmekte olan ekonomilerde rekabet avantajını artırmak için adil, hesap verebilir, şeffaf kurumsal yönetim uygulamalarının yerleşmesine bağlı olduğu konusuna vurgu yapılmıştır.

- Halka arzla teşvik sistemleri geliştirilerek artırılmaya çalışılması gerektiği, vergi teşviği ya da kolaylıkları ile halka arzların teşvik edilmesinin önemli olduğu ifade edilmiştir.
- Halka arz sonrası şirketlerin yüklerinin artması ayrıca üzerinde durulması gereken bir konu olarak ortaya çıkmıştır.
- Ayrıca mevcut yapı ve mevzuat, her ölçekte şirketin halka arzını mümkün kılmakta ve KOBİ ölçeğindeki firmalar için de kolaylıklar getirmektedir. bununla birlikte KOBİ'ler için yeni raporlama standardının oluşturulması VUK ve TMS standartları yerine tek bir standardın uygulanmasının önem taşıdığı vurgulanmıştır.
- Yeni TTK'nın gecikmesi şirketler kesiminde yeniden yapılanmayı geciktirmektedir. Oysa halka arzlarla yeni TTK düzenlemelerinin daha kolay hayata geçirilebileceği ifade edilmiştir.

Firmaların halka açılma kararları ile birlikte artık aracılık süreci devreye girmektedir. Burada da bu sürecin etkin bir şekilde gerçekleştirilmesi, firmaların doğru değerlendirilmesi ve menkul kıymetlerin gerektirdiği değerde fiyatlanması, müzakere, pazarlama ve tanıtım süreci başlamaktadır. Bu nedenle ikincisini planladığımız bugünkü toplantımızda aracılık sürecinin işleyişi, daha etkin bir aracılık için nelerin yapılması gerektiği tartışılacaktır. Konunun otoriteleri aracı kurum yöneticileri bugün konuşmacı olarak konuklarımız ve Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşları Birliği Başkanı oturum başkanımız olarak burada bulunmaktadır. Kendilerine burada bulunarak değerli bilgilerini bizimle paylaşacakları için teşekkür ediyorum. Panelin yine çok değerli somut sonuçlarının olacağına inanıyorum.

Son olarak konuşmamı tamamlamadan önce sizlere, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dekanı olarak fakültemizle ilgili bilgi vermeden ayrılmak istemiyorum. Biz İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi olarak son derece genç ve yeni bir fakülte sayılırız. 1992 yılında ilk öğrencilerini almaya başladı ve şu an 2000'in üzerinde öğrencimiz ve 100 öğretim elemanımız bulunmaktadır. Son derece dinamik ve çok hızlı gelişen bir fakülteyiz. Üç lisans programımız, yedi master ve doktora programımızda özel sektöre ve kamu sektörüne çok nitelikli, kaliteli mezunlar ve yeni akademisyenler yetiştiriyoruz. Mezunlarımızın başarılarına kuvvetle inanıyoruz. Son derece kapasiteli ve yetenekli öğrencilerimiz dinamik akademik kadrolarımız ve güncel programlarımız ile günümüzün ihtiyaçlarına ve koşullarına uygun nitelikte mezunlar veriyoruz. Onların teminatı bizleriz. Umarım sizler de, öğrencilerimizin gelecek kariyerlerinde onları değerlendirmek için gerekli fırsatlara sahip olmalarına yardımcı olursunuz.



**Prof. Dr. İsmail YÜKSEK**  
Rektör, YTÜ

**S**aygıdeğer başkanım, saygıdeğer panelistler, sayın öğretim üyeleri, değerli konuklar, sevgili öğrenciler. Üniversitemiz İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi tarafından düzenlenen "Şirketlerin Halka Arzında Aracılık Sürecinin Etkinliği" konulu panel nedeniyle sizleri üniversitemizde ağırlamaktan büyük bir memnuniyet duymaktayım. Hepiniz hoş geldiniz. Şirketlerin hızla geliştiği ve değiştiği bir ortamda konu ile ilgili mevcut ihtiyaçların ve sorunların da değişmesi ve çeşitlenmesi kaçınılmazdır. Bu gerçekler ışığında şirketlerin halka arzında aracılık sürecinin etkinliği konusunda mevcut ihtiyaçların karşılanması için bilim dünyası ve sektör çalışanları birlikte yeni arayışlar içerisinde olması büyük önem arz etmektedir. Bu konuyla ilgili akademik dünya ve sektör çalışanlarını bir araya getirmek ve mevcut sorunlara üniversite çatısı altında ışık tutmak amacıyla düzenlenen bu panelde önerilecek yeni yaklaşımların, halka arz sürecine yeni bakış açıları kazandıracağına inancım sonsuzdur. Panelin gerçekleşmesinde emeği geçen İİBF Dekanı ve Değerli Öğretim Üyelerine ve panele katkıda bulunan değerli panelistlere teşekkür eder, saygılar sunarım.

# PANEL



## Oturum Başkanı

### **Nevzat Öztangut**

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Başkanı,  
Garanti Yatırım İcra Kurulu Üyesi,  
Takasbank Yönetim Kurulu Üyesi

## Katılımcılar

### **Berra Kılıç**

Turkish Yatırım Genel Müdürü, İMKB Yönetim Kurulu Üyesi

### **Mete Gorbun**

İş Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü

### **Zafer Onat**

Finansinvest Genel Müdürü

### **Saim Üstündağ**

Deloitte Türkiye Denetim Ortağı

### **Didem Gordon**

Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği Başkan Yardımcısı,  
Libera Portföy Yönetimi Kurucu Ortak

### **Atilla Köksal**

Standart Ünlü Menkul Değerler Genel Müdürü



### **Nevzat ÖZTANGUT**

TSPAKB Başkanı, Garanti Yatırım İcra Kurulu Üyesi,  
Takasbank Yönetim Kurulu Üyesi

**S**ayın Rektörüm, Sayın Dekanım. Gerçekten, bu çok önemli konuya üniversitenizin de zamanını ayırması, bunu bir bilimsel ortamda bizlere tartışma fırsatı vermesi ve aynı zamanda hem değerli akademisyenlerin, hem de öğrencilerin bu konudaki katkılarını almamıza yardımcı olması nedeniyle, bu toplantıyı düzenledikleri için Yıldız Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesine teşekkür etmek istiyorum. Ben, önce konuyu nasıl gördüğümü biraz sizlerle paylaştıktan sonra panelist arkadaşlarımla konuyu birlikte tartışacağız.

Halka arz dediğimiz şey, aslında sermaye piyasasının başlangıç noktası; sermaye piyasasının varlık sebebi. Çünkü sermaye piyasası kanunu, biliyorsunuz bu işe çerçeveyi çiziyor ve diyor ki, halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın katılımını sağlamak üzere falan diye devam ediyor. Neden sermaye piyasası var? Çünkü tasarruf sahiplerinden endüstrilere bu kaynakların transfer edilebilmesinin bir metodu olarak var. Bu da halka arz ile yapılıyor. Dolayısıyla, bütün sermaye piyasasının varlık noktası aslında birincil piyasa, halka arz. Borsa neden var? Borsa da, o halka arzdan hisse senedi alanlar istedikleri zaman elinden çıkartma imkânına sahip olsunlar ki, bir daha almak için veya bu tasarrufları yaptıkları yatırımlardan para kazandıkları zaman bunu realize edip tahsil edebilmek için, yani bu kıymetlere bir likidite sağlamak için var. Bu likidite olduğu için de, bir daha bir daha halka arz yapabiliyoruz. Dolayısıyla, en önemli işin başlangıç noktası halka arz. Hakikaten işin tartışılması gereken, burayı daha çok etkinleştirebilir miyiz diye üzerinde durmamız gereken noktası, halka arz. Bu nedenle konu seçimi olarak bu toplantıyı düzenleyenlere bir kere daha teşekkür etmek istiyorum.

Bizim ülkemize de baktığımız zaman 25 senelik borsa tarihimizde bugün sabah itibariyle rakamlara baktırdım, varantları saymazsak eğer 342 tane menkul kıymet borsaya kote olmuş, bunun sadece 279 tanesi hisse senedi. Demek ki 279 şirket borsada alınıp satılabilecek nitelikte halka açık. Daha çok halka açık şirketlerimiz var, ama İMKB'ye kote olmuş olanları söylüyorum. Şimdi, İSO 1000'in en büyük şirketlerine baktığımızda, 126 tanesi halka açık. Demek ki o 1000 şirketin bile halka açılma konusunda gideceği yol var. Halka açıklığımızı, halka açık şirketlerin piyasa değerine baktığımız zaman, GSMH'nın %40'ı civarında. Başka ülkelere baktığımız zaman Güney Afrika %180, Kore %105, Brezilya %90. Demek ki o konuda da daha Türkiye'nin gidecek yolu var. Bu 279 şirketin ilk 100'üne baktığımız zaman; piyasa değerlerini toplam İMKB piyasa değerine böldüğümüzde, %80'i İMKB 100 şirketlerinden oluşuyor. Demek ki geri kalan 179 şirket son derece küçük ölçekli şirketler, yani bizim küçük ölçekli şirketlerimizin gelmesi gerektiği gibi büyük şirketlerimizin de gelmesi gerekiyor İMKB'ye. Peki o halde neden yoklar? Biz bu tür tartışmalarla, bu nedenleri de ortaya koymaya çalışacağız.

Bildiğiniz gibi halka arz seferberliği kampanyasında; TSPAKB, SPK, İMKB, İSO, TOBB bir araya geldik tanıtımlar yaptık. Hep bu farkındalığı artırmaya yönelik çalışmalarımız var. Şimdi, ben oturumu yöneten olarak çok daha fazla sözü uzatmak istemiyorum. Çünkü, bütün değerli katılımcılar bu konulara değineceklerdir. Hakikaten çok değerli konuşmacılar, bugün bu toplantıda Güler Hoca'nın ricaları üzerine bir araya gelmiş durumda. Değerli derken, kendimi kastetmiyorum, diğer 6 konuşmacıyı kastederek söylüyorum. Bütün konuşmacıları konuşmalarını yapmadan önce sizlere tanıtacağım. Ancak göreceksiniz ki, gerçekten sermaye piyasasına neredeyse başlangıcından bu yana emek veren, bugün bu piyasanın buralara gelmesinde katkıları olan, işte taş taş üstüne koyan arkadaşlar. Onların deneyimlerini, bilgilerini hep beraber dinleyeceğiz. Şu şekilde olacak konuşmamız. Bir halka arz sürecinin sanki iş akışı gibi, kronolojik sırası gibi, önce şirket nasıl seçilir, şirket seçimi ve daha sonra fiyatlama, bunun tanımı, yurt dışı, yurt içi road showlar, denetim ayağı, kurumsal yatırımcıların nasıl baktığı bir halka arza ve başarılı bir halka arz için gerekli faktörler. Daha sonra ikinci bir tur daha yapacağız, bu süreçleri nasıl daha çok etkinleştirebileceğimizi tartışacağız. Şimdi bu yaklaşım tarzıyla ilk olarak Berra Hanım'a, Dr. Berra KILIÇ'a sözü vereceğim. Ancak biraz kendisini tanıtmak istiyorum, izninizle. Berra Hanım, benim çok eski dostum meslektaşım, Sermaye Piyasası Kurulu'nda beraber çalıştık. Benden kıdemlidir kendisi, her ne kadar benden daha genç ise de ve öyle görünüyorsa da benim üstadımdır. Berra Hanım, Marmara Üniversitesini

bitirdikten sonra, yüksek lisansını ve doktorasını Ankara Üniversitesinde yaptı. Sermaye Piyasası kurulunun ilk öncü çalışanlarından biri, çeşitli aracı kuruluşlarda görevler yaptı. Şu anda da Turkish Yatırım Genel Müdürü, aynı zamanda İMKB'nin Yönetim Kurulu Üyesi, Takasbank'ın Denetim Kurulu Üyesi, TUSİAD Sermaye Piyasaları Çalışma Grubu Üyesi. Yani, bu CV o kadar uzun ki ona ayırdığımız konuşma süresi kadar okumam lazım. Ama hakikaten Berra Hanım sektöre çok emek vermiş bir meslektaşımız.

Kendisi bize, hedef yatırımcı ve şirket seçimi; halka arzın şirket seçimi ve yatırımcılara ilişkin boyutunu anlatacak.





**Dr. Berra KILIÇ**

Turkish Yatırım Genel Müdürü,  
İMKB Yönetim Kurulu Üyesi

**S**ayın Rektörüm, Sayın Dekanım, Sayın Öğretim Görevlileri, Değerli Konuklar katıldığınız ve bizleri dinleyeceğiniz için çok teşekkür ediyorum. Oturum başkanı değerli dostum Birlik Başkanımız Nevzat ÖZTANGUT Bey'e de veciz sözlerinden ötürü çok çok teşekkür ediyorum. Hakikaten Türk Sermaye Piyasaları, 2010 yılında çok önemli bir dönüşüm içerisinde. Prof. Dr. Güler ARAS, satır başlarını verdi. Fakat 2010 yılına damgasını vuran çok önemli noktalardan biri de bu halka arz seferberliği. Türkiye'nin uzun yıllardır ihmal edilmiş bir konusuydu. Sermaye piyasaları, yine Nevzat Bey'in ifade ettiği gibi, o tarafıyla çok ihmal edilmişti diyebilirim. Türkiye gibi çok büyük, dinamik, kuvvetli bir ekonomide sadece 280 şirketin borsada işlem görmesi, hani tek kelime ile 'ayıp' diye ifade ediyorum. O kadar az bir rakam ki bu, hiç şurada şu kadar şirket İMKB'de işlem görüyor, bu ülkede bu kadar demeye bile gerek yok. Tek bir kelime durumu açıklıyor; İran Borsasında bile Türkiye'den daha fazla sayıda şirket var. Hakikaten o kısım o kadar zayıf tarafımız. Şimdi bu sene özellikle bu halka arz seferberliği kapsamında bu resmin değişmesi için çok önemli bir farkındalık yaratıldı ve hemen birinci seneden itibaren de süreç meyvelerini vermeye başladı. Bu sene 16 tane halka arz yapıldı. Herhalde yılın sonuna kadar da sayı artmaya devam edecek, önümüzdeki senelerde de devam edecek. Fakat süreç yürürken yolda, gerçekten sorgulanması gereken noktalar da ortaya çıktı, biz kendi aramızda çeşitli platformlarda bunu konuşuyoruz. Bugün de bu sorgulanması gereken, tartışılması değerlendirilmesi gereken noktaların da ele alınacağı bilimsel bir panel olacak.

Ben, hedef yatırımcı ve şirketlerin seçimi konusunda konuşmak istiyorum ki konuyu da yine Güler Hocamız belirlemişti. Halka açılma için uygun

şirket, hedef şirket dediğimizde, bence işin başlangıç noktası, şirketlerin buna ihtiyaç duyuyor olması. Bu sadece bir fikir düzeyinde kaldığında sonuç doğurmuyor. Hani birçok şirket halka açılabilir miyiz, diye bugün yönetim kurullarında konuşuyor en azından o seviyeye kadar yükselttik ama gerçekten bir finansman ihtiyacı yoksa şirketin, halka açılma sadece yönetim kurullarında konuşulur düzeyde kalıyor. Demek ki öncelikle şirketin bir ihtiyacı olacak ve bu finansmanın özsermaye ile sağlanması tercih edilecek.

Diğer alternatif finansman kaynakları, halka arzların en büyük rakibi. Özellikle düşük faiz ortamında, özellikle halka açılma yeterliliğine sahip iyi şirketlere bankacılık sektörünün çok uygun kaynaklarla finansman temin ediyor olması biraz rekabeti doğuruyor. Ama yine halka açılma yoluyla sağlanacak en büyük fayda, bankacılık sisteminden sağlanacak kredilere göre hem maliyet hem süre. Özellikle yatırımların finansmanında, büyümenin finansmanında uzun vadeli olması halka açılma yoluyla finansmanı öne çıkarıyor. Yine şirketlerin daha güçlü bir mali yapıya ihtiyaç duymaları lazım, şüphesiz özsermaye ile finansman ve borçla finansman arasında da bu mali bünye, bu mali kuvvet arasında büyük bir fark var. Bir kaldıraç, kredi kullanımı her şirket için lazım, tümüyle özsermaye ile finansman da olmaz ama o dengenin de sağlıklı tutulması lazım. Eğer özkaynaklara oranla borç kaynaklar dengesiz derecede yüksekse bu, şirketin finansal sıhhatini tartışılır hale getirebilir. Son olarak şirketlerin ihtiyaçları noktasında, hissedarlara likidite sağlamak gibi bir ihtiyaç da var. Bir taraftan şirket sermaye artırımı yoluyla halka açılıp büyümesini finanse etmek isteyebilir, diğer taraftan eskiden beri kurup belli bir noktaya getirmiş hissedarlar, bir kısım hisselerini satıp nakde dönerek bununla farklı işlere girmek isteyebilirler. Dolayısıyla hissedarlara da bir çıkış, bir exit imkânı getiren bir şey. Dolayısıyla bu 4 ihtiyacın olması lazım ki bir şirket halka açılmaya karar versin. Ha ne kazanıyorlar bu sürecin sonunda? Tabii ki mali kazancı ön plana alıyoruz ama onun dışında şirketlerin kurumsallaşmasına çok büyük fayda sağlıyor, prestij getiriyor kesinlikle ve tanınırlık getiriyor. Böyle bir akademik çalışma var mı bilmiyorum ama olmasını çok isterim. Belki Hocam buna ön ayak olur. Ben şunu düşünmüşümdür hep, halka açık şirketler çok çok daha fazla tanınır hale geldikleri için, bu belki onların satış hasılatlarına bile yansıyor.

Halka açılmadan önceki büyümeleri ile diğer faktörlerden arındırarak mümkün mertebe, halka açıldıktan sonraki büyümelerini bir karşılaştırmak lazım. Çünkü, örnek vereyim Serve Kırtasiye, şu anda aklıma geldi planladığım bir şey değildi veya başka bir şirket şimdi hiç bilinmeyen çok

dar bir alanda marka değeri olan bir şirket halka açılmayla son derece de fazla kişi tarafından bilinebilir hale gelebiliyor. Latek lojistik, bir lojistik şirketi, belki lojistik ihtiyacı olan bir başka şirketin sırf bu nedenle bile ilgisini çekmiş olabilir ve iş almış olabilir, o yönüyle bile şirketlere büyük ölçüde faydası var. Halka açık şirketlerin kredibilitelerinde de önemli bir artış sağlanıyor. Sermaye piyasalarından yeniden finansman imkânı sağlayabiliyorlar. Yani halka arz, bir kerelik bir şey değil, halka açıldıktan sonra sermaye artırımları yoluyla ya da ikincil halka arzlar yoluyla sermaye piyasalarından ilave özkaynak temin etmek mümkün. Ve son olarak, bence nitelikli insan kaynağına erişim konusunda bile halka açık şirketler avantajlı. Hani bugün baktığınızda, bir taraftan tamam bir işsizlik var ama bir taraftan da çok nitelikli bir işgücü var ve bu işgücü de nitelikli şirketlerde çalışmak istiyor. Borsada işlem gören şirketler, kimlik açısından, prestij, kurumsal yapı açısından işte bu nitelikli insan gücünün de daha fazla tercih ettiği noktalar oluyorlar. Şimdi hedef şirketleri aşağı yukarı bu ihtiyaç ve kazanım açısından değerlendirdikten sonra ikinci çok önemli nokta, bu şirketlerin, bu süreçteki kararlılığı. Kararlılığın altında neler var? Bir kere bu işe hakikaten halka açılmaya karar vermiş olmaları lazım. Bunu yönetim kurulunda büyük bir konsensus ile sağlamış olmaları lazım. Çünkü sonrasında birçok yükümlülük altına da girecekler. Biz, iyi bir hedef şirketin uzun vadeli bir bakış açısına sahip olmasını isteriz. Bunu ben listenin başına yerleştirdim.

Bu uzun vadeli bakış açısı, hem kendi işine uzun vadeli bakış açısı, bu şirketin yeni ortakları oluyor, çok uzun süre bunlarla beraber büyüyecek, hem de sermaye piyasalarına uzun vadeli bir bakış açısı olmasını isteriz, bunu konuşmalar sırasında da anlarız. Yani ben bir kerelik kısa sürede halka açayım, bir miktar parayı elde edeyim, sonra ortalıktan çekileyim tarzındaki şirketler iyi hedef şirketler olmuyor. İkincisi, yatırımcılara, yatırımcıların beklentilerini karşılayacak kadar performans yaratabilecek şirketler bizim için hedeftir. Ne demek bu? Önümüzdeki yıllarda, bu şirketlerin kârlılıklarını sürdürebilecek olmaları ve büyümelerini sürdürebilecek olmaları, hedef şirket noktasına sokuyor onları çünkü yine hisse senedi yatırımcısının neredeyse tek beklentisi bu. Azınlık ortak oluyorlar, yönetim kurullarına katılmıyorlar, ne bekliyorlar, şirket kâr etsin, bana temettü dağıtsın. Dolayısıyla, bizim de en önemli hedef şirketimiz bu iki beklentiyi karşılayabilen olacak. Bir temettü ödeme politikası olması lazım bir an önce, ifade ettiğim gibi kurumsal yönetime ayrılacak kaynak ve zaman olup olmadığına bakıyoruz bu şirketlerde. Kurumsal yönetim giderek sermaye piyasalarında yükselen değer, yatırımcı açısından da önemli bir beklenti. Yine biz bir hedef şirket midir, doğru şirket midir derken,

yönetimin bu konuya yaklaşımını da dikkate alıyoruz. Ayrıca yatırımcı ilişkilerine ayrılacak kaynak ve zaman da çok önemli. Halka arzdan sonra bu konuyla ilgili profesyoneller ve yöneticiler yatırımcı ilişkilerini doğru ve sıhhatli yapılandırılırsa uzun vadeli bakış açısına uyuyor.

Şeffaflık konusunda da bir kararlılık olup olmadığına bakıyoruz. İyice bu hedef şirketlere, eğer halka açılırsanız şu şu şu konularda kamuya açıklama yükümlülüğünüz olacak, buna hazır mısınız, noktasında iyice emin olmalarını sağlamaya çalışıyoruz. Çünkü halka açıldıktan sonra şirketler, kamuyu aydınlatma platformuna, bazı operasyonel bilgilerini ki bunun mevzuatı vardır, neleri açıklayacak, neleri açıklamayacak; diyelim önemli bir şirket birleşme sürecini yaşıyor gibi bu tür operasyonel bilgilerini kamuya paylaşacak. Finansal bilgilerini kamuya açıklayacak, her üç ayda bir bilançolarını kamuya açıklayacak ve mali tablolarını da sürekli bağımsız denetimden geçirecek. Dolayısıyla bir hedef şirketin bütün bunlara bir arada sahip olmasını bekliyoruz. Hedef şirket tarafından sonra yatırımcıların ihtiyaçları nelerdir? Çok genel perspektiften onlara da bakayım. Yatırımcılar için halka açılan şirketin büyüyen bir sektörde olması çok önemli, yani hangi sektörün içinde? Çünkü hisse senedi yatırımı uzun vadeli bir yatırım. Dolayısıyla içinde bulunulan sektörün büyüyen bir sektör olması, cazip bir sektör olması çok önemli. Sonra, şirkete dönüp baktığımızda şirketin kanıtlanmış bir geçmiş performansı olmasını arar yatırımcı ve biz de. Geçmişte de, başarılı bir şekilde yönetilmiş, başarılı bir şekilde mali performans göstermiş olması en ideali. Geçmiş böyle olacak ama geleceğe dönük olarak da tanımlanmış bir büyüme potansiyeli içermesi lazım bu şirketin, gayet somut, hedefleri nedir önümüzdeki 5 yıl için, iş planı nedir? Yol haritası nedir? Ve özellikle de rekabet avantajı olan ürün ve hizmetler üretmekte midir? Bir yatırımcı muhakkak bunları alımdan önce dikkate alacaktır. Yatırımcıların bir diğer unsuru, yatırımcılarla ilgili bahsedilmesi gereken, piyasaların o günkü durumu ve alım iştahı olup olmaması ve son olarak da yatırımcı bir halka arzda hisse senedi alırken borsada işlem gören benzer şirketlere göre daha iskontolu bir hisse fiyatı ister. Buna zannediyorum fiyatlama ile ilgili konuşan arkadaşlarımız girecektir. Ben daha fazla detaylandırmayayım.

Şimdi, ülkemizde yatırımcı profili nedir diye bakarsak, Türkiye’de belki de halka arz seferberliğinin zayıf noktalarından birisi bu yatırımcı profili. O konuda da bir seferberliğe ihtiyaç var, sanırım akabinde de bu izleyecek. Türkiye’de şu anda 1.025.175 adet hisse senedi yatırımcısı var. Fakat ne yazık ki, birinci satıra bakarsanız göreceksiniz, bunların yarısı yani 487.000 adeti, son sütuna bakabiliriz, toplam sütununa bakabiliriz, portföy

değeri 100 liraya kadar olanlar, demek ki kapalı hesaplar bir yerde, aktif olmayan hesaplar, sonra 131.000 tane 1.000 liraya kadar portföyü olan yatırımcı var. Yine bir 130.000 kusur 5.000 liraya kadar olanlar var. Ne yazık ki bunlar halka arz açısından çok hedef yatırımcı ölçeklerine, takdir edersiniz ki, girmiyorlar. Peki kimler giriyor? Şu anda Türkiye’de hisse senedi portföyünün %91’i 5.000 yatırımcının elinde. Bu hakikaten biraz iç karartıcı bir manzara, ama ben hep iflah olmaz bir iyimser olarak, buna hani bardağın dolacak daha tarafı var diye bakmaya çalışıyorum ama muhakkak alınacak önlemlerle beraber. Şimdi bu 5.000 yatırımcı aynı zamanda nitelikli yatırımcı. Nedir nitelikli yatırımcı 1.000.000 ve üstünde yatırımcı ve kurumsal yatırımcıları biz böyle tanımlıyoruz. Bu toplam nitelikli yatırımcıların %56’sı yerli yatırımcı ama portföy tutarları %26, yani Türkiye’deki bu 5.000 kişinin önemli bir kısmı, yani Türk hisse senetlerinin önemli bir kısmı yaklaşık %70’i, yabancı yatırımcıların elinde bulunuyor. Yabancı yatırımcılar toplam portföy büyüklüğünün %68’ine sahip. Sonuç olarak baktığımızda, potansiyel yerli halka arz yatırımcısı olarak düşünülebilecek 10.000 liranın üzerinde overall’u bulunan 200.000 yatırımcı var, yani bu çok az bir sayı, bu sayının da hızla artması lazım. Burada biraz tabii yumurta tavuk ilişkisi var. Tabii ki her halka arz yeni yatırımcıyı da beraberinde getiriyor ama uygulamalarımızdan biliyoruz ki bu daha sınırlı. Daha çok mevcut yatırımcılar halka arzlara talep gösteriyorlar, demek ki bu 200.000 sayısının gelişmesi çok önemli bir ihtiyaç.

**Nevzat Öztangut:** Berra Hanım, toparlayalım.

**Berra Kılıç:** Toparlıyorum zaten. Son iki yılda yatırımcı sayısı 38.000 adet artmış, hani bunun da çok düşük bir rakam olduğunu kabul etmek lazım. Bu yatırımcı profili halka arzlara etkide bulunuyor, halka arz sonuçlarına. 12 tane halka arz olduğu, bu slaytlar zaten burada olacak, arzu ederseniz bunları inceleyebilirsiniz, vakit kısıtından ötürü ben bunlara giremiyorum. Şubat 2010’dan Ekim 2010’a kadar, en büyüğü 662.000.000 liralık bir halka arzı bu sene yapılanın, Koza Altın, en yüksek hasılat bu sene orada toplandı. En düşük de İdealist G.Y.O. 2.963.000 lira. Yani Türk piyasası, Nevzat Bey’in de ifade ettiği gibi bir taraftan çok büyük halka arzlara, bir taraftan da çok küçük halka arzlara olanak sağlayan bir yapıya sahip. Son olarak, bunu söyleyip bu turu bitireyim. Bu yatırımcı profilinin ne gibi etkileri oluyor? Küçük halka arzlar için, yani 20.000.000 liradan küçük halka arzlar için, borsada satış yönteminin genellikle tercih edildiğini görüyoruz, bunun üstündeki halka arzlar için 20-50 milyon TL arası yurt içi bir konsorsiyum bu işi rahatlıkla hallediyor, onun da üstü için yurt dışına satış da yapmak lazım. Fakat son zamanlarda yurt dışı alım iştahının çok yüksek olmadığını

görüyoruz. Çeşitli sebeplerle, her bir case de daha farklı olabiliyor ama ben bu 2010 halka arzlarından çeşitli örnekler koydum, istenenin tam olarak elde edilemediği işleri görebilmek açısından. En sonuncusunu söyleyeyim sadece, mesela Torunlar G.Y.O. geçen hafta halka açıldı, reklamları taze, belki aklınızdadır. Burada yurt içinde; İş yatırım, yurt dışında JP Morgan, hani dev bir uluslararası yatırım bankasıdır. Onun liderliğinde bir konsorsiyum satış yaptı ve planlanan tahsisat %20 yurt içinde, %80 yurt dışında satılmasını gerektirmekle beraber, gerçekleşmede %95'i yerli yatırımcı, %5'i yabancı yatırımcı tarafından satın alındı. Bu böyle sene çok ilginç case'ler yaşadık, tam olarak tamamlanamayan, küçük miktarlarda gerçekleşen halka arzlar oldu. Herhalde böyle case'leri önümüzdeki dönemlerde işler oldukça yaşamaya devam edeceğiz. Ben birinci tur için burada bitiriyorum. Teşekkür ederim.

**Nezat ÖZTANGUT:** Çok teşekkür ederim. Evet, Berra Hanım bize iyi bir hedef şirket nedir, nasıl olmalıdır ve buna karşılık yatırımcı tarafındaki sorunlardan da biraz bahsetti. Şimdi, böyle bir halka açılma vizyonu olan, temettü vaat eden, şeffaflığı artık kendisine ilke edinmiş bir şirketi bulup, seçip, halka arza hazırlama sürecinde neler yapıyoruz ve özellikle de fiyatlamalar nasıl yapılıyor, bu konuyu Mete GORBON Bey'den rica edeceğiz. Ama onu söze davet etmeden kendisi hakkında bilgi vereyim. Mete Bey, İş Yatırım Genel Müdür Yardımcısı, Boğaziçi Üniversitesi Bilgisayar Mühendisliği Bölümünden mezun olduktan sonra, Cornell Üniversitesi'nde MBA yapmış. Gayrimenkul, teknoloji, medya, telekomünikasyon sektörlerinden sorumlu olarak İş Yatırım'da çalışıyor. Birçok birleşme ve devralma süreçlerinde çalışmış. Akfen, Credit, Merinos, Coca Cola, Türk Telekom özelleştirilmesi gibi birçok işte çalışmış çok tecrübeli bir meslektaşımız. Buyrun Mete Bey, söz sizin. Mete Bey, ikinci tura da zaman ayırmak için sizden en çok 10-12 dakikalık bir konuşma rica ediyorum.



**Mete GORBON**

İş Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü

**T**eşekkür ederim Nevzat Bey. Sayın Rektör, Sayın Dekan, Değerli Öğretim Üyeleri ve katılımcılar, hepiniz hoş geldiniz.

Halka arzlarda fiyatlama süreci nasıl oluyor diye sorduğumuzda, öncelikle bir genel algının üzerinden geçmek istiyorum. Özellikle patronlarda diyelim, hissedarlarda, şirketlerinin hisselerini ihraç etmek isteyenlerde olmak üzere ama genel kamuda genellikle şudur; halka arz için şirket aracı kuruma gider veya iki kurum bir şekilde bir araya gelir, halka arz için uygun olma kriterlerini Berra hanım anlattı zaten, uygun kriterler eğer şirkette görülürse aracı kurum, şirketi değerler ve o noktada aracı kurumla hissedarlar pazarlığını yapar, el sıkışırlar, pazarlamaya çıkar aracı kurum ve hisseleri satar.

Fiyatlama süreci tam olarak böyle yürümüyor. Bir; fiyatlama sürecinde nihai kararı verecek olan aracı kurum kesinlikle değildir. Çünkü sonuçta mali satan kişi belirler. İki; sadece aracı kurumun yaptığı fiyatlamayla satışa çıkılmaz. Hisse senedine yatırım yapacak olan tarafın da bir geri beslemesi burada söz konusudur. Sonuçta siz fiyatı istediğiniz düzeyde belirleyin, yatırımcı eğer o fiyatı beğenmezse sizin satış yapma gibi bir şansınız bulunmuyor. Zaten burada bazı kriterlerden Berra Hanım da bahsetmişti. Süreç nasıl yürüyor diye sorduğumuzda burada herşeyden önce iki kavramı ayırt etmek lazım. Değer ve fiyat kavramı. Değer bir tarafın o maldan elde edeceği faydanın ifadesidir. Değerleme çalışmasına baktığımızda, bir bağımsız kuruluşa gidip makul değer nedir diye sorduğunuzda, o firmanın yaptığı değerlendirme çalışması piyasaya çıkıldığında hangi fiyatın gerçekleşeceğine yönelik bir çalışma olacaktır. Ama o fiyatın patron için

gerçek değeri ifade edip etmediği tartışmalı olabilir. Dolayısıyla, peki fiyat nedir? Diye sordüğümüzde, alıcıyla satıcının işlem yapmaya razı olduğu değerdir, diyebiliriz. Sonuç itibarıyla sizin için 10 liralık değer biçtiğiniz bir şeyi siz 10 liranın altında satmak istemezsiniz. Karşı taraf da 10 liralık değer biçtiği bir şeyi 11 liradan almak istemez. Esasen her iki taraf da 10 lira değer biçmiş ise kimse işlem dahi yapmak istemez, transaction olmaz. Çünkü 10 liraya alan bir kişi onun değerleneceği düşüncesiyle onu alır, 10 liraya satan bir kimse de o tarih itibarıyla o şeyden elde edeceği kazancın bu olacağını düşündüğü için satmıştır. Dolayısıyla bu iki kavramı ayırmakta fayda var. Çünkü genellikle karşılaştığımız durum, bir değerlendirme raporuyla gelip işte bakın beni bir kuruluş böyle değerledi, ben bununla piyasaya çıkacağım durumudur. Ama sattığınız şey şirketiniz değildir, halka arzlarda. Şirketinizin azınlık payı, Berra hanımın da bahsettiği gibi, orada bir yönetim hakkı olmayacak. Belli bir çoğunluk toplarsa belirli yaptırımları olabilir ancak böylesine bir yönetim hakkı olmayacak. Dolayısıyla performansla bakacak.

İkinci nokta yatırımcı, şirketinizi sizin gibi bilmiyor. Şirketinizin yatırım planlarını, geçmiş performanslarını bilmiyor. Geçmiş rakamları kitap şeklinde basıp böyle ansiklopedi gibi önüne koydunuz, ama bunları bilmiyor. Dolayısıyla süreç tam olarak nasıl yürüyor? Şirket aracı kuruma başvurduğu noktada ve şirket bu kurumun halka arz edilebilir olduğunu düşündüğü noktada yapılan bir değerlendirme çalışması var mı? Var. Ama bu ne amaçla yapılıyor? O noktada aracı kurum yatırımcıların bakış açısıyla, olası değer hangi aralıktadır onu belirliyor. O aralık eğer ihraçcının işine geliyorsa, yani onun kafasındaki değer aralığıyla örtüşüyorsa ve çıkarıyla örtüşüyorsa diyelim, o noktada arza karar veriyorsunuz. İşte bir yandan yasal süreçleri başlatıyorsunuz. Bir yandan da aracı kurum, sonraki konuşmacı bunların detaylarına girecek ama bir ön pazarlama çalışması yapıyor. O ön pazarlama çalışmasından, kendi güvendiği sınırlı kurumsal yatırımcılarla, o noktada hani aleni bir şey yapmanız pek uygun değil, buradan kendi değer aralığını biraz daha daraltıyor. Yani yatırımcılardan gerçekten böyle bir şirketten beklentileri nedir? öğrenmiş oluyor. Onunla halka arz çıkılıyor. Halka arzda da bir fiyat aralığından talep toplanıyor. Genelde sabit de çıkabilirsiniz. Ufak bir şirketse ve yatırımcılardan bu fiyatın şirket için uygun olduğunun sinyallerini aldıysanız sabit bir fiyatla çıkabilirsiniz. Ama büyük arzlar için konuşuyorum; o fiyat aralığından çeşitli kurumlarla road show yapıyorsunuz. Alınan farklı fiyat düzeylerindeki farklı talep düzeylerine göre hem talebi, arzı karşılayan hem ikincil piyasa için iyi olacağını düşündüğünüz bir fiyat üzerinde aracı kurumla mutabık kalmaya çalışıyor, şirket ortağı. Ama günün sonunda şirket ortağı kendi beğendiği işini göreceğini düşündüğü bir fiyatta arzı tamamlıyor. Buradaki kritik



nokta yatırımcıların, o fiyat aralığından farklı fiyatlardan farklı taleplerde bulunabiliyor olması. Dolayısıyla yatırımcının da o noktada bir söz hakkı var. İstemediği bir fiyattan aldırma ihtimaliniz, kurumsal bir yatırımcıdan bahsediyorum, yok.

Biraz detaya girersek; yani ağırlıklı olarak adımlar nedir? Buradaki kritik nokta daha önce de söyledim, yatırımcı sizi tanımıyor. Tamam, çıktınız, çok güzelsiniz, adın var, sanın var ama içinizi bilmiyor, vizyonunuzu bilmiyor. Dolayısıyla bir analiz sunumu yaparak, bu yatırımcıların genellikle güvenerek okuduğu kişiler kim? Aracı kurumların araştırma uzmanları. Bu araştırma uzmanlarına bir sunum yapıyorsunuz. Onlar araştırma raporları hazırlıyor ve yatırımcılara dağıtıyor. O yatırımcılara araştırma raporunu dağıttığınız noktada siz, ön pazarlama faaliyetinde bulunarak, ne düşünüyorsunuz, bu araştırma raporunu aldınız, ilgilenir misiniz, ilgilenmez misiniz ve hangi fiyatlarda ilgilenirsiniz tarzı bir geri besleme almaya çalışıyorsunuz. Ona göre bir arz talep fiyatı belirlemeye çalışıyorsunuz. Ön pazarlama faaliyetlerinden anlamamız gerekenler bunlar. O noktada road show'larda halka arz fiyatında ihraççı ile mutabık kaldığınız noktada road show'da talep toplamaya başlıyorsunuz. Yurt içinde, yurt dışında bahsettiğim mekanizma çalışıyor. Günün sonunda talep toplama bittiğinde, o talep toplama sonuçlarına göre işte iki kriter; aracı kurumun ana kriteri ikincil piyasasını yapmak, ihraççının ana kriteri gelirini maksimize etmek, ikisini bir yerde buluşturmaya çalışıp fiyatlamayı gerçekleştiriyorsunuz.

Şimdi burada kullanılan yöntemler var. Şirket değerlendirme genel olarak "indirgenmiş nakit analizi", finans okuyan herkesin ilk öğrendiği şeylerden birisi, "çarpan analizi" ve "spesifik sektör analizleri". Yatırımcılar neye bakacak? Birçok yatırımcının DCF, "indirgenmiş nakit analizi" yapmaya vakti yok. Siz halka arz için road show'a gidiyorsunuz ama o yatırımcı o haftada belki üç tane böyle arzla ilgileniyor. Dolayısıyla araştırma raporlarında yazılan indirgenmiş nakit analizinden bir fikir elde etmeye çalışıyor. İkinci olarak sektöre bakıyor. Benzer nitelikte başka hangi hisse var, bunlara bakıyor. Onun performansı ve onun çarpanlarıyla karşılaştırıp kendince uygun bir çarpan belirleyerek, o çarpandan da bir halka arz iskontosu istiyor. Sana para yatıracaksam seni tanımıyorum, ama o şirket yıllardır borsada, onu tanıyorum, niye seni alayım, bana biraz halka arz iskontosu ver diyor. Ona göre size bir fiyat geri beslemesiyle geri dönüyor. Sonuçta yatırımcının bakış açısı da böyle.

Burada şirketin katkısı nedir? Zaten pazarlama faaliyetlerinde daha detaya girilecektir. Şirketin kurumsallığı, dokümantasyonun anlaşılabilirliği,

sizin bu road show'larda kendinizi izah edebilme kriterleriniz, burada fiyata olumlu katkıda bulunur. Çünkü siz kendinizi kendi vizyonunuza dair daha iyi tanıtabilirsiniz. Aracı kurumun katkıları nedir? Bu süreçte sizi iyi yönetebilmek, beklentilerinizi realistik seviyelerde tutmak ve sizi bu road show'lar için hazırlamaktır.

Çok teşekkür ediyorum. Vakit de kaldı ümit ediyorum.

**Nezat ÖZTANGUT:** Vakti gayet etkin kullanarak zamanında bitirdiğiniz için ayrıca teşekkür ediyorum. Evet, şimdi fiyatlama sürecini ve etkenleri dinledikten sonra artık şirketi satma zamanı geldi. Yollara düşme, road show yapma zamanı geldi. İşin bu tarafını da Zafer Bey'den rica edeceğim. Güler Hoca'nın da söylediği gibi Zafer Bey'in aramızda olabilmesinin sebebi bebeğin erken gelmesi. Dolayısıyla bebeğin erken gelmesine de teşekkür ediyoruz. Zafer Bey Finans Yatırım'ın Genel Müdürü, CEO'su. İstanbul Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nü bitirdikten sonra Koç Üniversitesi'nde MBA yapmış. Çeşitli aracı kurum ve portföy yönetim şirketlerinde çalıştıktan sonra son olarak Finans Yatırımın Genel Müdürlüğünü sürdürüyor. Söz sizin.



**Zafer ONAT**  
Finansinvest Genel Müdürü

**J**ack ve John Amerika'da çok başarılı iki pazarlamacılar ve bir ayakkabı şirketinde çalışıyorlar. Bir gün patronları bunları çağırıyor ve diyor ki; "Artık bizim global olma zamanımız geldi. Biz Amerika'da çok iyi bir şirketiz ancak dünyanın çeşitli bölgelerinde de bunu görmemiz lazım. Birçok arkadaşınızı çeşitli kıtalara gönderdim. Sizi de Afrika'ya gönderiyorum. Orta Afrika'da bir bölgeye gideceksiniz. Orada nasıl iş yapabiliriz, bana yorum göndereceksiniz." Uçağa biniyor Jack ve John, gidiyorlar. Bir kaç gün kalıyorlar. Patron arıyor. Önce Jack'i arıyor, diyor ki "Jack nedir durum?", Jack diyor ki; " Vallahi patron, bizim burada iş yapma şansımız yok, çünkü herkes çıplak ayak. Kimsenin ayakkabı filan giydiği yok." Peki diyor patron. Sonra John'u arıyor. John diyor, nedir orada durum? John cevap veriyor, "patron bizim buraya girmemiz lazım, çünkü hiç kimsede ayakkabı yok burada, acayip bir pazar bizim için."

Herşey bir hikâyeyle başlıyor. Ben de böyle bir hikâyeyle başlamak istedim. Halka arz da esasen bir hikâyeyle başlıyor. Bu hikâyenin başarısı halka arzın da başarısını garantileyen bir unsur.

Bu ilk üç slaytı geçiyorum. Çünkü bunları Berra Hanım söyledi.

Halka arzda aracı kurumların çok spesifik bir konumları var. Bir ara birim gibi. Var olan tüm süreçleri koordine eden bir kurum. Temel olarak iki süreçte koordine yapıyor. Birincisi yasal ve finansal süreç. SPK, İMKB, mali denetçiler ve hukuk danışmanlarıyla şirket arasında bir koordinasyon. İkincisi, ki benim size anlatacağım konu, halkla ilişkiler ve reklam, yurt içi

konsorsiyum, yurt içi yatırımcılar ve yabancı yatırımcıları içeren pazarlama süreci koordinasyonu.

Pazarlama süreci koordinasyonunda ana amaç, şirketi en iyi şekilde halka ve yatırımcılara tanıtmak. Bu nedendir ki çok ciddi bir şekilde tanıtım ve pazarlama faaliyetine başlamadan önce yerine getirilmesi gereken, hazırlanması gereken tebliğler dahilinde yapılması gereken dökümanlar var. Yurt dışı kurumsal yatırımcılar için ayrı bir set, yurt içi bireysel ve kurumsal yatırımcılar için ayrı bir set döküman hazırlanması gerekiyor. Yurt dışında prospektüs ki bizdeki izahname ve sirkülere çok yakın bir anlamı vardır, fakat birebir aynısı değildir. Analiz sunumu; yine yurt içi ve yurt dışı için. Yurt dışı için analist raporu. Sonra da road show sunumu hazırlanıyor. Yurt içinde de yurt içi road show sunumu ve reklam ve halkla ilişkiler kampanyası hazırlanıyor. Burada dikkatimizi çeken bir nokta, analist raporuyla analist sunumu arasındaki farktır. Analist sunumu, diğer analistlerin şirket hakkında belirgin bir fikir verebilmeleri ve bu konuda bir rapor yazabilmeleri için hazırlanmalarına yarayan, şirketi tanıtan genel bilgi dokümantasyonudur diyebiliriz. Bu sunumu hazırlayan bizim şirketteki Kurumsal Finansman yöneticisi arkadaşlar. Bu slaytın ismine "Halka arz fiyatının belirlenmesinde yabancı yatırımcıların rolü" diye bir başlık koymuşlar fakat ben bu slayta "parayı veren düdüğü çalar" slaytı diyorum. Türkiye'de sermaye piyasalarının yapısı gereği yabancı yatırımcı eşittir kurumsal yatırımcıdır. Çünkü Türkiye'deki kurumsal yatırımcı tabanı ciddi anlamda gelişme sağlayamamış durumda. O nedenle yurt içi yatırımcı dediğimiz zaman esasında temel anlamda bireysel yatırımcıyı ifade ediyoruz. Yurt dışı yatırımcı dediğimiz zaman da temel anlamda, kurumsal yatırımcıyı ifade ediyoruz.

Kurumsal yatırımcılar biraz önce Mete Beyin de dediği gibi ciddi şekilde bir pazarlık gücüne sahipler. Esasında fiyatı ne şirket sahipleri ne aracı kurumlar belirliyor, parayı veren yurt dışı kurumsal yatırımcılar belirliyor. Onun da nedeni şu; Türkiye'de toplam hisse senedi sahiplerinin %70'e yakını yabancı yatırımcıların elinde. Bir hatırlatma yapmak gerekirse örneğin yabancı yatırımcıların İMKB'deki hacim payı %15 civarındadır, ama hisse senedi sahipliği Ekim'in sonunda %70'ler seviyesine yaklaşmıştır. Tarihsel olarak da en çok %72 düzeyine kadar yükselmiştir. Böyle bir mutlak hakimiyet, tabiki de yabancı yatırımcıların çok ciddi bir şekilde pazarlık gücüne sahip olmasına yol açıyor. Tüm halka arz sürecini bir maraton gibi düşünürsek son beşyüz metre bu yurt dışı pazarlama süreci, yani road show'lar diyebiliriz.

Bir hikayeyle başlamıştık. İlk unsur, yatırımcılara çıkmadan önce iyi bir hikâyenin yaratılması. Bu şirketle ilgili, sektördeki büyüme potansiyeli, şirketin göreceli olarak bu sektördeki büyüme potansiyeli, ülkenin makro ekonomik durumu, şirketin zarardan kâra geçiyor olması veya çok iyi bir yönetim kadrosunun olması üstüne yaratılabilecek hikâyeler bir şirketi yatırımcılar açısından cazip kılar. Şirket halka arzının metodolojisi burada dizayn edilir. Burada da şöyle özellikler var; örneğin bu bir ortak satışı mı olacaktır, ki bu yatırımcılar tarafından çok tercih edilmez. Çünkü ortak, satıp gidiyordur. Genellikle de kısıtlanmış sermaye artırımıyla şirkete para girmesini sağlayan ve o giren parayla yeni yatırımların önünü açan halka arzlar, yatırımcılar tarafından daha cazip bulunur. Buna karar verilmesi gerekir. Daha sonra da, tabii biraz yönlendirici olmakla beraber araştırma raporlarının hazırlanması konusu ve bu yaratılan hikâyenin yatırımcılara ulaştırılması söz konusu olur. Sonra tahminen halka arzdan bir üç hafta kadar önce yine Mete beyin söz ettiği ön pazarlama yöntemi içerisine giriyoruz. Burada analistler, kurumsal yatırımcı gruplarını birebir veya toplu görüşmelerle bilgilendirirler. Ulaşamadıkları yerlere telekonferanslarla bilgilendirmeler yapılır ve geri bildirimler alınır. Böylelikle, özellikle yatırımcıların bu şirket hakkındaki olumlu görüşleri, olumsuz görüşleri alınır, not edilir ve road show öncesinde bu bilgiler şirket yöneticileriyle paylaşılır ve şirket yöneticileri bu tür sorulara karşı bir nevi hazırlanır. Sonra en önemli nokta başlar ki bu artık son yüz metre gibi düşünebileceğiniz bir yerdir. Çok yoğun bir tempoyla beraber road show başlar. Road show'da da şirketin yöneticileri, üst düzey kadrosu ve aracı kurumun analistleri ve yönetici kadrosu toplu bir şekilde yatırımcıları ziyaret etmeye başlarlar. Bunlar kahvaltı toplantıları olabilir, işte kokteyller olabilir, öğlen yemekleri olabilir, birebir toplantılar olabilir. Burada şirketin üst yönetiminin performansı çok çok önemlidir. Yani o açıdan esasında satışın geneli ve fiyatın belirlenmesinde en ana faktör, şirket üst yönetiminin ikna kabiliyeti ve yatırımcıları etkileyebilme becerisi diyebiliriz. Bütün bunların sonucunda zaten üç aşağı beş yukarı fiyat hissine ulaşılır. Ve o fiyat aralığıyla beraber de halka arz başlar.

Genelde Türkiye'deki bu tür road show'lar, Avrupa ve Amerika kıtası ağırlıklı gerçekleştiriliyor. Yatırımcıların zaten çoğu bildiğiniz gibi Amerika ve İngiltere'de konuşlanmış durumdadır. Fakat son dönem içerisinde Türkiye'ye artan ilgiyle beraber İskandinav ülkeleri, Orta Avrupa ve bir miktar da Güney Avrupa'daki ülkelere de road show'lar yapılmaya başlandı. Son üç, dört yıldır da Körfez ülkelerindeki para birikiminden dolayı, Körfez ülkeleri de bu tarz bir road show'da durak noktalarından bir tanesi oluyor. Dikkatinizi çekecek bir şey vardır, mesela hiç Asya ülkesi yok burada.

Önümüzdeki dönem içerisinde büyük ihtimalle para birikiminin yaşandığı Singapur, Çin, Asya gibi yerlerde de daha yoğun road show'lar yapılacaktır diye düşünüyoruz.

Yurt içi pazarlama süreci biraz daha farklı. Siz örneğin birer vatandaş olarak yurt içindeki bir şirketin halka arz süreci içerisinde olup olmadığını anlayabilirsiniz. Çünkü alışkın olmadığınız bir dönemde, örneğin hiç reklam verme alışkanlığı olmayan bir kurum birden bakarsınız bir sayfa reklamla ortaya çıkmış. İşte biz şu kadar yıldır Türkiye'deyiz, şunu yapıyoruz, bunu yapıyoruz diye. Bu bir imaj çalışmasıdır. Normalde de bir halka arzın ön habercisidir, yatırımcı açısından. Ortada hiç bir bilgi yoktur, birden bire o şirketin adını görürsünüz gazetelerde veya televizyon reklamlarında. Bu süreç iki hafta kadar sürer. İki hafta kadar reklamcıların tavsiyesi dahilinde değişik mesajlarla şirkete olan ilgi oluşturulmaya çalışılır. Fakat yurt içindeki satış için başarının birinci önceliği, burada konsorsiyumu toplayabilmektir. Yani yurt içi satışı yapabilecek kurumları ikna edebilmektir. Onun için de önce bir analist toplantısı yapılır. Şirketin bir sunumu konsorsiyuma katılacak aracı kurumların analistlerine ön bilgi verilir ve onların kısa bir bilgi notuyla kurumları ikna etmeleri beklenir. Halka arz dönemi yaklaştıkça basın toplantısı, basın kokteylleri aracılığıyla ve en sonda bir halka arz kokteyli şeklinde bir genel teamül vardır. Bununla beraber halka arzın resmi olarak duyurusu yapılmış olur. Yurt içi yatırımcılar da bu halka arzda kendi rollerini alırlar. Yurt içinde çok road show yapma alışkanlığı yoktur ama çok çok büyük halka arzlarda büyük şehirlerde, özellikle İstanbul, Ankara, İzmir, çok çok büyük bir özelleştirme gibi bir şeyse Antalya, Bursa, Konya gibi şehirlerde de çeşitli road show'lar yapılabilir. Yurt içi yatırımcıyı çekmek için bu road show ve pazarlama döneminde yatırımcı teşvikleri uygulanır. Bunlar örneğin likiditesini bozmadan talepte bulunulmasını sağlayabilecek blokaj yöntemleridir. Sizin fonunuz vardır, bozmak istemiyorsunuzdur ama o fonun blokajı karşılığında talepte bulunabilirsiniz. Aynı şekilde bononuz vardır, yine o tarz bir yöntemle talepte bulunabilirsiniz. Bedel iadesinin talebe dönüşmesi yöntemi söz konusudur. Bu da diyelim ki istediğiniz kadar alamadınız, iade olacak fiyat farkından ötürü, o fiyat farkını da tekrar talebe dönüştürüp paranızın boşa kalmaması gibi özendirici uygulamalar da yapılmaktadır. Reklam ve halkla ilişkiler sürecinde, genellikle halka arzın büyüklüğüne göre bir bütçe ortaya çıkarılır. Çok büyük şirketler için tabii ki büyük bütçeler kullanılabilir. Bu zamanda bütün şirketi tanıtan tüm medya kanalları kullanılabilir. Televizyon reklamları, basın, internet üzerinden her türlü kampanya yoğun bir şekilde uygulanır. Küçükler çok daha mütevazı kalır ama zaten daha küçükler, aracı kurumların kendi satış kastlarıyla beraber satışı başarılabilecek kurumlardır.

Tüm halka arz kampanyası SPK onayından geçmekte. Bütün bu süreç çok ciddi bir şekilde regüle edilmiş durumda. Bütün attığınız adımlar, yaptığınız bilgilendirmeler SPK onayının ardından yapabildiğiniz şeylerdir. Bu standart bir halka arz zaman çizelgesi. Burada gördüğünüz şu dördüncü ayın son üç haftası bu road show dediğimiz yani o maratonun son beş yüz metresi gibi düşünebilirsiniz. Bundan sonra da zaten halka arz gerçekleşiyor. Onu da zannederseniz başka bir arkadaşımız anlatacak. Teşekkürler.

**Nezhat ÖZTANGUT:** Zafer Bey'e de çok teşekkür ediyorum. Hakikaten bu işin satış tarafı, road show tarafı, en yoğun yaşanan zamanlardır. Bir halka arzın da başarısını belirleyen en önemli faktörlerden bir tanesidir.

Şimdi halka arz edilecek kurum ve aracı kurum, bunlar masanın kısmen aynı tarafında olan kurumlar. Tabii aracı kurum aynı zamanda yatırımcı tarafından da düşünür ve ortada adaletli bir tarafı oynamaya çalışır. Ama hem yatırımcı için hem aracı kurum için dışarıdan bir gözün şirketin değerlerine, şirketin muhasebesine bakıyor ve bunlar hakkında bir fikir veriyor olması lazım. İşte bu, halka arzın bir nevi teminatlarından bir tanesidir. Dolayısıyla halka arzda denetçinin rolü çok önemlidir.

Bu konuyu bize Saim Bey anlatacak. Saim ÜSTÜNDAĞ da benim SPK meslektaşlarımdan. ODTÜ İktisat mezunu, Amerika'da Illinois Üniversitesi'nde muhasebe yüksek lisansı yaptı. Önce Arthur Andersen'de iş hayatına başlayıp ondan sonra SPK'da devam etti. Bu dönem içinde Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanı ve Başbakan Yardımcısı'na danışmanlık yaptı. 2005-2007 arasında da Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu'nun ilk Genel Sekreterliğini yaptı. Bir müddet sonra da SPK'dan ayrıldı ve şu anda da Deloitte audit şirketinin de partnerlerinden biri. TUSİAD'ın da Sermaye Piyasası Çalışma Grubu Üyesi. Yani size verdiğim bu çerçevede de gördüğümüz gibi özellikle sermaye piyasasıyla ilgili denetim tarafında çok emeği bulunan ve hâlâ mesleki hayatına o tarafta devam eden bir meslektaşım. Evet söz sizin, buyrun.



**Saim ÜSTÜNDAĞ**  
Deloitte Türkiye Denetim Ortağı

**T**eşekkürler üstat. Ben müsadenizle buradan konuşacağım.

Ben de öncelikle bu iş hayatının koşuşturması, yoğunluğu içinde böyle bir oturup düşünme, farklı tarafların bir araya gelerek konulara hep birlikte dışarıdan bakabilmesi fırsatını yaratması açısından, çok faydalı buluyorum bu organizasyonu. Onun için de emeği geçen herkese çok teşekkür ediyorum. Ayrıca Ankara’da üniversite okuyan birisi olarak burada bu katılımı sağlayan arkadaşlarımızın da kendilerini şanslı hissettiklerini hissedebiliyorum. Çünkü gerçekten piyasanın içinde yıllarını vermiş deneyimli insanlarla birlikte bunları tartışma fırsatı da eminim keyifli ve değerli bir varlık bizler için.

Benden önceki değerli konuşmacılar, hangi şirketlerin halka arzda cazip olduğunu, yatırımcıların tercih ve beklentilerinin neler olduğunu, fiyatlamada nelerin dikkate alındığını, talep oluşturma sürecini, bir halka arzın başarılı olabilmesi için inandırıcı bir halka arz hikâyesinin oluşturulması ihtiyacını anlattılar. Özünde halka arza baktığımızda; bir tarafta hisse senetlerini satmak isteyen ihraççı var. Yani şirketin sahibi var. Diğer tarafta da belirli enstrümanlara yatırım yapmak isteyen yatırımcı var. Böyle bir işlemde en önemli fark nedir diye baktığımızda şirket tarafı yani şirket sahibi şirketle ilgili her türlü gizli, açık, özel bilgiye sahip olan bir taraf. Yatırımcı tarafı ise sadece kendisine verilen bilgileri biliyor. Ve bu bilgilerin de kesin doğru olup olmadığı konusunda emin değil. Yani kendisinin, bir çeşit belirsizlik veya eksik bilgiyle hareket ettiği gibi bir varsayıma sahip. Şirket tarafı, hisselerini halka arz eden taraf, bu halka arzdan elde edeceği hasılatı maksimize



etmeye çalışırken yatırımcı, yani hisse senetlerini alması beklenen taraf da içinde bulunduğu o eksik bilgiyle hareket eden, pozisyonunun da etkisiyle fiyatı olabildiğince minimize etmeye, olabildiğince iskontolu hisse senedini alarak bu yatırımında bilgi açısından içinde bulunduğu bir nevi dezavantajlı konumu telafi etmeye çalışıyor. Dolayısıyla bir halka arzın iki tarafı bir araya geldiğinde, özellikle ihraççı tarafından baktığımızda bir düşük fiyatlama riski, yatırımcı açısından baktığımızda yüksek fiyatlama riski gibi bir riski yönetme durumunda olduklarını görebiliyoruz. Şimdi burada halka arzın başarılı olması Berra üstadın da detaylı bahsettiği, halka arzdan beklenen faydaların elde edilebilmesi, aracılık mekanizmasının da daha etkin yürüyebilmesi için, yani iki taraf arasındaki bu stresin yönetilebilmesi için, belirsizliğin giderilmesi, bu bilgi asimetrisinin eşitsizliğinin ortadan kaldırılması gerekiyor. Yani şirketin yatırımcılara sunduğu bilgilerin tatmin edici içerikte olması, ayrıca yatırımcının da kendisine sunulan bilgilerin doğruluğu konusunda ikna edilmesi gerekiyor. İşte Nevzat üstadın çok isabetli yaptığı girişte belirttiği gibi, bağımsız denetçinin rolü de bu noktada ortaya çıkıyor. Yatırımcılara, finansal tablolar yoluyla sunulan finansal ve finansal olmayan bilgilerin doğruluğu konusunda bir güvence sağlıyor. Bu da, daha önce de izah edildiği gibi yatırımcıların, satılmak istenen hisse senetlerine daha fazla ilgi göstermesine, kendilerine sunulan bilgilerin doğruluğuna inanmasını sağlayacak, ayrıca aracı kurumun da halka arz işleminde üstlendiği aracılık fonksiyonunun da işini kolaylaştıracaktır.

Bağımsız denetçi bunun yanı sıra, finansal tabloların belirli standartlara göre hazırlanıp hazırlanmadığını, gerçeği yansıtıp yansıtmadığını, yine belirli standartları uygulayarak ortaya koyduğu görüşüyle; hem yatırımcılar hem de analistlerle düzenleyici otoriteler, yatırım bankaları gibi tarafların halka arz sürecinde, finansal tablolar üzerinden gerçekleştirdikleri incelemelerde ve değerlendirmelerde önemli bir güvence unsuru. Bunun yanında halka arz satış aşamasında yatırımcılar ne istiyor, dedik. Bir kere kendilerine sunulan bilgilerin doğru olduğuna inanmak istiyorlar. Kendilerine satış aşamasında sunulan finansal durumun gerçeği yansıttığını düşünmek istiyorlar. Performansın gerçeği yansıttığını düşünmek istiyorlar ama bu da yetmiyor yatırımcılar için. Aynı zamanda da mevcut durumda beklentilerini karşılayan bir manzara olsa dahi, bunların ileride de sürdürülebilir olduğunu görmek aynı zamanda da kendilerine sunulan halka arz hikâyesinin gerçekleştirilebilir olduğuna da inanmak istiyor. Burada da yine gelecekle ilgili bir belirsizlik ortaya çıkıyor. Bu belirsizliğin de yönetilmesi gerekiyor. Bu belirsizliğin yönetilme mekanizması da kurumsallaşmayla, kurumsal yönetimle... Yani şirketin o an için yatırımcılara sunulan performansının, finansal durumunun belirli

kişilere bağlı olmaksızın, şirket tarafından gelecekte de sürdürülebileceği kurumsal bir yapıya sahip olduğuna yatırımcıları ikna etmesi gerekiyor. Bu nokta da halka arzın aslında yatırımcılara bir defalık bir hisse satılması işlemi değil, bir taraftan finansal sağlama başta olmak üzere halka arzdan beklenen faydaları şirkete kazandıracak, bir taraftan da şirketi geleceğe taşıyacak, daha rekabetçi bir konuma yükseltecek önemli bir dönüşüm süreci olduğunu görüyoruz, halka arzın. Aslında bir satış işlemi değil, bir dönüşüm süreci ve şirketi hem halka arza hazırlık aşamasında hem de halka açıldıktan sonra ki SPK, İMKB düzenlemelerine uyum, diğer taraftan yatırımcılar, analistler gibi piyasa katılımcılarının bilgi ve beklentilerine uygun davranma çalışmaları çerçevesinde doğrudan kurumsallaştıran bir süreç. Burada da yine kurumsallaşmanın çok önemli bir parçası çok etkin bir finansal raporlama. Çünkü halka açıldıktan sonra artık işletmeler üç ayda bir finansal raporlarını dipnotlarıyla birlikte yatırımcıya duyurma, bunları da altı ay ve yıllık olarak bağımsız denetimden geçirme yükümlülüğüne sahipler. Halka açılma aşamasında yatırımcılara sunulan manzaranın ve onlar nezdinde uyandırılan güvenin halka açıldıktan sonra da sürdürülmesi, hem ikincil halka arzlar hem de şirketin hisse senedi performansı açısından çok önemli. Bu noktada da yine etkin bir bağımsız denetim süreci bu güvenin sürdürülmesi konusunda önemli bir rol üstleniyor. Bu açılardan ilk etapta ben bunları paylaşmak istiyorum. Teşekkür ederim.

**Nezvat ÖZTANGUT:** Saim Bey'e de çok teşekkür ediyorum.

Şimdi işi birçok yönüyle kavradık. Ama yatırımcı tarafında Zafer Bey'in de söylediği gibi yurt dışı tarafında satış yaptığımızda kurumsal yatırımcıları daha çok görüyoruz. Yurt içinde satış yaptığımızda ise kurumsal yatırımcılarımızın özellikle hisse senedi yatırımında, yeterli bir, beklediğimiz düzeyde gelişmeye sahip olmadıklarını görüyoruz. Dolayısıyla kurumsal yatırımcı tarafında neler yapıyoruz bir satış süreci içinde? Bu konuyu da Didem Hanım'dan rica edeceğiz. Didem Hanım, Boğaziçi Üniversitesi İşletme Bölümünü Finans ve Pazarlama alanında okumuş. Daha sonra San Diego State Üniversitesinde Finans bölümünde yüksek lisans sahibi olmuş. Yurt dışında bir müddet Manufacturers Bank'de çalışmış, daha sonrasında, 1992'den itibaren, Türkiye'de çalışmaya başlamış. Özellikle araştırma, yatırım bankacılığı ve portföy yönetimi alanında çalışmış. Şu anda kendisi Türkiye Kurumsal Yatırımcılar Yöneticileri Derneği'nin Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı, İMKB'nin Denetim Kurulu Üyesi ve aynı zamanda da kendi girişimi olan bir portföy yönetimi şirketinin de kurucu ortağı. Dolayısıyla mesleki olarak da kurumsal yatırımcı tarafında devam etmekte. Onun da bizimle paylaşacağı özellikle kurumsal yatırımcılar tarafında



## **Didem GORDON**

Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği Başkan Yrd.,  
Libera Portföy Yönetimi Kurucu Ortak

**T**eşekkür ederim.

Ben bir slayt sunumu getirmiştim ama değerli katılımcı arkadaşlarımın konuşmalarının içeriğinde olduğu için onu kullanmayacağım.

Şöyle söze başlamak istiyorum. Daha önceki arkadaşlarımın konuşmalarında Türkiye’de kurumsal yatırımcıların sayısından, büyüklüğünden bahsedildi. Şimdi, sermaye piyasalarının etkin hizmet verdiği, geçtiğimiz 25 yıla baktığımızda, Türkiye’de kurumsal yatırımcıların büyümesi için gerekli olan ekonomik istikrar, politik istikrar, risk düzeyinin düşüklüğü, hem ülke riski olarak hem borsaların riski olarak, bunlara baktığımızda ve yüksek reel faiz ortamını da değerlendirdiğimizde aslında mevcut tasarruf düzeyimizle veya bundan 20 yıl önceki Türkiye’nin tasarruf düzeyinde, kurumsal yatırımcı kesiminin küçük kalması için yeteri kadar neden var. Fakat şu anda piyasa açısından öyle bir dönemdeyiz ki faizler tek haneli düzeylerde geçtiğimiz dönemde seyrediyor. Ekonomik istikrar var. Türkiye önemli bir aşama kaydetti 2008’den itibaren devam eden küresel krizde. Tüm bunları göz önüne aldığımızda aslında Türk yatırımcısının, bireylerin tasarruflarını daha fazla hisse senedi piyasalarına yönlendirmeleri için yeteri kadar neden mevcut. Şimdi bugün Türkiye’de 1,2 milyar TL civarında toplam A tipi fon büyüklüğü var. Toplam yatırım fonları 30 milyar TL. Bir 10 milyar TL’lik emeklilik fonu var. Toplamında baktığımızda yaklaşık 50 milyar TL’lik bir portföy yönetiminde yönetilen bir varlıktan söz ediyoruz. Bunun çok önemli bir kısmı hazine bonusu, devlet tahvili ağırlıklı enstrümanlarda. Bireysel emeklilik fonlarında daha uzun vadeli yatırım olduğu için hisse senedi oranının payı daha yüksek, fakat yatırım fonlarında hâlâ sektörün %75’i

likit fonlarda, bahsettiğim nedenlerden ötürü. Ama önümüzdeki dönemde, Türkiye’de tasarruflar arttıkça, bireysel tasarrufların sermaye piyasalarına yönlendirilmesinde, bütün dünyada bu böyle, bizim ülkemizde de çok farklı bir tecrübe yaşayacağımızı hiç zannetmiyorum. Kurumsal yatırım dediğimiz yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, diğer kolektif yatırım araçları; bu araçlar bireylerin piyasalara yatırım yapmasında en etkin araçlar olacak. Tabii bunun olması için sadece ekonomik istikrar, şu anda negatif olan reel faizler bunların haricinde tabii sektörün bir takım dezavantajlarının olmaması lazım. Şu anda siz birey olarak borsada bir hisse senedini hiç vergi stopaj ödemededen alıp satabilirsiniz. Fakat bir A tipi fona yatırım yaptığınızda ve yatırımınızı sattığınızda %10'luk bir vergiye tabisiniz. Biz TKYD olarak bir süredir bu dezavantajın giderilmesi için uğraşmaktayız. Başarılı olacağımızı da düşünüyorum. Çünkü bireylerin tasarruflarını sermaye piyasalarına yönlendirmesi iki açıdan çok önemli. Birincisi riskin dağıtılması, portföy oluştururken yatırım riskinin dağıtılması. İkincisi de Türkiye düşük tasarruf düzeyi olan bir ülke, tasarrufların artırılabilmesi için bu yatırımların etkin bir şekilde piyasalara kanalize edilmesi lazım. İşte bu yüzden Türkiye’de de yatırım fonlarının hisse senedi fonları ve hisse senetlerine dayalı ürünlere yatırım yapan fonlara yatırım yapanlarb, bunlar gelişecek. Yeni stratejiler oluşacak. Küçük şirketlerin halka arzlarına yatırım yapanlar olacak. Belli bir sektörde yeni olarak start up dediğimiz, belki halka arz öncesi enstrümanlara yatırım yapanlar olacak. Bütün bunlar gelişecek.

Şimdi kurumsal yatırımcı olarak ben daha önceki işlerimde masanın birçok farklı yerinde oturduğum için şunu söyleyebilirim; 90'lı yıllarda biz yurt dışında halka arzlar yaparken, yani Türk şirketlerini yurt dışı kurumsal yatırımcılara pazarlamasını yaparken, ilk önce bu yatırımcılara Türkiye’yi anlatıyorduk. Belki iki saatlik toplantının bir buçuk saatlik bölümü Türkiye’yi anlatmakla geçiyordu. Daha sonraki yarım saatinde bu şirketlerin yöneticileri prezentasyon yapıp, iş planını anlatıp, daha sonra da aracı kurumun değerlendirme çalışmasını anlatarak finalize ettiği toplantılar oluyordu. Durum böyleyken şimdi yurt dışına yapılan road show’larda bu toplantıların, herhalde arkadaşlarım katılacaktır, önemli bir kısmı şirketi irdelemekle, değerlendirme çalışması üzerinde ve projeksiyonların ne kadar sağlıklı olduğunu ölçmekle geçiyor. Çok büyük bir aşama kaydedildi burada. Türkiye’deki kurumsal yatırımcılara bu tür toplantılar yapılıyor mu diye sorarsanız, sormasanız da ben bunu söyleyeceğim, son bir iki senedir evet biz bunu Türkiye’deki yatırım fonu, emeklilik fonu yöneten kurumlar olarak görüyoruz. Aracı kurumlar bize geliyor halka arzı anlatıyor, değerlendirme çalışmalarını sunuyor. Fakat ben şuna henüz daha tanık

olamadım, eminim 2011'den itibaren bu da olacaktır. Şirketlerle yapılan one on one road show toplantılara ben daha önce Türkiye'de katılmadım. Bir önceki işimde Yapı Kredi Portföy'ün Genel Müdürüydüm, böyle one on one toplantı talepleri çok fazla gelmiyordu. Eminim önümüzdeki dönemde Türkiye'deki kurumsal yatırımcılar da büyüdükçe, aracı kurumlar da daha fazla önemiyet vereceklerdir diye düşünüyorum. Kurumsal yatırımcıların IPO'lara, halka arza bakış açıları, Türkiye'deki yatırımcı veya yurt dışındaki yatırımcı açısından çok farklı değil. Özellikle mevcut dönemde. Şöyle ki; Türkiye riskinin haricinde, ki biz yatırımlarımızı Türkiye'de yapan bir kurumuz, tabi ki şirketin değerlemesi çok önemli. Halka arzda aslında iki tane karar önünüzde var. Ya halka arz sırasında bu yatırımı yapacaksınız kurumsal yatırımcı olarak ya da daha sonra, halka arzdan sonra bu şirkete borsada ikincil piyasada yatırım yapacaksınız. Aradaki çok önemli bir fark aslında bu değerlendirme. Yani hangi değerden halka açılıyor şirket burada, bu değerlemede bir çok ampirik çalışma var. Mutlaka sizin üniversitenizde de olacaktır önümüzdeki dönemde. Kurumsal yatırımcıların yatırımlarının belki %50'sinin, %60'ının üzerinde olduğu bu halka arzlarda bu ilk gün fiyat performansı dediğimiz, ki yatırımcı iştahını kabartan bir olgudur bu, çok daha fazla. Bu da şimdi kısaca şu demek oluyor; kurumsal yatırımcının talebi fazlaysa bir halka arzda, onun en azından ilk birkaç günkü performansı o hisse senedinin iyi olacak. Fakat bu demek değildir ki halka arz bir kerelik bir olay. Aslında şirketlerin biz değerlendirme yaparken, sadece rakamları var tabi. Değerleme çalışmasının uygun olması lazım, ama yönetimin ve şirketin ana ortaklarının, halka açılmaya sadece bir kerelik bir finansman kaynağı yaratma olarak değil, uzun vadede şirketi kurumsallaştıracak ve değer yaratacak bir süreç olarak bakmaları lazım. O yüzden management interview dediğimiz şirketin üst yönetimiyle yapılan bu teke tek görüşmeler çok önemli oluyor. Bunu yatırımcı olarak hissedip emin olduktan sonra, daha rahat bir karar verebiliyorsunuz. Türk yatırımcısı için de aynı bu, yurt dışındaki yatırımcılar için de aynı.

Son olarak değinmeye çalışacağım nokta yine 80'li yılların sonunda 90'lı yıllarda, yurt dışında kurumsal yatırımcılara sunulan birincil ve ikincil halka arzlarda tabi ki yurt içindeki yatırımcı mutlaka yurt dışında ne kadar talep toplanmış, bir arza üç kere mi talep gelmiş, buna göre yurt içindeki yatırımcılar da yatırım kararı alabiliyorlardı. Niye? Çünkü yurt dışındaki kurumsal yatırımcılar hep daha uzun vadeli kaynak sağlayan, şirketlere uzun vadeli yatırım yapan fonlardı. Bugün de bu aslında kısmen geçerli. Fakat 2010'a baktığımızda, 2000'lerin başında biraz daha farklıydı. Krizden sonra çok daha değişik bir yöne doğru gidiyor kurumsal yatırımcılar. Bugün baktığımızda artık yurt dışındaki kurumsal yatırımcılar da eskiden 5-10

senelik performansa çok önem verirlerdi yatırım yaparken. Şimdi bir yıllık performans çok önemli onlar için de. Onun için artık kurumsal yatırımcıların da yatırım vadeleri kısalıyor. Özellikle krizden sonra. Geçtiğimiz sene bu Lipper ve Thomson Reuters'ın bir araştırması vardı. Bu yatırım fonlarına global çapta giriş olan fonlara bakıldığında, bugün 63 bin yatırım fonu var dünyada. Şu görülüyor; yatırım fonlarının son bir yıllık performansı para çekmede, yani yatırımcı tasarrufunu çekmede en önemli kriter. Eskiden bu 3-5 yıllık performanslar ön plana çıkarken şimdi aslında yatırımcıların vadeleri ve risk toleransları da çok düştü. Dolayısıyla özetlemek gerekirse gerek yurt içindeki gerek yurt dışındaki kurumsal yatırımcılar, halk arzlar da arkadaşlarımızın bahsettiği kriterlere ek olarak belki biraz daha sokağın hissiyatını vermeye çalıştım size. Teşekkür ederim.

**Nevzat ÖZTANGUT:** Didem Hanım'a da çok teşekkür ediyorum. Şimdi bu turun son konuşması olarak Attila Bey'e söz vereceğim. Attila Bey, sanki genel bir toparlama gibi ama başarılı bir halka arz için gerekli faktörler neler, bunların üzerinde duracak. Bütün bu çalışmaların nihai hedefi, hem şirket için hem aracı kurumlar için ve de o şirkete yatırım yapan kişiler açısından şirketin halka arzının başarılı olmasıdır. Dolayısıyla böyle bir halka arzı başarılı yapmak için neler lazım Atilla Bey bize bu konuları anlatacak. Attila Köksal, Boğaziçi Üniversitesi Makina Bölümü mezunu. Drexel'da MBA yapmış ve sektörümüzde çok çeşitli yerlerde yöneticilik yapmış bir meslektaşım. Saymak gerekirse İMKB'de, TSPAKB'de, Aracı Kurum Yöneticileri Derneği'nde, TKYD'de, GİAD, GYODER gibi kuruluşlarda hep yöneticilikler yapmış. Hali hazırda da Standart Ünlü aracı kurumumuzun ortağı, Murahhas yöneticisi. Dolayısıyla o yönüyle de halka arzların birçok bölümünde yer almış. Attila Bey'i size tanıtırken eklemek istediğim son bir nokta var. Uluslararası CFA İnstitute'de Doğu Avrupa, Orta Doğu ve Afrika bölgelerinin başkanlığını şu anda sürdürüyor. Buyurun.



## **Attila KÖKSAL**

Standart Ünlü Menkul Değerler Genel Müdürü

**T**eşekkürler sayın başkan. Zafer Bey'den özendim, ben de halka arz fikrasiyle giriş yapayım, biraz da havayı ısıtalım. Amerikalı bir turist Meksika'nın küçük sahil kasabalarının birinde gezerken kayıkla bir balıkçı yaklaşıyor. Çağırıyor adamı, bakıyor 5-6 tane çok güzel balık var. Satın alıyor balıkları. Diyor ki, bunları tutman ne kadar sürdü? Adam bir saat sürdü diyor. Peki, az değil mi, diyor. Adam da ailemi geçindirmeye yetiyor bu, diye cevap veriyor. Amerikalı peki zamanının geri kalan kısmında ne yapıyorsun, diye soruyor. Adam, valla ben sabah 10-11 gibi kalkarım, bir saat balık tutarım, öğlen karımla siesta yaparız, akşam üstü arkadaşlar gelir içeriz, gitar çalarız, dans ederiz, şarkı söyleriz diyor. Amerikalı bu işte bir yanlışlık var diyor. Ben Harvard MBA mezunuyum. Şimdi sana biraz akıl vereceğim ve bunları uygulayacaksın. Önce bir iş planı yapacaksın. Bu konuda ben de sana yardımcı olurum. Bu iş planıyla bir bankaya gideceksin ve kredi alacaksın. O krediyle daha büyük bir tekne alacaksın. O akşam gitar çaldığınız arkadaşları işe alacaksın, daha çok balık tutacaksınız. Oradan kazandığınız paralarla bir tekne daha alacaksın. Daha sonra iki tekne daha, dört tekne daha, bir tekne filosu yapacaksın diyor. İşin hacmini büyüteceksin artık bu kasabaya değil Mexico City'e, hatta New York'a kadar iş yapıyor olacaksın. Belki konserve fabrikası kuracaksın, işini genişleteceksin, çok büyüyeceksin diyor. Peki, bu kaç sene kadar sürecek, diye soruyor balıkçı. 20-25 sene kadar sürecek, diye diyor. Peki, sonra ne olacak, diye soruyor balıkçı. Sonra diyor, büyük bir halka arz yapacaksın diyor ve oradan milyonlarca dolar kazanacaksın, diye diyor. Peki, sonra ne yapacağım, diye soruyor balıkçı. Ha, sonra da emekli olacaksın, bir sahil kasabasına yerleşeceksin, gündüzleri balık tutacaksın, öğlenleri

siesta yapacaksın, akşamları da arkadaşlarınla dans edeceksin diyor. İşte, Amerikalının başarılı bir halka arz anlayışı bu.

Başarılı halka arz nedir? Yani halka arz ne zaman başarılı oldu denebilir? Bu kesinlikle halka arzın olduğu gün değil, çünkü halka arz bir süreç. Şirketin kuruluşundan başlıyor, halka arz kararının alındığı günden, aracı kuruluşların tutulduğu günden belki 4-5 ay sonrasında tamamlanıyor ama ondan sonra da ebediyete kadar süren bir süreç halka arz. Dolayısıyla; bu halka arz şu gün başarılı olmuştur, diye bir şeyler söylemek çok doğru değil ama onun için birşeyler çıkardım ben. Bir halka arz başarılı mıdır, nasıl anlaşılır diye. Öncelikle, tabii en önemli şey, halka arz işleminin şirketin hedefleri doğrultusunda tamamlanmış olması. Bu şirket neden bu halka arzı yaptı? Şirketin içine para mı almak istiyordu, ortaklar satış mı yapmak istiyordu? Bu halka arzın tamamlanması tabii ki de önemli bir kriter. Bu tabii ki de önemli değil. Çünkü şirketin içine yeni ortaklar giriyor. Bundan sonra da artık şirket herhangi bir ortaklık gibi eski şirket sahipleri ve yeni şirket sahiplerinin çıkarlarının müşterek olduğu bir yapıya dönüşüyor. Dolayısıyla yeni yapının iki tarafında müşterek emellerine hizmet eder bir hale gelmesi lazım. Dolayısıyla buradaki yatırımcı miksinin, buraya gelen ortakların, doğru ortaklar oluyor olması lazım. Ben biraz ileriye giderek, şöyle halka arzlar kimlere satılıyor, demin arkadaşlarım da değindiler buna. Kimlere satılıyor? Yurt içi yatırımcılara, burada bazı yönetmeliklerden gelen yükümlülükler de var. %10 yurt içi bireysel yatırımcılara %10 yurt içi kurumsal yatırımcılara satılıyor. Bunların bazıları yurt içindeki küçük bireysel yatırımcılar, bazıları spekülâtör tarzında yatırımcılar. Bu da gayet doğal bir şey. Yabancı yatırımcılar da genelde kurumsal yatırımcılara satılıyor.

Eskiden biraz da işte bıyıklı yatırımcı dediğimiz, yurt içi yatırımcı da dediğimiz yatırımcılar da alırlardı, artık eskisi kadar çok görmüyoruz bunları. Bu dağılım çok önemli çünkü buradakilerin hepsi kurumsal yatırımcı olmasına rağmen hepsinin değişik tarzları var. Ülke fonları, sovereign funds, özellikle son yıllarda önemi çok artan fonlar bunlar. Sektör fonları, sadece belirli sektörlerle yatırım yapan, genellikle halka arzlarda şirketlere en yüksek bedeli ödeyen fonlar bunlar oluyor. İyi tanıdıkları için, tabii şirket iyi ve tanıdık bir şirket ise diğerlerine göre daha primli, bunlara satma şansınız oluyor. Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan fonlar. Hedge fonlar. Biliyorsunuz bunlar daha kısa vadeli düşünen, daha fazla trading amaçlı veya hisse üzerinde türev benzeri işlemleri de çok sık yapan fonlar gibi bir tür yatırımcı grubu var. Burada her halka arzda değişik bir miks olması gerekiyor. O şirket için en uygun olan miksi de tabii ki o konsorsiyum üyeleri beraberce öneriyorlar ve o doğrultuda hareket ediyorlar. Halka arzın



hangi borsalarda yapılacağı önemli, yurt dışı borsalarda da şirketler kote edilebilir. Gene önemli bir konu, halka arz sonrası hisse senedi fiyatının aşırı derecede yükselmemesi veya düşmemesi. Bu halka arzda, demin uzun uzun, Mete Bey çok güzel bahsetti, fiyatlamının nasıl yapılması gerektiğiyle ilgili. Burada benim eskilerden Google hissesi aklıma geliyor. Google'ın halka arzı yapıldı, ilk işlem günü %20 yükseldi, bir yıl sonra %250 gibi bir prim yapmıştı hisse. Tabii burada her zaman bu yanlış fiyatlandı demek de doğru değil. Çünkü piyasa faktörleri de oldukça etkiliyor ama özellikle hemen halka arzın ertesinde hisse senedi fiyatının çok hızlı düşmesi ya da yükselmesi, fiyatlamada bir problem olduğunu gösteriyor. Geçmişte bu konuda sıkıntılar yaşandı, özellikle özelleştirme halka arzlarında. Hatırlıyorum benim dostum Uğur Bayar Özelleştirme İdaresi Başkanı'yken onu ziyaret ettiğimde masasında böyle iki tane kağıt yığını olurdu. Bir tanesi, Özelleştirme İdaresi'nin yönetimindeki şirketlerde onun iş bulması için ona gelen, özellikle politikacılar ve dönemin partililerinden, yazılar. İşte şunun şuraya atanmasını rica ederiz, türünden yazılar. Diğerinde de Petkim halka arzından hisse senedi almış vatandaşların ağlamaklı mektupları, bazıları biraz daha sert ifadeler içeren mektupları. Petkim'i tam hatırlamıyorum ama sanıyorum 2000-3000 TL'den halka açılmış ve daha sonrasında 1/10'una düşmüştü. Çok zaman geçti üstünden. Daha sonradan çok güzel performans göstermişti ama orada halka arz sonrası ciddi bir sorun yaşandı. Çünkü sürekli düşüş yapan bir hisse haline gelmişti.

Gene halka arzda başarının önemli bir kriteri hissenin borsadaki işlem hacminin ve likiditesinin yüksek olması. Bu gene demin bahsettiğim yatırımcı miksiyle de çok alakalı. Eğer doğru bir miks kurarsanız orada, işte yerli yabancı yatırımcıların olduğu, hedge fonların olduğu, yerli spekülâtorlerin olduğu, bunun mutlaka hisse senedi işlem hacmine ve likiditesine katkısı olacaktır. Bütün bunlar yerine gelirse orta uzun vadede bu şirketin hissesinin borsada sağlıklı bir şekilde yükselmesi, tabii ki şirketin performansı ile birlikte mümkün olabilir. Burada aracı kurumlar halka arz sürecinde, bu halka arz işleminin paydaşları diyelim, halka arz işleminin oyuncularını kelimesini çok fazla kullanmak istemiyorum, halka arzda görev alanlar burada bunların, tabii olayı yönetenler aracı kurumlar. Dolayısıyla aracı kurumların burada şirketlere ve yatırımcılara ayrı ayrı olarak İngilizcesi fiduciary duty, Türkçesi sanıyorum bir mesleki sorumluluk olarak tercüme etmek mümkün. Dolayısıyla bir mesleki sorumluluğumuz var. Dolayısıyla bir şirketi halka arz ederken hem arz edenlerin hem halka arzdan hisse alan yeni ortakların en iyi şekilde yararlanacağı yapıyı kurmak aracı kuruluşların görevi.

Başarılı bir halka arz nasıl oluyor? Demin de bahsedildi, en önemlisi equity story dediğimiz, hisse senedinin bu şirketin hikâyesi nedir, vizyonu nedir, neler yapmayı planlıyor? Tabii bunun geçmişle de biraz desteklenmesi lazım. Çünkü genelde bazen şirketler geliyor, işte bugün ciromuz 10 milyon ama seneye 30 milyon, 90 milyon olacak gibi geçmişle pek desteklenmeyen bir hikâyeyi yaratmak ve satmak oldukça zor. Tabii sektörü, şirketin geçmişi çok önemli.

Gene önemli olan bir şey, halka arzın boyutu ve bu gittikçe daha önemli bir hal almaya başladı. Çünkü artık maalesef küçük halka arzı satmak büyüklerden daha zor ve bunu görebiliyoruz. Demin Berra, sanıyorum 2 milyonluk bir halka arzdan bahsetti. 2 milyonluk halka arzı yapmak 2 milyarlık bir halka arzı yapmaktan daha zor, inanın. Çünkü büyük bir halka arzda hikâyesi iyi bir şirketse, yurt dışına gittiğinizde büyük kurumlar bunun alıcısı oluyor. Küçük bir halka arzda ancak belki yurt içi yatırımcıya gidebilirsiniz. Orada da çok sınırlı sayıdaki kişiyle karşılaşacaksınız. Dolayısıyla da halka arz miktarı büyüdükçe satmak, ki Türkiye gibi yabancıların payının %70 olduğu ve yabancı ilgisinin çok yoğun olduğu bir ülkede çok daha kolay oluyor.

Gene tabii makro faktörler. Burada zamanlamayla ilgili, yani olumlu piyasa koşulları, hem yurt içinde hem yurt dışında politik olsun vs. Burada da bir iki grafikte göstermek gerekirse, bu da zamanlamayla ilgili, yani ne kadar hikâyesi iyi bir şirket olursa olsun elinizde bunu 2009 yılında satmaya çalışsaydınız hüsrarla karşılaşırdınız. Rakamlar ortada. Bunlar gelişmekte olan piyasalardaki halka arz rakamları, adet olarak. 2006, 2007'de 250'nin üzerinde halka arz olurken 2009 yılında sadece 21 tane halka arz olmuş. Bu sene de 59 tane. Yani geçen sene oldukça kötü bir seneydi halka arzlar için. Bu sene hatırlarsanız sene başında yavaş başladı, bir kaç tane halka arz oldu. Türkiye'de bir tek Koza sanırım halka arz oldu, yurt dışında da 9 tane halka arz olmuş, bunların 4 tanesi de iptal olmuş. Koza halka arzı da çok zor bir halka arz oldu. Tam istenilen amaca da ulaşamadı. Mart-Nisan aylarında toparlanma sinyalleri görüldü piyasalarda. Halka arzlar artmaya başladı. Yurt dışında da 20 tane halka arz olmuş, 12 milyar dolara yakın para revize edilmiş. Bu coşkuyla Mayıs-Haziran aylarına bizde de epey bir halka arz kondu. İşte Akfen olsun, Aksa Enerji gibi halka arzlar maalesef o dönemdeki bütün dünya piyasalarındaki sıkıntıdan dolayı onlar da başarılı olamadılar. Tamamen zamanlamadan dolayı. Fakat açıkçası aracı kurumların çok kontrolünde olmayan bir durum bu zamanlama olayı. Çünkü bir halka arz prosesi neredeyse bir yıl sürüyor, şirketle ilk görüşmenizden bitişine kadar. Düşmeye bastığınız andan sonra 4-5 ay sürüyor. İşte burada da

gördüğünüz gibi 3-4 ayda tablo hemen değişebiliyor. Dolayısıyla maalesef orada ciddi talihsizlikler oldu. Şimdi tekrar bir toparlanma başlangıcı içerisine girdiğimizi düşünüyoruz. Bunları bir yabancı bankanın, şu sıralar bir şirketimizi halka arz etmek için uğraşıyoruz, onların bize yaptığı sunumdan aldım. Önümüzdeki dördüncü çeyrekte 17,5 milyar dolarlık bir halka arz olacağını söylüyorlar, gelişmekte olan piyasalarda. Bu, bu zamana kadar olan halka arzın neredeyse üçte birinden fazla. Gelecek sene için de oldukça iyimser rakamları var. Dolayısıyla zamanlama da bir halka arzda çok çok önemli ve ne kadar şirketiniz iyi olursa olsun, zamanlamanız kötüye başarılı olmanız mümkün değil.

Ben burada şimdilik toparlıyorum Sayın Başkan. Teşekkür ederim.

**Nevzat ÖZTANGUT:** Çok teşekkür ediyorum Attila Bey. Şimdi ikinci tura başlayacağız. Burada daha ziyade neler yapıyoruz? Rutin işlerimizi sizlere anlattık ama Berra Hanım'ın o tablosunu belki tekrar ekrana yansıttı yaptığımız halka arzlar ne kadar isteğimiz gibi, Attila Bey'in söylediği gibi başarılı oldu, tabi her bir halka arz üzerine, teker teker onlar özelinde konuşmamız doğru değil ama; yine de bu işi biz daha çok geliştirebilmek için neler yapmalıyız? Sisteme yönelik olarak neler önerebiliriz? İstedığımız gibi olmamasının etkenleri neler. Tabi burada çok önemli bir başarı kaydetti Türk sermaye piyasası, ama tamamlayıcı anlamda daha neler yapabiliriz? Vergi tarafında herşeyimiz tamam mı, mevzuat tarafında herşeyimiz tamam mı, yatırımcı tarafında herşeyimiz tamam mı ve ilave neler olabilir?

Tekrar bu tura ben izninizle Berra Hanım'la başlayacağım. Bu bölümün katılmak isteyen konuşmacıların da katılmasına açık olmasını istiyorum ve Berra Hanım'a tekrar sözü veriyorum.

**Dr. Berra KILIÇ:** Öncelikle hâlâ burada kalan izleyicilere teşekkür etmek istiyorum. Birçok üniversiteye veya işte sanayi, ticaret odalarına konuşmaya gidiyoruz uzunca bir süre oldu burada gayet güzel bir şey oldu. Hâlâ gözler kapanmadı, hâlâ ilgiyle not alarak dinleyen arkadaşlar var ve bu da bizi oldukça motive ediyor.

Bu sefer çok daha kısa bir tur yapalım. İsterseniz hatta tabloyu da geçelim, çünkü aşağı yukarı oradaki pek çok şey paylaşıldı. Ben bir slayt, yatırımcı kitlesi nasıl geliştirilebilir diye bir beyin jimnastiği yapmışım, halka arzlardan örneklerle. Burada teşvikler çok önemli. Neler söyleyebiliriz? Bu halka arzları yatırımcı tarafında teşvik edebilecek şeyler, fiyat istikrarı. Bu bizim halka arzlarda gördüğümüz bir uygulama. Halka arzdan belirli bir süre

sonra, İMKB’de işlem görmeye başladıktan sonra, hisse senedi fiyatı halka arz fiyatından düşmeye başladığında, destekleme alımları yaparak tekrar hisse senedi fiyatını halka arz fiyatına doğru yaklaştırma çabaları diyebiliriz. Fiyat istikrarı uygulayan halka arzlar nispeten yatırımcı açısından daha fazla tercih ediliyor. Bir diğer gördüğümüz teşvik, belirli yatırımcı gruplarına iskonto uygulamaları. Son zamanlarda görmüyoruz. Geçen yıllarda daha fazla görüyorduk onu. Mesela ne olabilir? Çalışanlara bir tahsisat ve belki bir iskonto, özelleştirme çalışmalarında gördük bunların farklı fiyatlardan yapılabildiğini, bunlar enteresan olabilir. Şirket temettü taahhüdü verebilir. Kâr taahhüdü veremez, ne yapacağını bilemez ama eğer kâr edersem vergi sonrası bunun %X kadarını ortaklarımla paylaşmayı taahhüt ediyorum diyebilir.

Yine teşvik olarak adlandırılabilir bir takım yeni uygulamalar var son halka arzlarda. Mesela Deniz Yatırım’ın yaptığı Anel Elektrik’te likidite sağlamaya ilişkin bir düzenleme vardı. İzahnamede de halka açıklandı. Borsada alım ve satım kotasyonları vererek. Deniz Yatırım, yine halka arzdan belirli bir süre sonra orada almak isteyenlere satmak, satmak isteyenleri almak suretiyle bir likidite sağlamayı taahhüt etmişti, belirli bir süre için. Yine aynı firma tarafından önümüzdeki haftalarda yapılacak bir halka arzda şu anda SPK ile mesela şu iki husus görüşülüyor; geri alımla ilgili bir düzenleme. Eğer SPK kabul edip izahnamede yer verirse halka arzdan üç ay sonra, yani borsada işlem görmeye başladıktan üç ay sonra, o arada hiç satmamış, alım satım yapmamış yatırımcıların hisse senetlerini halka arz fiyatından geri satın



alma taahhüdü veriyor ihraççı şirket. Ve yine bu üç ay süre içerisinde, hisse senedini tutmuş yatırımcılara kendi portföyünden %5 bonus hisse dağıtma gibi bir takım teşvikleri, SPK ile şu anda tartışıyorlar. Hani bunlar da halka arzları cazip hale getirmek için bulunan yeni yaratıcı unsurlar. Yine yatırımcı kitlesinin geliştirilmesiyle ilgili bir diğer husus ve benim çok önemsendiğim bir şey, sanıyorum meslektaşlarım da katılacaktır veya katkıda bulunacaktır, ben yurt içinde de fiyat teklifi alma suretiyle bu halka arzların yapılması konusunu çok kritik buluyorum. Bu kurumsal yatırımcılar için başladı. Şimdi ne demek bu? Bir halka arzda bir fiyat aralığı belirleniyor 5,5-7,5; yurt dışında road show yapılıyor, anlatıldı. Ve uluslararası kurumsal yatırımcı istediği fiyattan istediği miktarda talepte bulunuyor. Yerli yatırımcı ise Türkiye’de o fiyat aralığının en üstünden halka arzlara, üstelik bilfiil parasını da ödeyerek iştirak ediyor. Sonra eğer fiyat, yurt dışındaki konsorsiyum sonucu daha düşük çıkarsa para iadesi alıyor yahut ilave hisse alıyor. Şimdi burada çoğu kez istemedikleri kadar yüksek fiyattan halka arzın düşünmedikleri kadar yüksek fiyattan gerçekleştiği durumlar da olabiliyor. Dolayısıyla ilerideki yenilikçi uygulamalar çerçevesinde belki bireysel yatırımcılara kadar bu fiyat teklifini alma usulünü getirmek daha adil olabilir.

Yine yerli yatırımcının bir parça ızdırap çektiği husus fiyat bant aralığının çok geniş tutulması. Daha önce SPK bunu %20 ile sınırlamıştı ama şimdi öyle bir fiyat aralığı çıkıyor ki başıyla sonu arasında %40 var. Yani yatırımcı hiç bilmiyor, hisse senedi kaç liradan gelecek. Dolayısıyla aslında bu talebi de çok durduran bir şey. Daha dar bant aralıklarında, daha yüksek talepler oluşturmak mümkün. Dolayısıyla ben bu hususları bir yatırımcı kitlesi tarafından dikkate sunmak istedim.

Aracılık sürecini nasıl etkinleştirebiliriz diye de kısa bir beyin jimnastiği yaptığımda şu grafik çıktı ortaya. Türkiye’de 103 tane aracı kurum var. Bunların 88 tanesi faaliyette. 55 tanesinin halka arz yetki belgesi var. Bir kere zaten diğerleri kategorik olarak bu işle ilgilenmiyoruz, diyorlar. 55 kurum bu iş için SPK’dan lisans almış. Bunlardan 2010 yılında herhangi bir satış konsorsiyumuna girenlerin toplamı 30 kurum. Yani demek ki Türkiye’de 30 aracı kurum halka arz piyasasında aktif. Bunların 10’u liderlik yapmış. Diğer 20 tanesinin herhangi bir liderliği yok, halka arz satış konsorsiyumlarında. Bu genel yapı böyle. Bu genel yapı içerisinde aracılık sürecinin etkinleşmesi için daha fazla neler yapılabilir? Bir kere nedir aracılık sürecinin etkinleşmesi? İyi bir halka arzı gerçekleştirmek. Her aracı kurum, bu işte ister lider olsun ister konsorsiyumda olsun, bir halka arzın başarılı olmasını çok şiddetle ister. Bundan emin olun. Çünkü neticede bu hisse

senetlerini herkes kendi yatırımcısına satmaktadır ve yatırımcı çok kıttır. Dolayısıyla siz kendi yatırımcınıza para kazandıran bir halka arz sunmak istersiniz. Bunun aksi olursa da bundan kurum gerek manevi gerek maddi zararlar da görebilir. Yatırımcı sadakati eksilebilir vs. Dolayısıyla herkes emin olun, elinden gelen en yüksek çabayı sarf ediyordur zaten burada. Ama daha da iyi olması için yapılması gerekenlerin başında, bence şirket seçiminde gösterilecek hassasiyet geliyor. Yani her şirketi aracı kurumların piyasaya getirmemesi lazım. Buna da bir ölçüde riayet ediliyor diyebiliriz. Şu tür şirketleri getirmeli diye saydığım şirketlerde yoğunlaşmakta daha büyük fayda var.

Halka arzı doğru yapılandırmak çok önemli halka arz sürecinin etkinliği açısından. Ortak satışı mı olacak, sermaye artırımı mı olacak, yurt içi mi yurt dışı mı olacak bunlardan bahsedildi. Bir aracı kurumun çok önemli bir fonksiyonu bu halka arzı doğru yapılandırmak, doğru fiyatlamak defalarca üstünde duruldu. Hakikaten bir halka arzın başarısı için çok önemli bir unsur. Ve doğru zamanlamak. Daha fazla aracı kurumun bu sürece katılımı önemli. Bir önceki slayatta ben biraz bunu vurgulamak istedim. Belki daha fazla aracı kurum sürece katılsa daha etkin kılınabilir süreç. Satış tarafı daha da gelişebilir. Yenilik, yaratıcılık çok önemli. İşte az önce anlattığım mesela, her halka arzda belki bir tatlandırıcı yeni bir satışı destekleyici çaba ile daha çok yatırımcıya ulaşma gayreti içinde olmamız lazım. Olabildiğince yaygın satış yapabilmek aracılık sürecinin de etkinliğini arttıran bir unsur.

Zafer, bahsetti galiba yurt içinde çok road show'a çıkılmıyor, daha ziyade yurt dışında çıkılıyor diye. Bence kesinlikle yurt içinde de road show'a çıkılması lazım. Didem, çok haklı birşey söyledi. Dedi ki kurumsal yatırımcılara da biz, hem aracı kurumların gelip anlatmasını hem şirketlerin gelip anlatmasını istiyoruz. Kesinlikle doğru. Hani yurt dışı yatırımcı için gösterilen çabanın yurt içinde daha fazla gösterilmesi lazım. Hele son halka arzlar gösterdi ki zaten yurt dışı katılım son derece de düşük. Artık bu senenin halka arzlarını yerli yatırımcı kurtardı. Ve biz yerli yatırımcıya artık daha da fazla gözümüz gibi bakmak zorundayız. O taraftaki çabalarımızı artırmamız lazım. Ve satış sonrası hizmetler dediğim hem aracı kurumun hem ihraççı şirketin satış bittikten sonra ortalıktan yok olmayıp gelen yatırımcı tepkilerini göğüslemek, sorularına cevap vermek ve her türlü konuda hizmetini bir müddet daha sürdürmesi yine aracılık sürecinin etkinliğini arttırıcı olacaktır. Teşekkürler.

**Nevzat ÖZTANGUT:** Çok teşekkür ediyorum Berra Hanım'a da. Berra Hanım'ın ilk başlangıcındaki girişi bana şunu hatırlattı. Böyle bir toplantıda

konuşma sırası gelmiş konuşmacıya, bakmış salonda bir kişi var. Fakat tabii o bir kişiye de olan saygısından dolayı bir kişi de olsa ben konuşmamı yaparım demiş, kalkmış kürsüye geçmiş ve konuşmasına başlamadan önce o bir kişiye, öncelikle size çok teşekkür ediyorum, bu kadar sabırla beklediniz benim konuşmamı dinlemek için demiş. Adam da elini kaldırmış, yok, ben sizden sonraki konuşmacıyım demiş. Biz, şu anda onun durumuna göre çok daha şanslıyız. Hakikaten ilgiyle izlediğinizi, dinlediğinizi görüyorum ve Berra'nın da söylediği gibi bu hakikaten bizleri sevindiriyor. Şimdi Mete Bey'e aynı konuyla ilgili sözü vermek istiyorum. Buyurun Mete Bey.

**Mete GORBON:** Teşekkür ederim. Öncelikle benim, bazı şeyler aracı kurumlar olarak aklımızda var, süreci nasıl etkinleştiririz, nasıl yaparız gibi, bu yönde de sürekli olarak çalışmalarımız sürüyor ama genelde bazı şeyler de mevzuattan kaynaklanıyor ve mevzuat değiştirmek, hadi bir fikir geldi, hadi yarın bunu yapalım dediğinizde mevzuatın değişmesi 4 sene sürüyor, ya da benzer şekilde. Örneğin, kurumsal yatırımcılara özellikle fiyat teklifi için yıllardır çalışırız ve nihayet nisan veya mayısta galiba, nisandı galiba, SPK'nın yenilenen tebliği bunun önünü açtı. O tebliğin önünü başka bir şey daha açtı; yurt içi kurumsal road show'lar yapıyordu ama yapılsa bile bir toplantı odasında birkaç kuruma sunulmaya çalışılıyordu. Bunun ana sebebi, sirküler yayınlanana kadar insanlara bilgi vermek yasak, tamam konsorsiyuma bilgi veriyorsunuz gizlilik sözleşmesi ile kurumsal yatırımcılara da haftalar öncesinden, böyle bir şeyi nasıl yapacaksınız, şimdi o da kalktı. Şimdi taslak izahnameyi koyuyorsunuz, dolayısıyla herkes taslak izahnameyi okuyabiliyor. Dolayısıyla herkese, izahnameyi sonradan okumak şartıyla bilgilendirme yapabiliyorsunuz. Her tahvil ve hisse senedi halka arzında kurumsal yatırımcılara şirketi götürüp sunumlar yaptırıyoruz. Bunun da son arızamızda faydasını da gördük, açıkçası. Benzer bir şey. Fiyatlamada da şu an en büyük sıkıntımız. Berra Hanım çok güzel söyledi, fiyat aralığını dar tutalım. Yatırımcı açısından, özellikle bireyseller açısından, hani kurumsallar kendi feedback'lerine göre alıyorlar; onların tuzu kuru diyebiliriz. Ama, bu sefer de şey açısından sıkıntı var; yani önce konsorsiyumu kuracağım yüklerim belli olacak, İMKB fiyatı önceden görüp, tamam ben onay vermek istiyorum, SPK önceden fiyatı görüp tespit raporu istiyorum dediği noktada siz arıza çıkmadan 3 hafta öncesinden fiyat aralığı belirliyorsunuz. Fiyat, piyasada yerinde durmuyor ki. Özellikle son 2 senedir. İşte, Akfen halka arzında gördük. Bir günde, %9, dediler, yurt dışı düştü; %7 borsa düştü, şimdi o volatilité, herkes bu şartlar nereye gidecek derken, herkes talebini geri çekiyor mesela, örneğin; o yönde de İMKB'de bir değişim prosedürü oldu, o noktadan beri fiyatı daha geç belirleyebildiğimiz noktada, tabii ki daha esnek bir yapı sağlayacağız. Aralığın geniş tutulması demek; hani

böyle bir durumda bu piyasadaki oynamayı şey yapabilmek, yavaş yavaş geliyoruz ama gene dediğim gibi bazı bürokratik engeller, dediğim gibi hani zorunluluklardan dolayı da bazı şeyleri yapamıyoruz. Burada, bize düşen en büyük görev bunu vurgulamak regülatörlere, hani şu konularda sıkıntı var, yatırımcılar açısından şunun daha iyi olacağını vurgulamak ve bunun getirilmesini sağlamak. Teşekkür ederim.

**Nezhat ÖZTANGUT:** Evet, yine aynı sırada devam edersek eğer Zafer Bey, buyurun.

**Zafer ONAT:** Berra Hanım'ın bu seneki halka arz slaytlarıyla ilgili birşey söylemek istiyorum. Çünkü orada çok ciddi bir sorun söz konusu. Nicelik olarak 16 tane halka arz var ama niteliğini sorgulamak gerekiyor. Ben, kendi konuşmamda şöyle bir ifade kullanmıştım, demiştim ki Türkiye'de kurumsal yatırımcı demek aslında yabancı yatırımcı ve biz bu sene içerisindeki tüm halka arzlara baktığımız zaman, yabancı yatırımcıyı görüyoruz. Bu ciddi bir sinyal ve ben bu konuda aracı kurumların iş planlarını yeniden gözden geçirmeleri gerektiğini düşünüyorum. Rekabet koşulları içerisinde şirketlerle, yani halka arz adayları şirketlerle, görüşme yapıyorken, aracı kurumlar çok fazla fiyat konusunda ısrarcı olamıyorlar ve son dönemde gördüğüm kadarıyla çıkan halka arzların çoğu, maalesef yatırımcı açısından çok cazip olmayan fiyatlarda maalesef ortaya çıkıyor. Bunu da piyasa halka arz sonrası performanstan da genel anlamda gözlemleyebiliyoruz. Kurumsal yatırımcının buna talep göstermemesinin yegâne nedeni Türkiye'ye olan ilgisizliğinden değil, çünkü Türkiye zaten bu sene içerisinde neredeyse tüm gelişmekte olan piyasalar içerisinde en iyi performansı gösteren piyasa. Borsa endeksi zirvelerde, borsada işlem gören tüm şirketlere yatırım yapılabilir, yeni yatırımcılar girebiliyor yurt dışından, bunların hepsini gözlemleyebiliyoruz ama halka arzlara ilgi olmuyor ben bunun tek bir nedeni olduğunu görüyorum, o da bu halka arzlar bu yabancı yatırımcı açısından pahalı bulunuyor. Biz de tabii 2007-2008 senesi içerisinde bir şirket satış furyası vardı ve o furya döneminde birçok şirket, yerli şirket, sahiplerinin aklında olmayan fiyatlardan el değiştirdi. Çok ciddi değerler söz konusu oldu. Halka arzda da esasında şu anda gördüğüm kadarıyla bir anlam karmaşası, bir değerlendirme karmaşası söz konusu. Şirketlerini halka arz eden şirket sahipleri aynı değerlere ulaşmayı arzu ediyorlar, aracı kurumlar da bu baskıya karşı çok fazla karşı koyamıyorlar diye düşünüyorum. Halka arzda çoğunluk hissesi alan halka arz etmiyorsunuz, o nedenle azınlık hissesi söz konusu olduğu için bu şirket satmalardaki kontrolün devri için ödediğiniz primi talep etme şansınız yok. O nedenle de bu konuda biraz şirket sahiplerinin ikna edilmesi, eğitilmesi gerekiyor. Çünkü şu an 16 tane



halka arz var, zannedersem 13 tanesinin yatırımcısı küskün. Bu şirketler için, belki kısa vadede çok ciddi bir sorun olarak gözükmebilir ama orta ve uzun vadede çok ciddi sorun. Burada, konuklarımızın çoğu hatırlamaz ama örneğin Sabancı Grubu, Türkiye’de çok saygın bir kurum. Ama ilk halka arzları oldukça kötü performans gösterdiği için, Sabancı Grubunun hisselerinin borsada yatırımcılar tarafından kabulü 5-6 yıl gecikme ile olmuştu. O nedenle, bu tür konulara hem Şirket sahiplerinin hem de aracı kurumların dikkat etmesi gerek diye düşünüyorum.

**Nezvat ÖZTANGUT:** Teşekkürler. Evet yine aynı sırayla, Saim Bey.

**Saim ÜSTÜNDAĞ:** Halka arz ve halka arzdeki süreçler başta olmak üzere nasıl etkinleştirilebilir sorusuna bağımsız denetim açısından yaklaştığımızda, bildiğimiz gibi halka açılacak olan şirketler finansal tablolarını Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)’ye göre hazırlamak ve denetimden geçirmek zorundalar. Kotasyon koşullarından biri de şirketin son geçmiş 3 yıllık finansal tablolarını UFRS’ye göre hazırlayıp, hazırlayıp, bağımsız denetimden geçirmesi. Şimdi burada bu süreç nasıl etkinleştirilebilir diye baktığımızda, iki konu akla geliyor. Bunlardan birincisi, halka açılmayı planlayan bir şirket bağımsız denetim sürecini ne zaman başlatmalı, bir bağımsız denetçiyle ne zaman ilk defa şirketini tanıştırmalı, ikincisi de bağımsız denetim şirketi seçimi konusu. Bu kapsamda da halka açılmayı planlayan bir şirketin halka açılma tarihinden mümkünse çok daha



erken ama en az 1-2 yıl önce bağımsız denetim sürecini başlatmasında çok büyük bir fayda var. Çünkü UFRS'ye göre geçmişte finansal tablo hazırlamamış veya bağımsız denetim yaptırmamış, geçmiş faaliyetleriyle ilgili söz konusu olabilir, bu da bugün detaylı bir şekilde irdelenen piyasadaki uygun koşulların kaçırılmasına neden olabileceği gibi, halka arzın iptaline kadar giden sürpriz sonuçları çıkarabilecektir. Bunun yanında erken bir zamanda bağımsız denetim müdürüyle şirketin tanışması, finansal raporlama altyapısındaki eksiklikleri fark etmesine ve bunlara yönelik tedbir alabilmesine imkân sağlayacaktır. Bunun yanında, yine bağımsız denetim çalışmaları kapsamında yürütülen faaliyetler sonucu, iç kontrol sisteminde eksiklikler varsa kontrol mekanizmalarında şirket yönetimi, bunların da farkına varma imkânına kavuşacaktır. Ayrıca şirketin, UFRS' ye göre raporlama yapmak amacıyla bilgi işlem altyapısında, insan kaynağında belli standartların, muhasebe standartlarının uygulanmasında ihtiyaç duyulacak dokümantasyon sisteminde eksiklikler, yine bu vesileyle çok daha erken fark edilecek, SPK, ve İMKB incelemelerine de erken bir aşamada hazır olunmuş olunacaktır. Halka arz aşamasından sonra da yine bu disiplinin oluşması, şirketin artık halka açık bir şirket olarak daha fazla sorumluluklarla hayatına devam ettiği dönemde, önemli katkı sağlayacaktır diye düşünüyorum. Bunun yanında nasıl bir bağımsız denetçi ile şirket çalışmalı sorusuna baktığımızda, bu konuda da yeterli kaynağa sahip olan sektörel şirketimizin, halka açmaya çalıştığımız şirketin faaliyet gösterdiği sektörde deneyimi olan, halka arz sürecine bağlı olarak uluslararası bilinirliği ve güvenilirliği olan halka arz konusunda deneyimli, sermaye piyasası mevzuatı ve uluslararası halka arz süreçlerinde deneyimli bir bağımsız denetçi ile bahsettiğimiz şekilde, mümkünse 1-2 yıl önce sürecin başlatılması, önemli kazanımlar sağlayabilecektir diye düşünüyorum. Ben de bugün bu toplantının devamında avukat bir arkadaşımınla buluşacağım. Ona hatta bugün dedim ki, gel hem konferansa katılırsın, sonra da devamında bir çay kahve içelim diye, konusu ne, sen ne anlatacaksın dedi, ben de, muhasebe, bağımsız denetim falan, onlardan söz edeceğim dedim. Bana dedi ki en sıkıcı konuyu sen anlatacaksın, sana onu vermişler, bu da bu tabii doğal bir sonuç, üstaddan değil benim mesleğimden kaynaklanan bir sonuç. Bu da bana bir fıkrayı hatırlattı. Müsaadenizle bitirmeden onu paylaşayım. Şimdi bir kadıncağız çok hastalanıyor, doktora gidiyor, doktor, uzun uzun muayene ettikten sonra kötü haberi veriyor diyor ki, sadece 6 ay ömrünüz kalmış. Kadıncağız ilk şoku atlattıktan sonra, peki doktor bey ne tavsiye edersiniz? Hemen bir muhasebeciyle evlenin diyor doktor. Şaşıyor kadın tabii, peki, diyor, bu benim ömrümü uzatacak mı? Hayır, diye cevap veriyor doktor. Fakat bu kalan 6 ay size 6 sene gibi gelecek. Teşekkür ederim.

**Nevzat ÖZTANGUT:** Şimdi, fıkra istihkakı kullanıldığı için ben şimdi anlatmıyorum fıkrayı, daha sonra anlatacağım. Onun için bir yere gitmeyin, güzel bir üstat fıkrası anlatacağım size. Sürekli üstat diyor bana, üstadın ne demek olduğunu anlatacağım size. Sıra, tekrar konuşmacıların konuşması bitince; onun için bir yere gitmeyin. Şimdi, Didem Hanım'la devam edelim.

**Didem GORDON:** Daha neler yapılabilir konusunda, kurumsal yatırımcılar tarafında; yerli, Türk yatırımcılar için halka arzlardaki alokasyonlar oranları daha yükseltilebilir. Böyle bir trendi başladı, bunun devam edeceğini umuyoruz. Kurumsal yatırımcılar kendi değerlendirme çalışmalarını yapacak; illa o aloke edilen miktar yatırım yapılacak diye bir şey yok ama en azından bu avantajlı alokasyon yani yurt dışı kurumsal yatırımcılara verilen avantajların yerli Türk kurumsal yatırımcılara da verilmesi mutlaka şart. Aracı kurumlar ve bankalar aslında kurumsal yatırımcıların hizmet aldığı kurumlar. Aracılık işlemleri olsun, dağıtım kanalları olsun, çok iç içe çalışan finansal kurumlar. Dolayısıyla Türkiye'de milli gelirin %3'ü kadar bir yatırım fonu büyüklüğü var, dünya ortalaması %40. Bunu büyütmek için aracı kurum ve bankalarla ortak çalışılması gerekiyor. Hepiniz adına ben TKYD adına tekrar dile getirmek istiyorum. Özellikle A tipi fonlarındaki vergideki dezavantaj başta olmak üzere hisse senedine yatırım yapan fonların, Türk yatırımcılarına tanıtılmasında en önemli rolü oynayanlar, aracı kurum ve bankaların dağıtım kanalları. Çünkü kurumsal yatırımcılar olarak biz müşterilerle ve yatırımcılarla teke tek temas halinde değiliz. Dolayısıyla bu hisse senedi kültürünün Türkiye'de oluşturulması için hepimize, aracı kurumlara ve bankalara da ayrıca önemli roller düşüyor. Bunun olacağını ümit ediyoruz. Belki biraz daha değinilmesi gereken başka bir nokta da yatırımcı ilişkileri konusu. Halka arz yapan şirketlerde, halka arz sonrasında yatırımcı ilişkilerinin özellikle yeni halka arzlarda çok güçlü olmadığına şahit oluyorum, bu yatırım yapılması gereken bir konu şirketin halka arz olayına çok uzun vadeli bakıp, hem yerli hem yabancı kurumsal-bireysel yatırımcılarla, şeffaf bir şekilde ve eşit düzeyde bilgi paylaşması gerekiyor. Şu anda yeni gelen, halka arz yapan şirketlerdeki mevcut set up kanımca çok güçlü değil, geliştirilmesi lazım. Halka arzları yaparken, aracı kurumlar yönlendirici ve danışman olabilir. Bunun kurumsal yatırımcılar ve bireysel yatırımcılar için halka arz sonrasında faydalı olacağını düşünüyorum.

**Nevzat ÖZTANGUT:** Çok teşekkürler ve son olarak Attila Bey.

**Attila KÖKSAL:** Büyük bir holdingin büyük hissedarıyla konuşurken, size bir yatırımcı ilişkileri bölümü lazım, dedim. Bu 5-6 sene önce var, dedi ki, bizim var yatırımcı ilişkileri bölümümüz. Ben de o zamanlar büyük bir

aracı kurumun başındayım; çok büyük bir sır olarak bunu saklamışsınız, yatırımcı ilişkileri bölümü var ama bundan yatırımcıların haberi yok, dedim. Onun için Didem'e katılıyorum. Benim bu halka arzlarda çok önemli olduğunu düşündüğüm bir müessese var, bu Türkiye'de çok uygulanmıyor, bir danışmanlık müessesesi. Şimdi halka arzlarda, İngilizcesi zaten Initial Public Offering (IPO), yani ilk defa yapılıyor, dolayısıyla şirketin bu konu hakkında fazla bir bilgisi yok. Şirket yöneticilerinin fazla bir bilgisi yok, sahiplerinin yok, şirketin bu konuda çalışacak elemanlarının buna ayıracak fazla vakitleri de yok. Yani bir şirketin CFO'su zaten şirketin günlük işleri içinde perişan olmuş çalışıyor, bir de hiç bilmediği bir konu geliyor önüne ve bu konuda genelde 3-4 ay içerisinde süratle halledilmesi gereken bir konu. Dolayısıyla biz kurum olarak, Standart Ünlü olarak, bireysel yatırımcıya açılımı olan bir kurum değiliz. Dolayısıyla o tarafta, herhangi bir halka arz tarafında yapılacak fazla bir şeyimiz olmadığı için, biraz bu konuda kafa yorduk. Biz nerede rol alabiliriz? Çünkü müşterilerimizin çoğu kurumlar, dolayısıyla kurumlara danışmanlık yapalım yani halka arz işini biliyoruz buradaki çıkar çatışmalarını biliyoruz, çıkar çatışmaları illaki olması gereken şeyler değil ama potansiyel olarak orada duruyor. Nedir bu bir aracı kurum konsorsiyumu? Sizi halka açmaya aday olduğunuz zaman, genel olarak mümkün olduğu kadar kendi müşterilerini de düşünerek, çok doğaldır bu düşük fiyattan yapmayı istemek, hele underwriting varsa işin içinde, çok düşük fiyattan yapmayı, underwrite etmek ister, bu çok doğaldır. Şirket sahipleri ise en yüksek fiyattan satmak isterler. Bunun ikisi de doğru değil tabii ki, ben ilk konuşmamda anlatmıştım, bunun optimal bir yeri var. Hem şirket için en iyi en doğru kaynağın sağlanması, hem de yatırımcı açısından orta uzun vadede en iyi getiriye sağlayacak bir fiyattan alım yapılması. Bir başka çıkar çatışması konusu zamanlamayla ilgili, bu biraz daha önemli. Özellikle büyük halka arzlarda ve piyasaların çok hareketli olduğu dönemlerde; işte ne diyoruz, önümüzdeki dönem daha hareketli olacak gibi, diyoruz. Öyle olursa Türkiye'den bir halka arz yurt dışında halka arz edilirken; aynı anda aynı aracı kurumlarda daha büyük başka halka arzlar varsa oradaki traderlar bir öncelik belirliyor. Çünkü oradaki kişilerin görevi hisseyi satmak, sattığı hisseye prim alıyor; aynı anda 3-4 tane halka arz olduğunda prim alıyor. Halka arz olduğu zaman bunu yaşadık gördük, eminim arkadaşlarım da benimle paylaşacaklardır. Türkiye'den işte X hissesi geldi bu önemli değil, şimdi biz Google'ı satıyoruz, Google gelip ben zamanımı buraya veriyorum diyebilir, dolayısıyla burada zamanlama açısından, şirket açısından doğru olan bir zaman aracı kurum için doğru olmayabilir, aracı kurum açısından doğru olan bir zaman şirket için doğru olmayabilir. Dolayısıyla biz ilk bunu TAV'ın halka arzında yaptık. TAV'ın yanında olarak, TAV şirketinin yanında olarak görevlendik. Fakat halka

arzda mümkün olduğu kadar tarafsız, zaman zaman aracı kurumların haklı olduğu konuları ortaya çıkardık, zaman zaman şirketin haklı olduğu konuları ortaya çıkararak, process'in hızlanmasına yardım ederek. Çünkü orada da söyledim, oradaki CFO'nun veya finans bölümündeki arkadaşların bu konuda zamanları da yok, bilgileri de yok. Orada onların bir elemanı gibi çalışarak katkıda bulunduk. Dolayısıyla Berra söyledi, 30 aracı kurum bu konuda faaliyet gösteriyorlar diye. Belki danışmanlık, daha çok aracı kurum bu rolü üstlenirse tabii, bunun için biraz halka arzın boyutunun büyük olması gerekiyor. Çok küçük halka arzlarda bu ekstra maliyet demektir, ama büyük katkısı olduğunu düşünüyoruz. Daha sonra bunu Ülker Çikolata'da yaptık ama erteledik halka arzı piyasa şartlarından dolayı. Şimdi iki şirkette daha yapıyoruz, bu processe çok katkısı olduğunu düşündüğümüz bir müessese. Teşekkür ediyorum.

**Nevzat ÖZTANGUT:** Çok teşekkür ediyorum. Adamın biri, bir evcil hayvan satan dükkândan içeriye girmiş, papağan alacak, bakmış orada üç tane papağan duruyor. Kaç para demiş? 500 \$ bu çok pahalı? Neden? İngilizce konuşuyor o demiş. Peki, bu kaç para? O, 1000 \$. O niye? O hem İngilizce hem Fransızca konuşuyor. Peki bu demiş, orada bir tane daha papağan duruyor, böyle kendi halinde tepe tüyleri de dökülmüş, bu demiş, 5000 \$. Allah Allah bu nedir bu kadar özel, bu hangi dilleri konuşuyor? Bunun hiç konuştuğunu görmedik ama ikisi de buna üstat diyor. Saim, bana SPK dönemindeki kıdem farkı nedeniyle üstat der, ama siz bana hiç konuşmadı, hep konuşmacılar konuştu, o oturdu demeyesiniz diye ben de birkaç bir şey söyleyeceğim, saçlarım da gördüğünüz gibi benziyor.

Şimdi halka açılma işi, aslında şirketler tarafından baktığınızda da biraz Berra Hanım'ın da söylediği gibi vizyon işi. Ve Türkiye'nin uluslararasılaşmasına bağlı olarak da sermaye yetersizliğinin de bir gereği. Yani bu sermayeyi ya banka borçlanmasına bağlı olarak bulacaksınız ya ortak alacaksınız. Ortak almak da her zaman kolay bir iş değil. Çünkü halka açılma işiyle, aynı zamanda şirketinize de ortak alıyorsunuz. Ve o ortağınızla artık bir sürü şeyi paylaşacaksınız, denetçi içeriye girecek, rapor yazılacak, efendim bütün yatırımlarınızı, diğer şeylerinizi halkla paylaşacaksınız. Bu seviyeye gelebilmek biraz da kültürel bir şey, aynı zamanda da şirketlerin büyüme potansiyellerinin, büyüme ihtiyaçlarının bir parçası olarak günü geldiğinde yapılacak bir şey. Türkiye büyüdükçe, Türkiye uluslararasılaştıkça bu şirketlerimiz daha çok rekabete açıldıkça, bir ortağa bir kaynağa ihtiyaçları olacak ve bunun da en ucuz yolu, halkın ortak olması yolu. Dolayısıyla biraz da bu yönüyle, şirketlerimizin dönem içinde daha çok artacağını düşünüyorum. Diğer taraftan, yatırımcı tarafından da baktığımız zaman



bizim gerçekten sermaye piyasasında geçmişte yaptığımız hatalı işler var. Bunu sadece bizim derken, bu masada oturan ve işin çeşitli yönleriyle tutan kişiler anlamında söylemiyorum, bunun içine, mevzuat yapıcımız, devlet, sermaye piyasasını etkileyen bütün unsurları koymak lazım. Mevzuat yapıcısı derken de sadece Sermaye Piyasası Kurulunu söylemiyorum. Sermaye piyasasıyla ilgili mevzuatı sadece SPK yapmaz, Türk Ticaret Kanunu ilgilidir, vergi tarafı ilgilidir, bankacılık tarafı ilgilidir, bankalar kanunu ilgilidir. Şimdi bir gecede batmış şirketleri dışarıda bırakırsak bunlarla ilişkili şirketler, holdingler, kendi finansman durumu, mali durumu son derece yerinde olduğu halde kapatıldı. İnsanların hisse senetleri alındı, dolayısıyla baktığımız zaman yatırımcı tarafında da bir güven eksikliği var. Yatırımcı sayılarını gördünüz, yatırımcıdan bahsediyoruz. 1.000.000'un üstünde yatırımcı olduğunu gördünüz. Nerden bakarsanız bakın bunun 800.000'i anlamlı sayıda hisse senedi tutmuyor, almış unutmuş veya 1 liranın altında bakiyesi kalmış. Zaten onu paraya dönüştürüp de hesabını kapatması mümkün değil. Peki, kim bunlar? Geçmişte yatırım yapmış, hisse senedi müşterisi olmuş ve bugün artık elini ayağını çekmiş, hisse senedi işine bakmayan insanlar. Biz Aracı Kuruluşlar Birliği olarak bir araştırma yaptık ve bu araştırma sonucunda da görüldü ki bu işte biraz da eğitim eksikliği var. Sadece güven eksikliği değil, aynı zamanda eğitim eksikliği de var. Şimdi yatırımcı kimdir, kimden yatırım yapmasını beklersiniz? A grubu sosyo ekonomik statüde olanlardan beklerseniz, B grubundan beklerseniz, B1 ve B2'den beklerseniz. Şimdi bunların tanımları var. Sadece parası olana A grubu denmiyor aynı zamanda eğitim seviyesi anlamında da bir sürü kriterleri var ve bu kesimin aynı zamanda hisse senedi yatırımı yapmadığını görüyorsunuz, şimdi A grubunun önemli bir kısmı üniversite mezunu. Her yıl yüz binlerce kişi üniversiteden mezun oluyor ama toplam yatırımcı sayısına baktığımızda 200.000 civarında. Demek ki üniversiteden mezun olanlar ve eli ekmek tutan, biraz da tasarruf yapabilen kitle hisse senedi yatırımı

yapmıyor, bizler de üniversite mezunuyuz, bizim gibi bir sürü arkadaşlarımız var, hepimizi işin içine koyarak söylüyorum. Bugün bir üniversite çatısı altında olduğumuz için bunları söylemiyorum, Türkiye'nin genel resmini anlatmak için bunları söylüyorum. Peki, hisse senedi yatırımını doğrudan acaba bireylerin yapması çok doğru mu? Kısmen doğru ama hisse senedi yatırımcılığı aynı zamanda sofistike bir yatırım, biraz da bilgi gerektiriyor. Bilgisi olan buna yatırım yapsın ama yapmayan nasıl yapacak? Kurumsal yatırımcılar vasıtasıyla yapacak. Yani, A tipi fonları veya borsada alım satımı yapılan fonlardan alım satım yapacak. Bir yandan da biliyorsunuz, İstanbul'u finans merkezi yapmak gibi bir projenin içindeyiz. Dolayısıyla sermaye piyasası yatırımlarını da özendirmek lazım. Peki, biz ne yapıyoruz? Eğer birey doğrudan hisse senedi alırsa ve bunun üzerinden bir para kazanırsa herhangi bir vergi vermiyor, yani, bireye çok güzel bir teşvik verilmiş. Acaba, birey kurumsal yatırımcı üzerinden yatırımını yaparsa, A tipi, içinde, %100 hisse senedi bulunduran bir A tipi fon alırsa ve işte o fon ne kadar güzel? Didem Hanım gibi portföy yöneticileri bunu yönetiyor, bu fonu yönetiyor, bilinçli, bilgili insanlar, onlar kanalıyla hisse senedine yatırım yaparsa. Yani şunu söylüyorum bir hisse senedi var, içinde %100 hisse senedi var, doğrudan hisse senedi almakla hiçbir farkı yok, ama o fonu alıp yarın satarsanız üzerinden %10 vergi alıyor demek, ama hisse senedini doğrudan alıp satarsanız almıyor. Demek ki, bizim bazı şeyleri de düzeltiyor olmamız lazım. Bu anlattığımız şeyler de bir mantık bulamazsınız. Neden bir birey doğrudan hisse senedi alım satımı yaparken vergi vermez, ama içi %100 hisse senedi ile dolu olan bir fonu alıp satırken vergi verir? Dolayısıyla bizim daha etkinleştirmek için, daha düzeltmek için yapacak şeylerimiz var ve bunu da hep birlikte sizin gibi konuyla ilgilenenlerin de belki katkısıyla yapacağız ve sermaye piyasamızı daha çok büyüteceğiz.



# Soru ve Cevap

**Nevzat ÖZTANGUT:** Hepinize çok teşekkür etmeden önce soru-cevap bölümünü açmak istiyorum. Eğer sorularınız varsa memnuniyetle cevaplandırırım. Buyurun, kendinizi ve bölümünüzü de bize tanıtırsanız çok sevinirim. Kendinizi tanıttın ve bölümünüzü söyleyin.

## SORU 1:

Merhaba, ben Zafer Günüş. YTÜ İşletme bölümünde okuyorum. 3. sınıfa geçiş yaptım. Benim sorum Saim Bey'e olacak. Deloitte Times'dan da okuduğum kadarıyla ve 1. turda Berra Hanım'ın da bize bahsettiği kadarıyla şirketlerde, halka arz olunan şirketlerde daha doğrusu, önemli kavramlardan birisi de şeffaflık. Bu bağlamda benim sorum da asimetrik bilgi hangi yollarla etkin bir şekilde azaltılabilir? Tabii ki bunlardan birisi şeffaflık alternatif çözüm yolları olarak soruyorum. Ne olabilir?

**Nevzat ÖZTANGUT:** Başka sorunuz var mı? Peki, cevaplayalım sonra diğer soru varsa alalım.

**Saim ÜSTÜNDAĞ:** Şimdi tabii şeffaflık dediğimizde, bu asimetrik bilgi probleminin çözümünü dediğimizde, ilk ve en önemli araç olarak finansal raporlamayı söyleyebiliriz. Özellikle de ülkemiz başta olmak üzere, artık bütün dünyada yaygınlık kazanan UFRS dediğimiz standartlar esasen



sermaye piyasalarının ihtiyaçlarını karşılamak üzere oluşturulmuş olan, 1970'li yıllardan başlanarak oluşturulmakta olan ve Enron krizi başta olmak üzere dünyanın yaşadığı bir takım problemler sonucu gerçek bir ihtiyaç olarak kullanım alanı bulmuş olan standartlardır. Sermaye piyasasına yönelik olarak oluşturuldukları için de hem finansal olan hem finansal olmayan bilgilerin, dipnotlarda yatırımcıların ihtiyaç duydukları bilginin sağlanmasına hizmet ederler. Bu tabii birkaç ayağı olan bir konu. Bu bağlamda birkaç tamamlayıcı unsur da bu bilginin kullanılabilir olması yani bu şeffaflığı sağlamaya çalışan standartların kullanılabilir olması. Bunu da sağlayan yine Uluslararası kabul görmüş denetim standartları sermaye piyasamızda da bu standartlar uygulanmakta ve denetçiler bağımsız denetimlerini bu standartlara göre yapmaktalar. Ayrıca yine bu sermaye piyasalarının uluslararasılaşmasına paralel olarak, Uluslararası Değerleme Standartları da ülkemiz sermaye piyasalarında uygulanan standartlar. Bunların hep birlikte uygulanıyor olması şeffaflığın en önemli vasıtaları. Bunun yanında biraz öncede değinildi, şirketlerin yatırımcı ilişkilerini yönetmek üzere, bünyelerinde kaynak ayırmaları, yetkin kimseleri bu alanda istihdam etmeleri de yine kurumsal yatırımcıların ihtiyaç duydukları herkese eşit ve şeffaf bilgi sağlama mekanizmasını yerine getirecek bir başka olay. Son olarak da halka açık şirketlerin faaliyetleriyle ilgili olarak yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek önemli nitelikteki bilgileri, gelişmeleri, özel durum açıklamaları vasıtasıyla açıklama zorunlulukları bulunması da yine şeffaflığı sağlamaya yönelik mekanizmalardan birisi.

## **SORU 2:**

Öncelikle tekrar hoş geldiniz. Ben yüksek lisans tez aşamasındayım. Öncelikle Zafer Bey'e bir soru yöneltmek istiyorum. Halka arz sürecinde, pazarlama aşamasında, bir harita üzerinde bahsetmiştiniz. Bu yurt dışı road show'larla ilgili olarak, Uzakdoğu bölgesinde şu an faaliyetler fazla yok ama ilerleyen dönemlerde olabilir diye. Bunun sebebi oradaki para kaynaklarının esasen paralarının yönetimlerinin Londra, New York gibi bölgelerden mi idare edilmesi yoksa, biraz daha oradaki bölgenin olgunlaşmasının beklenmesi mi? Benim düşünceme göre oradaki sermaye birikimi Arap bölgesinde Körfez Bölgesinden de ziyade daha çok üretime yönelik. Singapur dersek biraz daha teknoloji, Çin bölgesi dersek biraz kitlesel üretime dayalı ciddi bir birikim oluyor. Biz biraz daha dünyadaki trendlerin oraya doğru kaymasını mı bekliyoruz? Çünkü epey açık bir pazar var hem şirketlerimizin tanıtımı hem de ilk giren daha başarılı olur şeklinde biz bir atılım yapsak mantıklı olur mu?

**Zafer ONAT:** Şimdi Uzak Doğu'daki piyasalara bakacak olursak, Japonya da bundan 20 sene önce gelişmekte olan piyasa grubundaydı. Buradaki son ekonomik gelişmelerle beraber son on sene içerisinde Çin, onunla beraber, Kore, Tayvan gibi ülkelerin ciddi şekilde sanayileşmesi sonucu bu konuda çok ciddi miktarda para birikmeye başladı. Fakat bunlar geleneksel olarak, hep paralarını Amerika veya Londra üstünden büyük şirketler tarafından yönettiler. Sözümlü ettiğimiz Avustralya var. Avustralya şimdi artık kendi başlarına güçlendikleri için bizimki gibi gelişmekte olan piyasalara da ilgi gösteriyorlar. Dünyadaki en büyük gelişmekte olan pazarlara yatırım yapan fon, Koreli bir fon. Ama bundan 3-4 sene önce böyle değildi. Şimdi, artık kendi başlarına bu işe başlayacaklar diye düşünüyoruz, o nedenle de önümüzdeki dönem içerisinde, ki bu çok yakın bir sürede, o taraflara road show'lar yapılacak diye düşünüyorum.

**Nezvat ÖZTANGUT:** Zafer Bey'in söylediği gibi bu paralar bazı yerlerde trafik olarak Londra ve New York üzerinden geliyor ve son zamanda onlar da bizim gibi piyasalarla ilgilenmeye başladılar. Biz de onlarla daha çok ilgilenmeye başladık. Biliyorsunuz G20 toplantısı şu anda Seul'de yapılıyor ve biz bu toplantıyı fırsat bilerek Aracı Kuruluşlar Birliği olarak, SPK olarak, Seul'de Güney Kore'de bir toplantı tertip ettik. Bu akşam ben Güler Hocamın da söylediği gibi, Güney Kore'ye, Seul'e gideceğim. Perşembe günü, sabahleyin oradaki aracı kurumlara, fonlara Türk sermaye piyasasını tanıtmak amacıyla, muhtemelen Sayın Babacan'ın da katılacağı, Merkez Bankası Başkanı Durmuş Yılmaz, SPK Başkanımız, ben, İMKB Başkanı, VOBAS'ın Genel Müdürü, MKK, Takasbank Genel Müdürleri çıkıp sunum yapacağız. Oradaki sermaye piyasası çevrelerine Türk sermaye piyasasını tanıtacağız ve daha sonra ikili görüşmeler yapacağız, ziyaretler yapacağız. Dolayısıyla biz de artık oralara daha çok önem veriyor olacağız.

### **SORU 3:**

Çok teşekkür ederim. Güzel de bir haber vermiş oldunuz bize. Bundan sonraki sorum biraz Berra Hanım'a biraz da Didem Hanım'a gibi olacak. Berra Hanım'ın gösterdiği listelerde gördüğümüz kadarıyla küçük yatırımcı çok anlamlı bulmayacağımız rakamlarda yatırım yapan insan sayısı, ne kadar çok olsa da ciro büyüklüğü ve kontrol olarak o 5.000 yatırımcının ağırlığı söz konusu. Bunu kırmak için Didem Hanım'ın bahsettiği kurumsal yatırımın etkili olacağını düşünüyorum, şöyle bir mantalite var. Ben kendimden örnek vereyim, borsayla ilgilendiğimde aman ilgilenme batarsın dediler. Sonra ben profesyonel olarak ilgilenmek istiyorum dedim, aman ilgilenme milleti batırırın dediler. Böyle bir korku var açıkçası. Bu daha önceki

olanlardan mı kaynaklanıyor, yoksa bizim piyasalarımızın biraz kendini iyi tanıtamamasından mı kaynaklanıyor? Bir eleştiri olarak düşünmemek lazım ama biraz da böyle bir sıkıntı olduğunu düşünüyorum. Berra Hanım'a soruyorum bu sayıları artırmaktan ziyade, etkinliğini arttırmak için neler yapılabilir? Didem Hanım'a sormak istediğim de yatırım fonlarındaki vergi gerçekten büyük sıkıntı, onun aşılacağına da inanıyorum ama bunun dışında daha tabana yayılabilmek için bizlere, halka, yeni mezunlara, başkanımızın belirttiği gibi, elinde dar imkânları olan tasarruf sahibi olan insanlara yönelik olarak ne tarz faaliyetler yapmayı düşünüyorsunuz?

**Didem GORDON:** Kurumsal yatırımcılar olarak dediğimizde, Türkiye'de 3.000.000'un üzerinde yatırım fonu hesabı var, 6.000.000'un üzerinde de BES fonu. Dolayısıyla rakamlar çok yüksek. Yani tabana yayılmış durumdayız aslında. Ama enstrüman dağılımı olarak baktığımızda halka arzlar konumuz olduğu için, içinde hisse senedi bulunan fonlara yapılan yatırım sayısı, yatırım fonlarında üç kusur milyonun %25'ine düşüyor. Emeklilik fonlarında da altı milyon toplam hesabın hemen hemen hepsinde, büyük çoğunluğunda hisse senedi var. Dolayısıyla, ürünler aslında yüksek faiz ortamında olsak bile, oldukça tabana yayılabildi. Ama ilgi hisse senedi piyasasına daha az. Kurumsal yatırımcılar olarak elimizden geldiğince tanıtım kampanyaları yapıyoruz, biraz evvel de bahsettim, yatırımcılarla yüz yüze gelen dağıtım kanalları, bankaların şubelerindeki banka personeli, satış personeli, aracı kurumlardaki yatırım danışmanları onlar Türk yatırımcısı ile bilgi alışverişinde bulunuyorlar. Yoksa kurumlar, portföy yatırım şirketleri direkt bir ilişki içerisinde değiller. Bunlar para yönetiyorlar dolayısıyla portföy yönetimi şirketlerinin de ürünsel açıdan ve ürün yönetiminin daha etkinleştirilmesi açısından yapacağı bir çok şey var. Ama tabana yayma dediğimizde sermayeyi; bugün Türkiye'deki bir hanenin yatırımlarının %1'i civarında emeklilik fonu var, Amerika'da bu oran %35, buralara kadar çıkabilmeliyiz. Dolayısıyla burada dağıtım kanallarından çok şey bekliyoruz. Mevcut piyasa hedefi olarak da 150 milyar dolarlık bir fon hedefimiz var. Şu anda 35 milyar dolar portföy yönetiminde, 150 milyar doların yarısı hisse senedi olsa, 75 milyar dolar çok ciddi bir yatırım Türkiye sermaye piyasaları açısından. Ama bu da GSMH'nın 5-6 sene sonrasında %20'sine tekabül ediyor. Dünya ortalamasının %40 olduğunu ifade etmişim, çok çok uçuk bir rakam da değil, yapılabilir. Dolayısıyla yatırımcı kültürü geliştirilmesi ve eğitimde ciddi seferberliklere, belki bu halka arz seferberliği gibi ihtiyaç var. Yapılacak, bizim de planlarımız içinde.

**Dr. Berra KILIÇ:** 1-2 cümle ekleyeyim. Kurumsal yatırımcı tarafında ben de BES sistemini çok çok önemsiyorum. Benim doktora tez konum da

buydu. Kesinlikle mezun olup bir işe girer girmez kendinize yapacağınız en büyük iyilik herhangi bir bireysel emeklilik şirketi üzerinden katılmak ve sisteme girmek, uzun yıllar boyu birikimler sağlamak. Bu mantık geliştikçe ve oradaki yatırımcı sayısı geliştikçe, zannediyorum 2 milyonu buldu; 6 milyon o kadar büyük bir sayı ki, bu bizim doğrudan yatırım yapan 200.000 kişi diye baktığınızda, buradaki 6 milyon fevkalade güzel bir rakam. Demek ki, o kadar insana ulaşılabilmiş. Üstelik BES’de A tipi fonlar, diye tabir ettiğimiz ya da içinde hisse senedi bulunan fonlar çok tercih ediliyor. Neden? Çünkü uzun vadeli yatırım yapıyor insanlar. En az 10 yıl kalacaklar zaten vergi avantajlarından yararlanmak için, hatta yaşı gençse 20 sene o sistemde birikim yapacak, her ay küçük küçük birikim yapacak. Dolayısıyla endeks 50.000 iken de o ayki yüz elli lirası hisse senedi yatırım fonuna gidecek, 60.000 iken de gidecek, 70.000 iken de gidecek. Ertesi sene düştü tekrar 50.000 lira oldu dolayısıyla uzun vadede bu sistemde para biriktirmek fevkalade iyi ve bu fonların getirileri de çok yüksek, yani BES fonlarının doğası gereği giriş çıkış çok fazla olmadığı için, alternatif araçlara göre getiriler de son derece tatminkâr, o taraf büyüyecek. Bireysel yatırımcı tarafı çok enteresan gerçekten, hani kültürel yapıyla da bir parça ilgili diye düşünüyorum. İMKB getiride, geçen sene dünyada en çok kazandıran ikinci borsa, bu yıl birinci borsa. Yüksek reel getiriler vaat ediyor ve Türk yatırımcısı bundan yararlanmıyor. Üstelik de büyük bir getiri arayışı var. Türkiye’de de var, faizler %7’lere, %6’lara düşünce herkes ah vah yandık mahvolduk. Eskiden faizle bir gelir elde edip aile ekonomisine katkıda bulunuyorduk derken, ki bunlar ancak enflasyona göre koruyan oranlar; öte taraftan da şahane bir piyasa var, oraya çok fazla bir ilgi yok; olan ilgi de day trade için yoğunlaşmış durumda. Alayım sonra tutayım düşüncesi daha az, %30 taşıdığı pozisyon diyelim, ama işlem hacminin %90’ını yerli yatırımcı yapıyor, hisse senedi portföyünün %70’ini yabancılar tutuyor, işlem hacmindeki payları %15-20. Dolayısıyla, bu piyasaya yönelen yatırımcı, bir de üstelik, kısa sürede alayım kazanayım, hakikaten çok ciddi bir eğitim eksikliği var ve borsaya bakış açısında kültürel bir transformasyona da çok ihtiyaç var. Birliğin liderliğinde heyecanla bekliyoruz Nevzat Bey’in anlattığı o çalışmanın tamamlanmasını. Anketin tamamlanması, akademik sonuçların çıkmasını ve akabinde o bulgular doğrultusunda bir aksiyon planı alınmasını.

**Attila KÖKSAL:** Ailenizi dinlemeyin. Madem üniversitede konuşuyoruz. Sektörde gidilecek daha çok yol var ve sektördeki en önemli eksiklik kaliteli eleman. Bugün Aracı Kuruluşlar Birliği yönetimi burada, onların tuttukları anketler var. Rakamlar sanıyorum 6.000 kişi kadar sektörde çalışan var. Bunun maalesef 5.000 tanesi yatırım bankacısı olacak kapasitede değil,

daha çok bunlar trader. Elbette onlar da önemli görevler ama yatırım bankacılığı değil. Dolayısıyla Türkiye’de yatırım bankacılığına ihtiyaç var. Burası da teknik bir yer. Ben makine mühendisiyim, benim ortaklarımın hepsi elektrik mühendisi, makine mühendisi. Dört ortağımız biz. Dolayısıyla, mühendislik background’ı ile gelip yatırım bankacısı olmanız mümkün. İyi mi olursunuz kötü mü olursunuz bilemiyorum ama iyi olma şansınız olabilir. Dolayısıyla kariyerlerinize bakarken, ileride ne olacağım diye düşünürken, mutlaka yatırım bankacılığına da bakın. Çünkü işte 1.000 kişi kadar kalifiye eleman var dedik. Tam rakamları hatırlamıyorum ama araştırma analisti sayısı 200’ün altında, kurumsal finansman uzmanı 100’ün altında ya da 100-150 arası, portföy yöneticisi sayısı 50-100 kişi; komik, yani Türkiye gibi 70 milyon nüfuslu ülkede yüzer, iki yüzer, üç yüzer rakamlardan bahsediyoruz. Burada çok önemli bir gelecek var. Ailelerimiz yanlış biliyor, çünkü biz onlara anlatamadık borsayı. Sizler gelip sermaye piyasalarını bizlerden bayrakları devralarak hep aynı adamlar yıllardır konuşup duruyoruz burada, biraz gençlere ihtiyaç var. Onun için mutlaka aracı kurumlarda yazları staj yapın. Nasıl bu meslek, sizlere uygun mu değil mi? Ama bu kariyeri de mutlaka göz önünde bulundurun.

**Nevzat ÖZTANGUT.** Peki, 3 tane el görüyorum. 5 oldu.

#### **SORU 4:**

Teşekkür ediyorum. Vural Berberoğlu. Beykent Üniversitesi Bankacılık ve Finans 4. sınıf öğrencisiyim. Sorum genel bir soru, özellikle birine sormayacağım. Şirketlerin halka arz sürecinden bahsettik. Şirket, halka arz sürecinde bir aracı kuruma başvuruyor, süreç başlıyor dedik yani baştan sona kadar aracı kurumlar neredeyse tamamen ipleri eline alıyor. Aracı kurumlar bu sürece ne kadar kaynak ayırıyor, insan kaynağı olarak, sermaye olarak, ne kadar? Yeterli bir kaynak ayırıyorlar mı? Aracı kurumlar, şirketin halka arzının başarılı olup olmaması durumunda ne kadar sorumluluk üstleniyor?

**Nevzat ÖZTANGUT:** Peki, diğer soruları da alayım? Şöyle, sırayla gideceğim. Hepsini not ettikten sonra cevap vereceğim.

#### **SORU 5:**

Merhabalar. Hoş geldiniz diyorum öncelikle. Ben Ayşe Öztürk, bu okulda öğrenim görmekteyim. İşletme bölümü 3. sınıf öğrencisiyim. Ayrıca “Fikirsizler” adı altında bir öğrenci oluşumunda görev almaktayım. Benim sorum genel olacak. Nevzat Bey ortak alımından bahsetti. Sadece para,

finans kaynağı değil, ortak da alıyorsunuz dedi ve bu hiç kolay değil, onlarla da uğraşıyorsunuz dedi. Şirketler sadece finans kaynağı için mi halka arz ediyorlar, bunun altında başka bir şey var mı? Pazarlama stratejisi olabilir mi? Halka hisse açtığınızda tanınıyorsunuz, belki satışlarınıza etki ediyor olabilir, bunun farklı bir boyutu var mı? Bunu merak ediyorum. Teşekkür ediyorum.

#### **SORU 6:**

Merhabalar. Ahmet Berker ben. İşletme bölümü 3. sınıf öğrencisiyim. Öncelikle hoş geldiniz. Sorum genel olacak. İnsanlarımızın, bireysel yatırımcılarımızın ve küçük yatırımcılarımızın borsaya ilgisizliğinden, borsaya korkarak yaklaşmalarından bahsettik. Sizce, bunda manipülasyon faktörü nedir ülkemizde manipülatörler için cezasız kalıyorlar gibi bir izlenim var. Ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu uzmanları bu konuda ciddi çalışmalar yapıyorlar, gerçekten araştırıyorlar, rapor halinde sunuyorlar ama mahkemelerimizde maalesef birçoğu beraat ediyor. Bu konuda ihtisas mahkemeleri kurmak bir çözüm olabilir mi? Teşekkür ediyorum.

#### **SORU 7:**

Öğretim görevlisi Dr. Asuman Sönmez. İstanbul Kültür Üniversitesi. Öncelikle teşekkür ediyoruz Sayın Dekanımıza ve sizlere burada olduğunuz için. Halka arzın ne kadar uzun ve zor bir süreç olduğunu ben hem akademik çalışmalarımından hem de aracı kurum çalışmalarından biliyorum. Önümüzdeki yıllarda da özellikle sayın başkanımın ve İMKB, SPK başkanlarımızın önderliğinde KOBİ borsasının gelişimi öngörülüyor. KOBİ borsasının gelişimiyle bu zor sürecin hangi etapları eksilecek, ya da hangi etapları eklenecek diye merak ediyorum?

#### **SORU 8:**

Teşekkürler, benim sorum Attila Köksal Bey'e. Yabancı yatırımcıların bireysel yatırımcıların bugün bedelli sermaye artırımına yabancı yatırımcının nasıl yaklaştığını merak ediyorum. Bu şirketin patronlarının 3 ay sonra bedelli sermaye artırımını yapmayacağı veya yapma olasılığını nasıl anlatıyorlar. Bu konuda yabancı yatırımcısının yaklaşımı nedir, bunu seçerken baz aldıkları kıstaslardan birisi midir? Teşekkürler.

#### **SORU 9:**

Merhabalar. Ben Nur Şahin. İşletme 3. sınıf öğrencisiyim. Şimdi ilk 1000

şirket arasında, yani büyük şirket arasında, 872 şirketin halka arzının gerçekleştirilmediğini söylediniz. Ve bu şirketler arasında finans şirketleri de var. Ve bu şirketlerin halka arzı gerçekleştirilmemelerinin bir nedeni var mı? Öncülük etmiyorlar mı?

**Nezhat ÖZTANGUT:** Peki, şimdi bu sorulara teker teker cevap verelim. Önce adresli olduğu için Attila Bey'den başlayalım.

**Attila KÖKSAL:** Tam sorunuzu anlamamış olabilirim ama, şimdi bedelli sermaye artırımını niye yapar bir şirket kaynağa ihtiyacı varsa, bir şirket sahibi şirketini %15'ini, %20'sini halka açtı. Bunu da yabancılar ya da yerliler aldı diyelim o noktadan sonra 3 ay sonra bedelli artırım yapması çok anlamlı bir şey değil. Kendi açısından da değil. Bir şirketin kaynağa ihtiyacı yoksa kendisi açısından da anlamlı değil. Bunun böyle bir şey olacağını sanmıyorum. Bedelli artırım ihtiyacı doğacaksa ileride o halka arz sırasında da konuşulur. Halka arzda şu kadar şöyle kullanılacak, belki 2 yıl sonra sermaye artırımını gerekebilir gibi baştan konuşulabilir. Bilmiyorum hatırlıyor musunuz, böyle negatif bir şey? Ya da sizin aklınıza gelen böyle negatif bir örnek var mı? Ama sermaye artırımını yapabilir. Bu şirket için kötü bir şey olmayabilir. Bedelli sermaye artırımını yapabilir illa kötü birşey demek değil "gelen paranın nerede kullanılacağına bağlı olarak kötü bir şey değil. Ama halka arzı yapıp oradan ciddi bir kaynak elde ettikten sonra, 3-6 ay sonra, tekrar %200 ya da %300 bedelli sermaye artırımını kararı alındığı taktirde yönetim kurulu tarafından, bu çok ciddi bir şekilde yatırımı engelliyor. Buna toplu dava da açamıyoruz yönetim kurulunun iptali için. Ticaret hukukunda teminat engeli gibi bazı hükümler var. Geçmişte bunlar oldu başka şirketlerde, fakat ticaret kanunundan kaynaklanan sorun vardı, bunu SPK'ya yeni kanunlaştırma çalışmalarında dile de getirdik".

Kötü niyetle bir şey yapılıyorsa, 6 aylık bir nakavt dönemi oluyor, şirket sahipleri hisse satamıyor, ondan sonra şirketle ilgili herhangi sermaye piyasası kanuna aykırı bir şey yapılıyorsa, zaten o kötü bir şey demek değildir. Yabancı yatırımcı fonlarının çok hoşuna giden bir şey değil, devamlı sermaye artırmak. Şirket için doğrusu oysa, ondan da imtina etmezler. Yani o birazda şirketin gelişmesi ile ilgili değerlendirilmeli, yoksa hiçbir şirket sahibi de zevk için sermaye artırımını yapmaz, çünkü kendisi de katılmak zorunda, katılmazsa hisse oranı düşeceği için bilmiyorum.

**Dr. Berra KILIÇ:** Attila'nın ifade ettiği gibi, yabancı yatırımcı yüklü miktarda pozisyon taşıdığı için tabii çok memnun olmuyor belki o yol çok daha kapalı ama küçük yatırımcı için hatırlatayım sadece, biliyorsunuzdur

muhakkak, rüçhan hakkını kullanmayıp sermaye artırımından önce kupon pazarında satma şansı var, bu çok önemli bir fırsat. Yatırımcı da bunu çok iyi kullanıyor. Almak isteyen kullanıyor, bu da suiistimalleri ya da birtakım endişeleri ortadan kaldıran bir piyasa mekanizması.

**Nevzat ÖZTANGUT:** Bir diğer soru. Aracı kurumlar halka arz için ne kadar kaynak ayırıyorlar ve bu halka arz için sorumlulukları var mı? Kaynak kısmını Mete Bey'den rica ediyorum, sorumluluk kısmını da Saim Bey'den alalım.

**Mete GORBON:** Aracı kurumlar, halka arza ne kadar kaynak ayırıyor, şirketine göre değişir açıkçası. Bazı şirketlerin finansal rapor standardı vardır kurumsal olarak hazırdır. O şirket geldiğinde ne bileyim 6 ay gibi bir sürede, güzel güzel yaparsınız. Ama 3 sene boyunca halka arza hazır hale getirip arz ettiğim şirketler var. Hangi aşamasında kaç kişi var, değişiyor ama ciddi kaynaklar ayırıyorsunuz. Çünkü özellikle halka arz projesi süresince rahat 4-5 personelinizi full time müşteriye aloke ediyorsunuz. Hazırlık aşamasında tabi bu daha az olabiliyor. Sorumluluk tarafına gelince bütün aracı kurumlar bir sermaye piyasasına bağlıdır, halka arzın mevzuatını okuyup uygun bir şekilde gerçekleştirip şirketin yanı sıra aracı kurumun, ihraççıya karşı sorumluluğunuz vardır, onunla yaptığınız anlaşma ve çıkarları gerek SPK mevzuatından kaynaklanan gerek sizin yaptığınız anlaşmadan kaynaklanan, yapılan hatalar, sonuçta büyük kaynaklardan bahsediyoruz, denetçiye karşı sorumluluğunuz var, sizin yaptığınız anlaşmalar var, zarara uğratmak olsun Attila Bey çok güzel bahsetti, öbür tarafa karşı da sorumluluğumuz var. Aslında aracı kurum riskli pozisyonda, herkese karşı sorumlu diye düşünüyorum.

**Nevzat ÖZTANGUT:** Bir soru da gerçi benim söylediğime atıf yapılarak soruldu ama ben cevabı Zafer Bey'den rica edeceğim. Ortak olmak amacıyla yapılan bir şey sadece bir finansman amacı ile yapılan bir şey midir, yoksa bunun altında şirketin kendini tanıtmayı, bir pazarlama stratejisi de bunun bir parçası mıdır?

**Zafer ONAT:** Aslında, halka arzlarda şirkete ortak almak görünen kısmı. Daha ucuz sermaye sahibi olmak bunun karşılığında da halkı ortak etmek bizim gözlemlediğimiz kadarıyla bunu kendi yaşadığımız bir örnekten anlatmak istiyorum. Biliyorsunuz Finansbank 2006 senesinde yabancı yatırımcılara satıldı. Hüsnü Özyeğin, benim eski patronum. Bizi bu satış kararını vermeden önce çağırdı ve dedi ki, arkadaşlar artık şirketimiz öyle bir boyuta geldi ki bunu bir aile şirketi olarak benim yönetmem mümkün



değil. Daha ciddi şekilde kurumsallaşmamız bekleniyor ve biz bunu satmak durumundayız, bu blok bir satışı. Halka arzdaki ana maksatlardan bir tanesi şirketi kurumsallaşmaya, daha hızlı büyümeye, globalleşmeye taşıyabilmektedir. En büyük faydasını da şirketler burada görüyorlar. Çünkü halka açılan şirketler, belirgin bir disiplin içine girdikleri için çok daha kredibiliteleri yüksek şirketler haline geliyorlar. İç uygulamaları, prosedürleri, hepsi uluslararası standartlara uygun hale geliyor bu da onlara, doğal olarak çok ciddi bir avantaj haline geliyor, ciddi bir faydayı sağlıyor. Tanınırılık vs. onlar ikinci planda kalıyorlar. Benim bildiğim kadarıyla en ciddi faydayı bu konuda yaşıyorlar.

**Nezhat ÖZTANGUT:** Bir soru da KOBİ borsasına ilişkin. KOBİ borsasında yapılan yeni düzenlemelerle halka açılma sürecinde hangi etaplar eksilecek ve ne gibi kolaylıklar var? Bu sorunun cevabını da İMKB yönetim kurulu üyesi şapkasıyla Berra Hanım'dan rica edelim.

**Dr. Berra KILIÇ:** Asuman hanım, KOBİ borsası dedi, hakikaten bu oturdu benimsendi ama artık KOBİ borsası diye birşey de kalmadı. Bir önceki dönem Sanayi Bakanının ortaya koyduğu bir projeydi, Türkiye bir KOBİ ülkesi, ayrı ayrı borsalar kuralım ya da bir borsa, küçük şirketler burada işlem görsün, böyle de bir girişim oldu. Özel bir şirket olarak, fonlar bile toplandı aracı kurumun, sektörün katılımıyla. Ama sonra bunun çok feasible olmadığı teknik çalışmalardan sonra görüldü ve bu proje ortadan kalktı. Ama, yerine ne geldi, İMKB bünyesinde Gelişen İşletmeler Piyasası adı altında yeni bir piyasa dizayn edildi. O tür şirketler artık burada işlem görecektir, henüz faaliyete geçmedi ama geçtiği noktada çok önemli birkaç değişiklik getirecek. Bir tanesi sizin ifade ettiğiniz gibi prosedürlerde önemli bir kolaylık var. Çok uzun uzun izahnameler, doldurulmayacak bir takım bilgi formlarıyla kamuya gitmek gerekmeyecek. Ortak satışı olmayacak muhakkak sermaye artırımı yolu ile halka arz yapılacak. Piyasa danışmanı gerekiyor, kendilerinin elinden tutan bir yol gösterici olarak ve piyasa yapıcılığı sistemi ile faaliyet gösterecek Gelişen İşletmeler Piyasası. Bunlar hep sürecin inşallah artıları, yaşanınca görecek. Somut olarak da maliyetler tarafında çok ciddi tasarruf var. Halka arz maliyetleri hemen hemen %50'ye yakın düşük. Ne tarafta düşük SPK harçları, İMKB harçları gibi hususlar. Ayrıca KOSGEB bütün halka arz maliyetlerinin karşılanması doğrultusunda bir de çalışma yapıyor.

**Nezhat ÖZTANGUT:** Son olarak da küçük yatırımcıların ilgisizliği ve manipülasyona dair bir soru vardı. Manipülasyon söylentileri ve gazetelerde çıkan haberler, sermaye piyasasının İMKB'nin imajını zedeleyen bir şey

ama manipülasyon olmadığı zaman, evet manipülasyon yapılmıştır, olur, fakat bu sadece Türk sermaye piyasasının problemi değildir. Bu bütün ülkelerin sermaye piyasalarının problemidir. Aslına bakarsanız sermaye piyasası en çok düzenlenen piyasa olduğu için, buradaki manipülasyonun önce yasak olduğu yasalara yazılmıştır, çıkmıştır. Sonra ortaya çıktığı zaman sansasyonel haberler olarak ortaya çıkar. Ama manipülasyon sadece sermaye piyasasında yapılmaz, bir çok piyasada da bilmediğimiz görmediğimiz manipülasyonlar vardır. Tabii ki iyi birşey değildir, tabii ki engellenmesi gerekir. Ama şunu söylemek istiyorum; bir, sadece Türk sermaye piyasasının problemi değildir. İki, üzerinde manipülasyon yapılan hisse senetlerinin adetlerine baktığımızda veya genel piyasa yerine içindeki baktığımız zaman manipülasyona tabi olmuş senet sayısı ve bundan zarar gören yatırımcı sayısı da son derece azdır. Fakat haberin kendisi çok ilgi çekicidir ve basın da flaş haber olarak gözler önüne sermek istediği türden ilgi çekici haberlerdir. Olay büyütüldüğü kadar Türk sermaye piyasalarına hakim olmuş ama imajı bozan algılamayı da bozan bir problemdir. Fakat bireysel yatırımcı, Türk sermaye piyasasında manipülasyon olduğu için mi yatırım yapmıyor. Hayır, bir çok sebepleri var, biz bunu Türkiye çapında yaptığımız anketlerle tespit ettik. Tabi herkesin bir fikri vardır, Türkiye’de neden hisse senedi yapılmıyor diye, bizler de dahil. Ama biz bunu bir anketle, bilimsel olarak anlamak ve görmek istedik. Ama bunun içinde de manipülasyon çok büyük bir faktör değil. Yatırım yapmaktan kaçınmak ile ilgili olarak, başka faktörler de var.

İSO 1000 şirketinin neden 872 tanesi açık değil diye tartışırken finans şirketleri neden öncülük yapmıyor, bu şirketler içinde finans şirketleri yok. Bunlar sanayi şirketlerinin en büyük 1000 sıralaması. Dolayısıyla finans şirketlerinin büyüklük açısından bu 1000 şirketin üzerine koysaydık halka açık çok şirket olurdu. Çünkü finans şirketlerimizin çoğu halka açık. Bankalarımıza baktığımız zaman birçok banka halka açık, sigorta şirketlerinde halka açıklık sayı olarak yüksek değil ama oldukça fazla sigorta şirketimiz var, aracı kurumlarımızda ise bir size büyüklük problemi var, onların da gelecek dönemlerde halka açılacağını düşünüyoruz.

Evet, çok teşekkür ediyoruz bizi dinlediğiniz için. 5’te bitirmeyi düşünüyorduk ama sizlerin de ilgisiyle bir 15 dakika sarktık. Tekrar, teşekkür ediyorum size konuşmacı arkadaşlar olarak bu saate kadar dinlediğiniz için biz sizi alkışlamak istiyoruz.

**Prof. Dr. Güler ARAS:** Değerli oturum başkanı ve değerli panelistlere verdikleri çok değerli bilgiler için teşekkür ediyorum. Bugün burada

ortaya çıkan sonuçların sermaye piyasamızın gelişimi için önemli katkılar sağlayacağından eminim. Daha önceki toplantıda olduğu gibi bu toplantının sonuçlarını da rapor halinde hazırlayarak ilgili kurumlara ileticeğim. Bugün ulaştığımız bu sonuçların bundan sonraki düzenleme ve uygulamalarda ilgili otoritelerce dikkate alınması dileğiyle, sizlere bugünün bir hatırası olarak birer plaket vererek teşekkür etmek istiyorum. Ayrıca siz değerli konuklarımıza da katılımınız ve bizleri dinlediğiniz için çok teşekkür diyorum. Kurumsal otoritelerin konuk edileceği bir sonraki halka arz toplantısında görüşmek dileğiyle.

# Toplantı Sonuç Raporu

**T**oplantıda ele alınan konular ve ulaşılan sonuçları genel hatlarıyla şu şekilde özetlemek olanaklıdır:

- Önceki toplantılarda olduğu gibi bu toplantıda da, halen sermaye piyasasının önemli bir bileşeni olan halka açık ortaklıklar tarafında yeterince firma bulunmadığı, ölçekleri itibariyle halka açık olmaları beklenen büyük sanayi işletmeleri de dahil, potansiyel firmaların çoğunun halka arz konusunda isteksiz olduğu, daha fazla firmanın sermaye piyasamıza gelmesini sağlamak için halka arz öncesi ve sonrası sürecin etkinliğinin sağlanmasının temel koşullardan birisi olduğu vurgulanmıştır.
- Firmaların genellikle finansman yapısını düzeltmek (borç ödeme gücünü) ve büyümeyi finanse etmek için halka arz yolunu seçtikleri, belli bir büyüklüğe sahip sağlıklı finansman yapısını oluşturmuş firmaların ise, halka arza ilgi göstermediği belirtilmiştir. Bunun için, öncelikle firmalara ısrarla halka arzdan doğan kazanımlarının neler olacağı ve halka arzı kolaylaştırıcı yolların anlatılması gerektiği vurgulanmıştır.
- Şu an Türkiye ekonomisinin mevcut durumu ve finansal sistemin koşulları firmaların sermaye piyasasına gelmesi ve bu yolla finansman sağlanması için son derece uygun bir ortam sunmaktadır.
- Fiyatlama, firmanın piyasada gerçek değerini bulması ve performansı açısından en önemli faktörlerin başında gelmektedir. Bu nedenle, aracı kurumların doğru değerlendirme ve fiyatlama yapması ve uygun yöntemleri kullanması gereklidir.
- Yatırımcı yönünde aşırı yoğunlaşma, işlemlerin çok büyük bir kısmının sadece sınırlı sayıdaki büyük yatırımcı tarafından gerçekleşmesine yol açmaktadır. Bu durum piyasaya dahil etmeye çalıştığımız küçük yatırımcıyı ürkütmekte, esas amacı mülkiyeti tabana yaymak olan sermaye piyasasını gerçek hedefinden saptırmaktadır.

- Yatırımcıların piyasaya kazandırılması temel gerekliliklerin başında gelmektedir. Bu amaç doğrultusunda, gerekli güven ortamının temin edilmesi temel anahtardır. Geçmişte, özellikle "kapanan tahtalar" ve özelleştirme yoluyla halka arz sürecinde yaşanan olumsuzlukların yatırımcı güvenini sarstığı ve bunun ortadan kaldırılması gerektiği vurgulanmıştır.
- Hedef yatırımcının ilgisinin sağlanmasının halka arzın başarısında son derece önemli etkisi bulunmaktadır. Halka arzın etkin bir şekilde yapılabilmesi için, aynı zamanda uygun pazarlama ve tanıtım ile hedef yatırımcıya ulaşılabilir. Aracılık süreci burada son derece önemlidir.
- Yatırımcıların sadece başlangıçta beklentilerinin karşılanması halka arzda yeterli başarıyı sağlamaz. Halka Arz sürekli bir ilişkidir. Başarı için; sürdürülebilir ve gerçekleştirilebilir performans istenmektedir. Denetim mekanizması ve kurumsallaşmayla beraber belirsizliklerin de ortadan kaldırılması gerekir.
- Halka arzda amaç; hisse senedinin bir kerelik satılmaya çalışılması değildir. Rekabet ortamına sahip sürdürülebilir bir gelişim hedefleyen bir dönüşüm sürecidir. Düşünülmesi gereken, sadece satış aşaması olmamalı, halka arz öncesi ve halka arz sonrası beraber ele alınıp değerlendirilmelidir.
- Kurumsal yatırımcının varlığı, sisteme geç dahil olan bireysel emeklilik fonları halka arzların performansını artırmakta, piyasaya derinlik kazandırmaktadır. Daha önceki toplantıda da ısrarla vurgulandığı gibi, kurumsal yatırımcının piyasada varlığını artırmak için sürekli ve daha etkin çalışmalıdır.
- Kurumsal yatırımcılar açısından halka arz sürecinde öne çıkan konular fiyatlandırma, zamanlama ve vergi olmaktadır. Yerli kurumsal yatırımcıların vergi yükümlülüğü sadece halka arzı değil, genel olarak bu yatırımcıların piyasaya katılımını engellemektedir. Bu kapsamda özellikle portföyünde hisse senedi bulunan yatırım fonları tabii olduğu ilave vergi yükünün yatırımcı tercihlerinde yarattığı çarpıklıklar, bu durumdaki kurumsal yatırımcıların büyüme potansiyeli üzerinde önemli bir engel olarak görülmektedir ve düzeltilmesi ümit edilmektedir.
- Yabancı yatırımcılar hem ikinci el piyasada hem de birincil piyasalarda etkinliği/ağırlığı fazla olan yatırımcılardır. Bu tür yatırımcıların halka

arzlara katılımı yurt içi koşulların yanında yurt dışı piyasalarda da uygun koşulların oluşumuna bağlıdır. Bu koşulların başında fiyatlama gelmektedir. Yurt dışı yatırımcılar halka arzları hem yurt içi hem de yurt dışı faktörlere göre fiyatlamaktadırlar. Ayrıca, zamanlama açısından yurt içi ve yurt dışı piyasaların uygun konjonktürde olması beklenmektedir. Olumlu bir gelişme olarak; yabancı yatırımcılar açısından bakıldığında, geçmiş yıllarda ülke riski en önemli konu iken, artık şirket ve sektöre ilişkin büyüklüklere bağlı beklenti ve riskler ön plandadır.

- Aracılık faaliyetini yürüten aracı kurumlar incelendiğinde, çok az bir kısmının halka arzlarda aktif olduğu, sadece ona yakın aracı kurumun halka arza aracılıkta lider konumda olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, halka arz sürecinde aracı kurumların plasman gücünün görüldüğü kadar etkin olmadığı vurgulanmıştır.

Toplantıda ulaşılan bu sonuçların, sermaye piyasamızın gelişimi için yararlı açılımlar getirmesini dilerim.

**Prof. Dr. Güler ARAS**



## **TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ**

Büyükdere Caddesi No:173  
1. Levent Plaza A Blok Kat:4  
1. Levent 34394 İstanbul  
Telefon: 212- 280 85 67  
Faks: 212-280 85 89  
[www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr)  
[info@tspakb.org.tr](mailto:info@tspakb.org.tr)

ISBN