



Birincil piyasalar daha önceden halka arz edilmemiş olan ilk defa alınıp satılan hisseleri kapsayan bir piyasadır. İlk halka arz piyasası bu kapsamdadır. Halka açılma veya halka arz, bir anonim ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu bir doğrudan finansman yöntemidir. Firmalar neden halka açılır? Pek çok durumda bunun en basit cevabı sermayeyi artırmaktır. Kurucular ve diğer ortaklar halka açık bir pazar yaratarak gelecekte elde edecekleri bazı faydaları nakde çevirmektedirler. Genellikle yatırımcıların beklentilerinin aşırı iyimser olduğu ve piyasa koşullarının olumlu olduğu dönemlerde, firmalar hisse senedi çıkarmayı bir “fırsat penceresi” olarak görmekte ve halka arzlarını zamanlamaktadırlar.

Birincil piyasalar ve halka arz konusu akademik çevrelerde bir dönem yoğun ilgi görmüştür. Bu nedenle konunun daha iyi anlaşılması açısından ben de size finansal piyasalar konusunda çeşitli çalışmalar yapmış olduğum sayın hocamız Prof. Dr. Mehmet Baha Karan ile 2008 yılında tamamladığım doktora tezimden bir kesit sunuyorum (Umutlu G, 2008):

Halka arz literatürüne ait çalışmalar hisse senetlerinin performanslarını iki zaman diliminde incelemektedir: Bunlardan birincisi hisselerin borsada işlem görmeye başladıkları ilk gündeki performanslarıdır. Hisse senetleri halka arz edildikleri ilk gün genel olarak piyasa performansının üzerinde bir performans göstermekte ve kısa vadede yatırımcılarına normalin üzerinde pozitif getiri sağlamaktadır. Bunun nedeni halka arz edilen hisse senetlerinin olması gerekenin altında bir fiyattan satışa sunulmasıdır. Bu olgu literatürde “düşük fiyatlama” olarak adlandırılmaktadır. Diğer taraftan ikinci olarak, bu hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerine yapılan uluslararası çalışmalar karma sonuçlar vermektedir; ancak genel eğilim halka arz sonrası uzun dönemde performansın düştüğü yönündedir.

Düşük fiyatlamanın çok aşırı olduğu, sayıca ilk halka arzların fazlalaşarak belirli endüstrilerde yoğunlaştığı zamanlar sıcak halka arz dönemleri olarak ifade edilmekte iken daha az sayıda halka arzın gerçekleştiği, düşük fiyatlamanın nispeten daha az olduğu zamanlar soğuk dönemler olarak adlandırılmıştır. Sıcak arz dönemlerinde piyasa hareketlenir, kısa dönemde yüksek kârlar elde edebilme potansiyeli nedeniyle yatırımcıların ve medyanın ilgisi inanılmaz boyutlara ulaşır. Halka arzların belirli zamanlarda ve endüstrilerde kümelenmesine dair ilk açıklamalar Ibbotson ve Jaffe (1975) ve Ritter'dan (1980) gelmiştir. İlk kez Ibbotson ve Jaffe (1975) halka arzlarda ortalama getirilerin yükselerek halka arzların artışa geçtiği dönemleri sıcak dönem olarak adlandırmıştır. Ibbotson ve Jaffe'ye (1975) göre sıcak dönemler tahmin edilebilir ve bu dönemlerde halka arzda bulunan firmaların elde edeceği kazanç yükselecektir. Firmalar açısından sıcak dönemlerde halka arzda bulunmak soğuk

dönemlerde halka arzda bulunmaktan kuşkusuz daha fazla prim sağlayacaktır. Ritter (1980) ise halka arzlarda sıcak piyasada oluşan getirilerin yalnızca doğal kaynaklara bağlı endüstrilerde yükseldiğini gözlemleyebilmiştir ve ilk yüksek getiriler sayıca daha fazla şirketin halka açılmasına neden olmaktadır. Özellikle 80li yılların başında petrol ve gaz şirketleri fiyatlarındaki aşırı yükselme yatırımcıların suiistimal edilmesine neden olmuştur. 90lı yıllarda ise büyük bir internet çılgınlığı yaşanmış ve halka açılan teknoloji firmalarının sayısındaki artış 2000'e doğru halka arz sonrası getirilerin %79'unu negatif hale getirmiştir.

Halka arzların piyasanın yükselişe geçtiği sıcak dönemlerde artış gösterdiği ve halka arzda bulunan firmaların daha sonra performanslarının düştüğüne dair literatürde kanıt gösteren çalışmalar 4 başlık altında incelenecektir:

1. Kısa ve Uzun Dönem Performansa Dayalı Çalışmalar
2. İrrasyonelite ve Davranışsal Kurama Dayanan Çalışmalar
3. Asimetrik Bilgi ve Hisse Senedi Sinyalleme Modeline Dayanan Çalışmalar
4. Halka Açılma Kararını Belirleyen Etkenler

1. Kısa ve Uzun Dönem Performansa Dayalı Çalışmalar:

İlk kez halka arz edilen hisse senetlerinin performansları ile ilgili olarak yapılan çalışmaların tamamında hisselerin başlangıçta düşük fiyatlandırıldıkları ve borsada işlem görmeye başladıkları ilk günde prim yaptıkları sonucu ortaya konmuştur. Ritter (2003) tarafından oluşturulan aşağıdaki özet Tablo 1'de pek çok ülkede ortalama ilk gün getirilerinin pozitif olduğu ve düşük fiyatlama olgusunun geçerli olduğu görülmektedir:

Tablo 1: Halka Arzlarda Ortalama İlk Gün Getirileri

Ülke	Örneklem Büyüklüğü	Zaman Aralığı	Ortalama İlk Gün Getirisi (%)
Amerika	14840	1960-2001	18.4
Almanya	407	1978-1999	27.7
Avustralya	381	1976-1995	12.1
Avusturya	83	1984-2002	6.3
Belçika	86	1984-1999	14.6
Brezilya	62	1979-1990	78.5
Çin	432	1990-2000	256.9
Danimarka	117	1984-1998	5.4
Endonezya	237	1989-2001	19.7
Filipinler	104	1987-1997	22.7
Finlandiya	99	1984-1997	10.1
Fransa	571	1983-2000	11.6
Güney Afrika	118	1980-1991	32.7
Hindistan	98	1992-1993	35.3
Hollanda	143	1982-1999	10.2
Hong Kong	857	1980-2001	17.3
İngiltere	3122	1959-2001	17.4
İspanya	99	1986-1998	31.1
İsrail	285	1990-1994	12.1
İsveç	332	1980-1998	30.5
İsviçre	120	1983-2000	34.9
İtalya	181	1985-2001	21.7
Japonya	1689	1970-2001	28.4
Kanada	500	1971-1999	6.3
Kore	477	1980-1996	74.3
Malezya	401	1980-1998	104.1
Meksika	37	1987-1990	33.0
Nijerya	63	1989-1993	19.1

Norveç	68	1984-1996	12.5
Polonya	140	1991-1998	27.4
Portekiz	21	1992-1998	10.6
Singapur	441	1973-2001	29.5
Şili	55	1982-1997	8.8
Tayland	292	1987-1997	46.7
Tayvan	293	1986-1998	31.1
Türkiye	163	1990-1996	13.1
Yeni Zelanda	201	1979-1999	23.0
Yunanistan	338	1987-2002	49.0

Uzun dönemde ise getirilerde büyük bir düşüş olduğu Loughran, Ritter ve Rydqvist (1994) tarafından oluşturulmuş olan özet Tablo 2'den gözlemlenmektedir:

Tablo 2: Halka Arzlarda Uzun Dönem Getiriler

Ülke	Örneklem Büyüklüğü	Zaman Aralığı	Toplam Anormal Getiri
Amerika	4753	1970-90	-20.0%
Almanya	145	1070-90	-12.1%
Avustralya	266	1976-89	-46.5%
Brezilya	62	1980-90	-47.0%
Finlandiya	79	1984-89	-21.1%
İngiltere	712	1980-88	-8.1%
Japonya	172	1971-90	-27.0%
Kanada	216	1972-93	-17.9%
Singapur	45	1976-84	-9.2%
Şili	218	1982-90	-23.7%

Literatürdeki halka arzda düşük fiyatlama ve halka arz sonrası uzun dönemde düşük performans bulguları piyasanın değerinin yükseldiği sıcak zamanlarda hisse ihracı yapılarak yüksek değerlemeden yararlanıldığı ve halka arz sonrasında değer düşüklüğü yaşandığına işaret etmektedir. Genellikle firmalar PD/DD oranının artış gösterdiği zamanlarda halka açılmaktadırlar ve uzun dönemde görülen düşük performans sıcak zamanlarda açılan genç firmalara özgü bir durumdur. Kendini kanıtlamış ve soğuk zamanlarda halka açılan firmalarda uzun dönemde bir performans değişikliğine rastlanmamaktadır. Loughran, Ritter ve Rydqvist (1994) halka açılan şirketlerin kısa ve uzun dönemli performanslarını inceledikleri çalışmalarında şirketlerin piyasa koşullarının olumlu olduğu zamanlarda halka arzda buldukları ancak uzun dönemde yatırımcıların düşük getiriler elde ettiklerini belirtmişlerdir.

Uzun dönem performans konusunda kapsamlı bir çalışma yapan Loughran ve Ritter (1995) Amerika'da 1970-1990 arasında hisse senedi çıkaran firmaları incelemişler ve bu firmaların ilk halka arz tarihinden itibaren 5 yıl sonra ortalama %5 ve dönemsel halka arzlarda ortalama %7 gibi düşük getirilere sahip olduğunu görmüşlerdir. Bu çalışmaya göre yatırımcıların arz tarihinden 5 yıl sonra hisse senedi çıkarmayan firmalarla aynı zenginlikte kalabilmek için hisse senedi çıkarmayan firmalardan %44 oranında daha fazla yatırım yapmaları gerekmektedir. Spiess ve Affleck-Graves (1995) ise 1975-1989 yılları arasında dönemsel hisse senedi çıkaran firmaların, aynı endüstride ve aynı büyüklükte hisse senedi çıkarmayan eş firmalara göre düşük performans gösterdiğini bulmuştur.

Brav ve Gompers'a (1997) göre düşük performans, firmaların halka arz yapıp yapmamasıyla ilişkili değildir, düşük performans risk sermayesine dayalı olmayan,

küçük büyüklükte ve düşük PD/DD değerine sahip olan firmalarda oluşmaktadır. Getirilerin hesaplanma şekli de düşük performans sonucunu değiştirebilmektedir. Örneğin, bu çalışmada ilk halka arzlarda düşük performans eşit ağırlıklı getirilerde görülmez iken değer ağırlıklı getirilerde görülmektedir. Risk sermayesine dayalı olan ve olmayan firmaları karşılaştıran Brav ve Gompers (1997) risk sermayesine dayalı şirketlerin risk sermayesine dayalı olmayan şirketlere göre daha yüksek performans gösterdiğini bulmuştur ve aynı zamanda halka arzda bulunan bu şirketlerin aynı büyüklük ve PD/DD oranına göre oluşturulan halka arzda bulunmayan eş portföylerin üzerinde düşük değil yüksek performans sergiledikleri görülmektedir. Dolayısıyla halka arzda bulunan şirketlerde aynı büyüklük ve PD/DD değerine sahip olan halka arzda bulunmayan şirketlere göre uzun dönemde düşük performans görülmeyebilir. Fama ve French'in üç faktörlü modelini kullanarak büyüklük ve PD/DD değişkeninin etkisini de kontrol eden Brav ve Gompers risk sermayesine dayalı olmayan şirketlerin yine düşük performans gösterdiğini bulmuştur. İlk halka arz zamanında risk sermayesine dayalı şirketleri pazar daha iyi olarak değerlendirmektedir; çünkü risk sermayesine dayalı şirketler genelde büyüme potansiyeli yüksek olan genç firmalardır.

Eckbo, Masulis ve Norli (2000) hisse senedi çıkarmayan aynı büyüklükte ve PD/DD oranına sahip olan firmaların hisse senedi çıkaran firmalara göre yüksek performans gösterdiğini bulmuştur. Eckbo, Masulis ve Norli'ye (2000) göre hisse senedi çıkaran firmaların kaldıraç oranı azaldığı için sistematik riskinin de azaldığı unutulmamalıdır. Daha az sistematik risk ile karşılaşan firmaların beklenen enflasyona ve iflas riskine maruz kalması olasılığı azalacağı için beklenen getirileri de azalır. Hisse senedi çıkaran firmaların aynı zamanda hisselerinin likiditesi de artacağı için beklenen getirileri düşmektedir. Dolayısıyla eş firmalara göre bulunan düşük getiriler riskin kontrol edilmemesinden oluşmaktadır. Eckbo, Masulis ve Norli (2000) oluşturdukları faktör modelinde daha önceden bulunan düşük performansın riskten kaynaklandığını bulmuştur.

Ritter ve Welch (2002) 1980 yılından 2001 yılına kadar Amerika'da her iş gününde en az bir şirketin halka açıldığına ve ilk işlem gününden sonra fiyatların ortalama %18,8 oranında arttığına dikkat çekmektedirler. Bununla birlikte üç yıl aynı piyasa kapitilasyonu ve PD/DD oranına sahip firmaların yapmış olduğu halka arzlarda ortalama ağırlıklı CRSP pazar endeksinden %23.4 düşük performans sergilediğine dikkat çekmektedir.

İlk halka arzlarda uzun dönemde şirketlerin faaliyete dayalı performanslarının düşüp düşmeyeceği de tartışılmaktadır. Jain ve Kini (1994) Amerikan şirketlerinde varlık devir hızı, satışlar, varlıkların getirisi gibi faaliyet ölçütlerini kullandığı çalışmasında ilk halka arzlardan sonra yaklaşık 5 yıl içerisinde faaliyete dayalı performansın düştüğünü bulmuştur. Bu çalışmada PD/DD oranı, Fiyat-kazanç oranı ve hisse başına kâr gibi ölçütlerde de düşüş olduğu belgelenmektedir. McConaughy, Dhatt ve Kim (1995) ise halka açılan firmaları aynı büyüklükte ve PD/DD oranına sahip firmalarla eşledikleri çalışmalarında halka arz sonrasında firmaların değerlerinin düştüğünü bulmuş ancak firmaların verimlilik ve kârlılıklarında bir düşüş gözlemleyememiştir. Yan ve Cai (2003) de 700'den fazla ilk halka arz yapan Japon firmalarını incelediği çalışmasında ilk halka arz sonrası firmaların faaliyetlerinde düşüş yaşandığını ve yatırımcıların ve yöneticilerin halka arz zamanında aşırı iyimser davrandıklarını söyleyerek piyasa zamanlaması hipotezine destek vermişlerdir.

Coakley, Hadass ve Wood (2004) ise risk sermayesine dayalı olan firmalar ile risk sermayesine dayanmayan İngiliz firmalarını incelediği çalışmada sadece risk sermayesine dayalı şirketlerde ilk halka arz sonrasında faaliyete dayalı performansın artacağını bulmuştur.

İlk halka arzlarda uzun dönemde faaliyete dayalı performans sermaye yapısından da etkilenebilmektedir. İlk halka arzlarda sermaye tabana yayıldığından temsilcilik problemleri oluşacak ve performans düşecektir. Mikkelson, Partch ve Shah (1997) halka açılmanın hissedarlık ve yönetimi ayırarak yöneticilerin sermaye sahipliğini düşürdüğünü bulmuştur. Ancak varlıkların getirisinde sadece ilk yıl bir düşüş gözlemlenmiş ve uzun dönemde böyle bir etki saptanamamışlardır. Kutsuna, Okamura ve Cowling (2002) ise Japon firmalarında yönetsel sermayeye ve firma büyüklüğüne göre faaliyete dayalı performansın etkilendiğini belgelemektedir. İlk halka arz sonrasında yöneticilerin sermaye payı azalıyor ise düşük performans gözlemlenmektedir. İlk halka arz sonrasında en büyük 10 yöneticinin payı ile kârlılık ve büyüme oranları arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Ancak düşük performans daha çok büyük ve kurumsallaşmış firmalarda daha fazla olmaktadır. Kim, Kitsabunnarat ve Nofsinger (2004) Tayland firmalarında ve Wang (2005) da Çin firmalarında halka açılma sonrası faaliyetlerde düşük performans bulmuştur.

2. İrrasyonelite ve Davranışsal Kurama Dayanan Çalışmalar:

Davranışsal finans modelleri düşük fiyatlama, uzun dönem düşük performans ve ilk halka arzlardaki sıcak-soğuk piyasa anomalilerinin nedenini yatırımcının iyimserliğine ve duygusallığına bağlı olarak oluşan irrasyonelitesine dayandırarak açıklamaya çalışmaktadır.

Davranışsal finans üzerine yapılan çalışmaları başlatan nedenlerin başında yatırımcıların karar alma mekanizmalarının rasyonellikten sapabileceğini ortaya çıkaran uygulamalı psikolojidir. Tversky ve Kahneman'ın (1979) insanların risk altında karar verme süreçlerini anlatan olasılıkçı teorisi, insanların olayları tahmin etme ve ihtimalleri değerlendirmede yaşanan zorlukları basite indirgeyen sınırlı sayıdaki prensiplere bağlı kaldığını ortaya çıkarmıştır. Buna göre bireyler kararlarını eldeki bilgilerin en çarpıcı ve en günceline göre alırlar ve genellikle daha önceki bilgilere önem vermezler. Bu tutum karar verilmesi gereken konu ile ilgili bütün bilgilerin toplanmasını ve irdelenmesini gerektiren rasyonel davranıştan uzaktır. Dolayısıyla bireyler bazı bilgilerin ve gelişmelerin etkisine olması gerekenden daha fazla önem verirler ki bu finans literatüründe "aşırı tepki" davranışı olarak adlandırılmaktadır. Aşırı tepki davranışı bireyleri gereğinden fazla iyimser veya kötümser davranmaya itmektedir. Bazı bilgilere gereğinden fazla önem veren iyimser veya kötümser yatırımcılar daha sonra hayal kırıklığıyla veya yanılmayla karşılaşacaklardır.

DeBondt ve Thaler (1985) "aşırı tepki" davranışını test ettikleri çalışmada hisse fiyatlarında eğer gereğinden fazla artış ya da azalış görülüyorsa bu hareketlerin tersine döneceğini ve ilk fiyat artışı ne kadar yüksek ise sonradan gelen düzeltme hareketinin de o kadar yüksek olacağına işaret etmiştir. DeBondt ve Thaler (1985) geçmişte kaybedenlerin gelecekte kazançlı olacağını ve geçmişte kazananların gelecekte kaybedenlerden olacağını göstererek hareketlerin tersine döneceğini

ispatlamıştır. Geçmişte kaybedenlerin şu an geçmişte kazanan portföylerin üzerinde performans gösterdiğini bulan DeBondt ve Thaler (1985) bu çalışmada aşırı tepki hipotezini doğrulamıştır. DeBondt ve Thaler (1987) yatırımcılar gibi piyasa analistlerinin de bazı bilgilere gereğinden fazla önem vererek sistematik hatalar yaptığını işaret etmiştir. Analistlerin tahminleri oldukça iyimser ve aşırı olup uzun vadede belirsizlik artacağı için 2 yıllık tahminlerin 1 yıllık tahminlerden daha fazla olduğu görülmüştür. DeBondt ve Thaler'e (1987) göre gereğinden fazla iyimserlik ve kötümserlik piyasa değerlerinden kaynaklanabilmektedir.

Genellikle PD/DD oranları yüksek iken piyasa iyimser, bu oran düşük iken piyasa kötümserdir. Rosenberg, Reid ve Lanstein (1985) düşük PD/DD oranına sahip hisse senetlerine yatırım yapıldığında normalin üzerinde getiri elde edilebileceği belirlemiş ve bu olguya PD/DD anomalisi ismini vermiştir. Eğer yöneticiler piyasada oluşan aşırı beklentilerden yararlanmak istiyorlar ise PD/DD oranı artıkça hisse senedi çıkarmalıdır.

Fama ve French (1992) piyasanın etkin ve yatırımcıların rasyonel olması varsayımı altında piyasada bir anomali oluşmayacağına, büyüklük ve PD/DD oranının getirileri açıkladığına ve düşük PD/DD oranına sahip hisselerin daha riskli olması nedeniyle daha fazla beklenen getirileri olduğuna dikkat çekmiştir. Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1994) eğer piyasa etkin değil ise bazı finansal oranlara ya da iyi ve kötü haberlere gereğinden fazla önem veren yatırımcıların beklentilerinde oluşacak hatalar nedeniyle çeşitli stratejiler kullanılarak daha yüksek getiriler elde edilebileceğini belirtmiştir. Özellikle defter değeri, nakit akımları, kazançları ve temettülerine göre fiyatı düşük kalan yani düşük PD/DD ve düşük F/K'lı hisseler değerli hisseler olarak adlandırılmakta ve bu hisselerin satın alınması ile yüksek getiriler elde edilmektedir. Tam aksine büyüme fırsatları olduğu düşünülen yüksek PD/DD ve yüksek F/K'lı parlak hisseler daha düşük getiriler getirmektedir; çünkü yatırımcılar bu hisselerin gelecekte de parlak olacağını düşündüğünden aşırı tepki göstererek olduğundan fazla iyimser beklenti içine girerler. Dolayısıyla düşük PD/DD'li değerli hisseler yatırım yapma stratejisi yüksek PD/DD'li parlak hisseler yatırım yapma stratejisinden daha iyi performans sağlamaktadır. Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1994) çalışmasında düşük PD/DD'li değerli hisselerin Fama ve French'in iddia ettiği gibi riskli olmasından ötürü değil yatırımcıların irrasyonel olmasından dolayı yüksek getiriler sağladığını da ispatlamıştır.

La Porta (1996) düşük beklenen büyüme oranına sahip hisselerin, yüksek beklenen büyüme oranına sahip hisselerin getirilerinden %20 oranında daha yüksek getirilere sahip olduğunu bularak beklentilerde hata olduğu hipotezini doğrulamıştır; çünkü yüksek büyüme oranına sahip hisselerde aşırı beklentiler nedeniyle yüksek fiyatlama oluşmakta ve daha sonraki dönemlerde getiriler düşmektedir. La Porta, Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1997) düşük PD/DD'li ve yüksek PD/DD'li hisselerin kazanç duyuruları için 5 yıllık bir zaman diliminde hisse fiyatlarındaki tepkileri incelemişlerdir. Duyuru sonrasında düşük PD/DD'li hisselerin getirileri yüksek PD/DD'li hisselerin getirilerinden ilk iki yıl ortalama %25-30 ve üçüncü yıldan sonra %15-20 oranında yüksek olduğu sonucuna varmışlardır. Bu sonuç yine riskten değil sürpriz kazançlardan yani beklentilerden dolayı oluşmuştur. Frankel ve Lee (1998) ise geçmişteki satış büyüme oranları ve PD/DD oranları yüksek ise analistlerin aşırı iyimser olduğunu göstermiştir.

Fisher ve Statman (2006) çeşitli finansal kurumlarca belirlenen yatırımcıların duygusallığı endeksine göre hareket eden bir yatırımcının yalnızca F/K oranı ve temettü değerlerine göre hareket eden bir yatırımcıdan daha kazançlı çıktığını görmüştür. Medyan F/K oranı ve temettü değerlerindeki artışa göre piyasayı zamanlayan yatırımcıların Sharpe oranı, boğa piyasası duygusallık endeksine göre zamanlama yapan yatırımcıların Sharpe oranından düşük kalmaktadır. Fisher ve Statman'a (2006) göre piyasa zamanlamasını test etmek için oluşturulan regresyonlarda alınan fiyatlar her zaman yatırımcının duygusallığından etkilenecek ve bu değerleri gerçeğinden saptıracaktır. Başarılı bir piyasa zamanlaması yapılabilmesi için gerçek piyasa değerleri ve gelecekte yatırımcının duygularının nasıl olacağıın saptanması gerekmektedir ki bu oldukça zordur.

Yatırımcıların iyimserlik düzeyindeki değişkenlik hisse senedi ihraç etmenin maliyetinden etkilenmekte ve dolayısıyla halka arz miktarının da dalgalanmasına neden olmaktadır. Piyasa değerinin artış gösterdiği bu dönemlerde yatırımcılar aşırı iyimser davranarak firmalara olduğundan daha fazla ödemeye razıdırlar ki bu dönemlerde pek çok firma halka açılmayı optimal bir tercih olarak görmektedir.

Ritter'a (1991) göre halka arz sonrası düşük performans yıllara, firmanın içinde bulunduğu endüstriye ve en fazla halka arzın yapıldığı dönemlere bağlı olarak değişmektedir ve yatırımcıların genç ve büyümekte olan firmalara karşı aşırı iyimser davrandığı görülmektedir. Halka arzın fazlaştığı dönemlerden sonra uzun dönemde düşük performans görülmesi, yatırımcıların bu dönemleri fırsat bilerek yeni hisselerini başarıyla zamanladıklarını göstermektedir ve düşük performans genellikle genç ve büyümekte olan firmalarda yoğun görülmektedir. Stein (1996) etkin olmayan ve yatırımcıların irrasyonel olduğu piyasalarda sermaye piyasalarının aşırı artmasından yöneticilerin hisse senedi çıkararak faydalanabileceğine değinmiştir. Rajan ve Servaes (1997) ise analistlerin ilk halka arzlardaki kazanç ve büyüme potansiyeli konusunda aşırı iyimser olması nedeniyle yanlış tahminler yaptığını ve pek çok firmanın analistlerin iyimser olduğu bu dönemlerde halka arzlarını gerçekleştirdiğini bulmuştur; ancak halka arz gerçekleştiren bu firmalarda düşük fiyatlama ve uzun dönem düşük performans görülmektedir. Ritter ve Welch (2002) yatırımcıların aşırı iyimser olmasından kaynaklanan bu tip bir etkinsizliğin anormal kârlarda artış yaratacağına ve yatırım bankalarını kendi menfaatleri doğrultusunda çalışmaya iteceğine değinmektedir.

Lee, Schleifer ve Thaler (1991) yatırımcının duygusallık derecesinin ilk halka arz miktarını önemli ölçüde etkilediğini bulmuşlardır. Lee, Shleifer ve Thaler (1991) sermayeleri ve fonları sabit olan kapalı sonlu fonlardaki iskontoların ve küçük hisselerin dalgalanma nedenini yatırımcıların duygusallığına bağlamaktadır. Lowry (2003) ise özel şirketlerin sermaye talebi ve yatırımcıların duygusallığının ilk halka arz miktarının önemli belirleyicileri olduğunu, pek çok firmanın PD/DD oranları yüksek iken halka açıldığını ve yüksek miktarda halka açılmanın görüldüğü bu dönemlerden sonra düşük piyasa getirileri elde edildiğini bulmuştur. Yatırımcıların duygusal olduğu bu dönemler sıcak halka arz dönemleridir ve hisseler aşırı değerlenmiştir. Chiu'ya (2005) göre firmalar sadece yatırımcıların duygularına göre değil aynı zamanda risk tercihlerine göre halka açılma zamanını bulmalıdır, eğer piyasada yatırımcıların algıladığı risk az ise sıcak bir piyasa oluşmaktadır. Ancak etkin piyasalarda karşılaştırılabilir risk düzeylerinde eşit beklenen getiri oranı korunabilir.

Altı (2003) piyasayı zamanlayan firmaları ilk halka arzların sayıca arttığı sıcak piyasa firmaları olarak tanımlamış ve sıcak piyasalarda soğuk piyasalara göre daha fazla hisse senedi çıkarıldığını görmüştür. Sıcak piyasa firmaları halka açıldıktan hemen sonra kaldıraç oranlarını artırmakta iken bu etki iki yıl sonra kaybolmaktadır. Sıcak ve soğuk piyasalarda ilk halka arzlarda farklılık olup olmadığına dair bir çalışma yapan Helwege ve Liang (2004) PD/DD oranının sıcak piyasalarda daha yüksek olduğuna ve bu sonucun sıcak piyasalarda yatırımcıların daha iyimser olduğunun bir işareti olduğunu belirtmektedir.

Ljungqvist, Nanda ve Singh (2005) ilk halka arzlar konusunda aşırı iyimser olan irrasyonel yatırımcıların varlığının sıcak piyasalar oluşturduğuna ve uzun dönemde düşük performans yarattığına dikkat çekmiştir. Yatırımcıların iyimserliği arttıkça daha çok firma halka açılacak ve teklif büyüklükleri artacaktır. Ayrıca daha prestijli aracı kurumlarla çalışan firmaların getirileri daha yüksek olacak ve daha az düşük performansla karşılaşılacaktır.

3. Asimetrik Bilgi ve Hisse Senedi Sinyalleme Modeline Dayanan Çalışmalar:

Asimetrik bilginin derecesi aynı zamanda yeni çıkan hisselerin fiyatlaması ve zamanlamasında da etkili olmaktadır. Asimetrik bilginin maliyeti sıcak piyasalarda daha düşüktür ve bu sıcak piyasalar yüksek kalitede firmaları halka arz yapmaya ve hisse senedi çıkarmaya davet eder. Asimetrik bilgi modellerinde yöneticiler ve yatırımcılar rasyonel davranmaktadırlar.

Lucas ve McDonald (1990) halka arz ve hisse senedi fiyatı dinamiklerini inceledikleri makalelerinde asimetrik bilginin hisse senedi fiyatlaması ve zamanlaması üzerindeki etkilerini saptamaya çalışmışlar ve iki önemli sonuca varmışlardır:

Bu saptamalardan birincisi hisse senedi çıkarılmadan önce hisse fiyatlarında büyük bir artış ve pozitif anormal getiriler görülmesi, hisse senetleri piyasaya sürüldükten sonra ise fiyatların önemli ölçüde düşmesidir. Lucas ve McDonald'a (1990) göre yöneticilerin bilgilerini piyasa ancak bir dönem sonra öğrenebilmektedir. Eğer projeler uzun dönemliyse ve beklemenin maliyeti çok fazla değilse firmanın düşük değerlendirildiğini bilen yöneticiler halka arzı erteleyebileceklerdir. Yüksek değerlendirilen firmalar ise aksine hemen halka arzda bulunarak beklemenin maliyetine katlanmayacaklardır. Bu zamanlama davranışı sonucunda yüksek değerlendirilen firmaların halka arz öncesi performansı ortalama olarak yüksek olacaktır. Fakat düşük değerlendirilen firmalar bekleyerek ortalama performansın da üzerine çıkacaklardır. Bu iki fiyatlama politikası düşünülürse, halka arza bulunan firmaların ortalama olarak halka arz öncesi pozitif anormal getiriler sağlayacağı açıktır. Girişimcilerin bilgisi dahilinde ayı piyasası firmayı çok düşük değerlendiriyorsa, bir boğa piyasasında güzel bir fiyat oluşuncaya kadar halka arz ertelenebilecektir.

Lucas ve McDonald (1990) ikinci olarak literatürde oldukça fazla vurgulanan hisse senedi duyuru etkisini doğrulamışlardır. Literatürdeki bulgular asimetrik bilgi nedeniyle firmanın hisse senedi ihraç ettiğinin duyulmasının bile firmanın mevcut hisselerinin değerini düşürdüğünü göstermektedir. Hisse senedi çıkarıldığının duyulması asimetrik bilgi nedeniyle genellikle olumsuz bir sinyaldir [Asquith ve Mullins (1986), Masulis ve Korwar (1986), Mikkelson ve Partch (1986)]. Asquith ve

Mullins (1986) halka arz duyurusunda bulunan firmaların çıkardıkları hisse senetlerinin yaklaşık %30 oranında değer kaybettiğini bulmuştur. Genellikle hisse senedi duyusunda bulunan firmalar olduğundan daha fazla değerlendirilmişlerdir ve duyuru sonrasında fiyatlar düşmektedir.

Daha sonra Myers ve Majluf'un (1984) asimetric bilgi teoremini genişletici nitelikte olan çalışmalarında Myers ve Majluf'un sadece tek dönemli bir çalışma yaptıklarını söyleyen Koraczyk, Lucas ve McDonald (1991) bilgi asimetrisinin içerideki ve dışarıdaki kimseler arasında sabit olmadığına ve zamanla değiştiğine dikkat çekmiştir. Eğer firmalar riskli hisse senetlerini piyasanın en fazla bilgiye sahip olduğu zamanlarda çıkarırlarsa bilgi daha simetrik olacaktır. Koraczyk, Lucas ve McDonald (1991) çalışmalarında firmaların kazançlarıyla ilgili birtakım açıklamalarda bulunmasının piyasaya gereken bilgileri verdiğini düşünerek asimetric bilgiyi azalttığını vurgulamışlardır. Buna göre halka arzlar kazanç, temettü, mali tablolar vb. açıklamalarından hemen sonra gerçekleşiyorsa bu açıklamalar nedeniyle yatırımcılar ve firma içerisindeki bilgileri simetrik hale gelecek ve hisse senedi fiyatları halka arzdan sonra çok fazla düşüklük göstermeyecektir. Ancak zamanla açıklamalar geçerliliğini yitirecek ve tekrar asimetric bilgiler oluşacaktır. Genellikle firmalar halka arz öncesinde pozitif bilgi veren açıklamalarda veya temettü duyurularında bulunarak kendilerini iyi göstermeye çalışmaktadırlar.

Koraczyk, Lucas ve McDonald (1992) asimetric bilgi konusunda bir yıl sonra yaptıkları diğer bir çalışmada yukarıda bahsedilen makalelerini genişleterek firmaların hisse senedi çıkarmasının ya da beklemesinin bazı faktörlere bağlı olduğunu vurgulamıştır. Bunlar asimetric bilginin derecesi, varlıkların kalitesi, projenin kaybedilmesi ve gelecek dönemdeki kazanç açıklamalarıdır. Eğer yöneticiler firmanın varlıklarının oldukça yüksek kalitede olduğunu düşünüyorlarsa, halka arzda bulunmadan önce piyasanın firmanın kalitesinden haberdar olmasını arzu ederler. Düşük kalitede varlıklara sahip olan firmalar ise hemen halka arzda bulunurlar; çünkü halka arzı geciktirerek elde edecekleri hiçbir şey yoktur ve projeyi kaybetme riskine değmez. Dolayısıyla iyi firmalar kaliteleri ile ilgili açıklamalarda bulunana kadar halka arzı geciktirebilirler ve bu açıklamalar sonrasında halka arzların yoğunlaştığı görülür. Ancak yine asimetric bilgi nedeniyle kalite ile ilgili açıklamalar zamanla geçerliliğini yitirir ve yöneticiler yeni bilgiler edinirler. Bu nedenle en son açıklamalardan sonra geçen zamanın süresi arttıkça hisse fiyatları daha çok düşmektedir. Benzer şekilde varlıkların kalitesine değinen Welch'e (1996) göre ise ilk halka arzdan sonraki arzlar için firma ne kadar uzun bekleyebiliyorsa o kadar kaliteli olduğunu sinyaller ve böylece diğer düşük kaliteli firmalarca taklit edilmekten kurtulur. Ancak daha fazla bekleyen yüksek kaliteli firmalar fonlamanın tüm faydaları ve zamanlamasından yararlanamayacağı için firma değeri düşer.

Pek çok firmanın iş döngüsünün genişleme fazında halka arzda bulunduğu veya dış finansmana yöneldiği bilinmektedir. Choe, Masulis ve Nanda (1993) bu genişleme dönemlerinde asimetric bilginin azaldığına ve yatırım fırsatlarının çoğalarak eldeki varlıkların riskliliğinin azaldığına dikkat çekmiştir. Firmalar halka arzlarını genişleme dönemlerinde yoğunlaştırmaktadır ve hisse senedi duyuruları sonucu oluşan negatif fiyat etkisi bu dönemlerde azalmaktadır. Bayless ve Chaplinsky'e (1996) göre ise asimetric bilginin düşük olduğu dönemlerde "fırsat penceresi" mevcuttur ve sıcak piyasalarda hisse senedi duyuruları karşısında görülen düşük fiyat reaksiyonu soğuk piyasalarda görülen düşük fiyat reaksiyonundan daha azdır. Bu çalışmada asimetric

bilginin maliyeti kümülatif duyuru günü hata tahminleri ile gösterilmekte ve bu hata tahminleri sıcak piyasalarda daha düşük çıkmaktadır. Sıcak piyasalarda yatırımcılar ile yöneticilerin bilgileri simetrik hale gelmekte ve halka arzlar çoğalmaktadır. Bayless ve Chaplinsky (1996) sıcak piyasa oluşumunun tamamen asimetric bilginin azalmasından kaynaklandığını ve makroekonomik değişkenler veya Choe, Masulis ve Nanda'nın (1993) vurguladığı iş döngüleri ile ilgili olmadığını iddia etmektedir. Bayless ve Chaplinski'nin (1996) sonuçlarına göre iş döngülerinin arttığı (azaldığı) dönemler halka arzlar açısından sıcak (soğuk) dönemlere denk gelmemekte ancak asimetric bilginin azaldığı dönemlerin sıcak dönemler olduğu gözükmektedir. Wang (1999) ise sıcak ve soğuk piyasa döngüsü belirlenirken risk primi faktörünün önemine değinerek faiz oranlarının soğuk piyasalarda sıcak piyasalardan daha yüksek olduğunu bulmuştur. Wang'a (1999) göre faiz oranları sıcak ve soğuk piyasaları belirleyebilir ve düşük faizlerin olduğu sıcak dönemler firmaları halka açılmaya itebilir.

4. Halka Açılma Kararını Belirleyen Etkenler

Firmalar halka açılmak ve hisse senetlerinin organize bir pazarda işlem görmesini sağlamak kararıyla önemli bir finansman kaynağından yararlanırlar. Şirketler sadece birincil halka arz ile değil, daha sonra, hisse senetleri işlem görmekte iken yatırım ve benzeri ihtiyaçları nedeniyle ortaya çıkan kaynak gereksinimlerini mevcut ortaklarının rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle gerçekleştirebilecekleri "İkincil Halka Arz"lar ile karşılamak suretiyle yeniden bir finansman imkânı yaratabilirler. Bilindiği üzere, gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye birikiminin yetersizliği ülkelerin ekonomik gelişim sürecini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu çerçevede şirketler büyümek, gelişmek, yatırım yapmak ve küreselleşen dünyada rakipleri ile rekabet edebilmek için gerekli olan sermayeyi bulmakta zorlanmaktadırlar. Borsa şirketi olarak sermaye piyasasından kaynak temin etmenin şirketlerin kaynak problemlerinin çözümüne sağladığı katkının önemi son yıllarda artarak devam etmektedir.

Literatürde firmanın halka açılmakla elde ettiği faydaları, neden ve ne zaman halka açılma kararı aldığı ve hangi dönemlerde halka arzın yoğunlaştığına dair bazı etkenleri kısaca özetlemekte fayda vardır.

4.1. Büyüklük ve Yaşam Döngüsü

Genellikle büyüme fırsatları yüksek olan firmalar halka açılmaktadır. Chemmanur ve Fulghieri'nin (1999) yaşam döngüsü modeline göre firmanın yaşamının başlangıç döneminde halka kapalı olması daha iyi iken firma yeterince büyüdüğünde halka açılmak optimal olmaktadır. Pek çok firma küçük özel şirket halinde kurulur ve büyüme bir noktaya ulaştıktan sonra halka açılmak sermayeyi tabana yaymak, yatırımların halka duyurulması ve fiyatların borsadan takip edilmesi bakımından maliyetleri düşürerek daha avantajlı bir durum yaratacaktır. Dolayısıyla küçük ve genç firmaların halka açılma olasılığı daha azdır. Küçük firmalar, büyük firmalara göre daha fazla sermaye ihraç giderleri, kayıt masrafları ve bilgi edinme maliyetleriyle karşı karşıyadırlar. Küçük firmaların daha fazla ters seçime maruz kalması da halka açılmalarını zorlaştırmaktadır.

4.2. Yayılma Etkisi

Chemmanur ve Fulghieri'nin (1999) sıcak piyasa tanımına göre bir endüstride teknolojik gelişme gibi herhangi bir pozitif verimlilik şoku, o endüstrideki firmaların daha erken halka açılmasına sebep olacak ve halka arz sayısında artış oluşacaktır. Bu nedenle pek çok firma aynı anda halka arzda bulunacak ve sıcak piyasa oluşacaktır.

Piyasa girişimcilere gerekli bilgiyi yaymaktadır ve bu piyasanın yüksek büyüme fırsatlarını gösteren yüksek fiyatlara duyarlılığı vardır. Eğer belirli bir ayda firmanın ilk halka arz fiyatı ilk beklentileri aşıyorsa, diğer firmalar da halka açılacağı için halka arz miktarı sonraki aylarda oldukça yayılmaktadır. Burchardi'ye (2001) göre eğer bir endüstri hakkındaki haberler iyi ise ve firma değerlerinin artacağı beklentisi var ise ilk halka arz sayısında artış oluşacak ve sıcak piyasa meydana gelecektir. Benzer şekilde Benveniste, Busaba ve Wilhelm de dışsal bilginin endüstrideki diğer firmalara da yayılarak belirli zaman ve endüstrilerde yoğunlaşma yaşanabileceğini belirtmektedir. Lowry ve Schwert (2002) ise ilk halka arzlarda yayılan olumlu bilgilerin ilk getirileri yükselteceğine ve daha sonra yeni şirketlerin halka açılmaya başlayacağını bulmuştur. Ligon ve Wang (2005) da ilk halka arzlarda getirilerin yüksek olması durumunda sayıca daha fazla firmanın takiben halka arzda bulunacağını ve daha sonra getirilerin düşeceğini iddia etmektedir. Altı'ya (2005) göre ise acil sermaye ihtiyacı olan firmalar düşük fiyatlarla halka açılmaktadırlar. Yüksek fiyatlar bilgi asimetrisini azalttığı gibi daha fazla firmanın halka açılmasına yol açarak yayılma etkisine sebep olmaktadır. Altı'nın dinamik aralıkları yüksek teklif fiyatlarının yaratacağı ilk halka arz miktarlarındaki artış sıcak piyasaların en erken zamanlarında olmaktadır. Pastor ve Veronezi'nin (2005) simulasyon analizine göre ise halka arz sayısı piyasa koşullarına göre değişmektedir ve ilk halka arz dalgaları yüksek getirilerden sonra oluşmakta ve takiben getiriler düşmekte ve kârlar artmaktadır. Benninga, Helmatel ve Sarig ise (2005) firmaların nakit akımları üzerinde durarak fiyatların ve nakit akımlarının yükseldiği dönemlerde hisse senedi çıkararak halka arzlarını zamanladıklarını ve bu dönemlerde endüstriyel yoğunluğun yaşandığını söylemektedir. Akhigbe, Johnston ve Madura (2006) firmaların içinde buldukları endüstrilerin yükselişe geçtiği zaman halka arzda bulduklarını ve halka arz sonrasında aynı endüstrideki rakip firma portföylerinin performanslarının düştüğünü bulmuştur. Burada zamanlamanın yanında halka arzda bulunarak rakiplerden önce pazar payının elde edilmesi endüstride halka arz sonrası performans düşüklüğüne neden olmuştur.

4.3. Fırsat Dönemleri

Eğer Ritter'ın (1991) belirttiği gibi hisselerin yanlış fiyatlandığı dönemler mevcut ise, şirketler kendi endüstrilerindeki diğer firmaların da aşırı değerlendirildiğini gördükleri zaman halka açılabilirler.

Pagano, Panetta ve Zingales (1998) İtalyan şirketlerinde halka arzı belirleyen etkenler üzerine kapsamlı bir çalışma yapmış ve firmanın içinde bulunduğu sektördeki PD/DD oranının ve firma büyüklüğünün halka arzı belirleyen en önemli etkenler olduğu sonucuna varmıştır. Sektördeki PD/DD oranı arttıkça firmalar daha çok halka açılmaktadır. Bu pozitif ilişki ise büyüme fırsatları yüksek olan sektörlerdeki yüksek yatırım ihtiyacından veya yöneticilerin piyasa değerlerindeki yükselişten faydalanmak için zamanlama yapma isteğinden kaynaklanabilir. Pagano, Panetta ve Zingales (1998) halka arz sonrasında yatırımların ve kârlılığın düştüğünü

gözlemlemiş ve yüksek PD/DD oranlarının büyüme fırsatlarını temsil etmediğini ve yöneticilerin yanlış fiyatlamadan dolayı piyasa değerleri yüksek iken halka açıldığı sonucuna varmıştır.

4.4. Borçlanma Maliyetleri

Halka açılan firmaların borçlanma maliyetleri düşmekte ve finansal kaynaklara daha rahat erişmektedirler. Hisse senetlerini primli bir fiyatla halka arz etmekle şirketler, alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetle ve uzun vadeli bir kaynağı kullanmaktadırlar. Ayrıca şirketler, halka açıldıktan ve borsada hisse senetleri işlem görmeye başladıktan sonra da hisse senetlerini teminat göstererek kredi kullanabilme, borç senedi ihraç edebilme imkânlarından yararlanmak suretiyle finansman sağlayabilmektedirler. Aynı zamanda bankalar hisse senedi piyasasında işlem gören şirketlerle daha iyi ilişkiler içine girerler ve bu şirketlerin kredi maliyetleri düşer. Böylece halka arzda bulunan firmaların yatırımları, kaldıraç oranları ve büyüme fırsatları da artmaktadır.

4.5. Likidite ve Portföy Çeşitlenmesi

Firmanın halka açılması ile birlikte organize piyasalarda istenilen zamanda, gerçek arz ve talebe göre oluşan fiyatlardan işlem görmesi ile hisse senetlerine likidite kazandırılmakta, mevcut ortaklara önemli bir imkân sağlanmaktadır. Firmalar böylelikle küçük hissedarlardan da para toplayabileceklerdir. Pek çok modele göre şirketin likiditesi işlem hacmi ile pozitif ilişki içindedir ve bu nedenle büyük firmalar likiditeden daha fazla yararlanır. Yani likidite arayışı nedeniyle de büyük firmaların daha fazla ilk halka arzda bulunacağı söylenebilir.

Bir firmanın halka açılması benzer şekilde portföy çeşitlenmesi imkanı da yaratmaktadır. Bu doğrudan firmanın satılarak elden çıkarılması ve yeni varlıklara yatırım yapılması ile olabileceği gibi halka arz yoluyla elde edilen sermayenin diğer firmaların hisselerini ele geçirmek için kullanılmasıyla da sağlanabilir. Pagano'ya (1993) göre eğer çeşitleme halka arzda önemli bir güdü ise, riskli şirketlerin daha fazla halka açılması ve kontrol gücüne sahip hissedarların ilk halka arz zamanında daha büyük oranlarda hisse satışı gerçekleştirilmesi beklenir.

4.6. Kontrol Değişimi

Zingales (1995) firmayı elden çıkarmak isteyen firma sahibinin halka açılarak değer maksimizasyonu yapabileceğini belirtmiştir. Firma sahibi öncelikle hisselerindeki oy hakkını yani kontrolü elinde bulundurarak satışa sunmakta ve sadece nakit akım hakkı olan diğer hissedarların üzerinden kârlı çıkmaktadır. Ancak firmayı elden çıkarmak isteyen firma sahipleri halka arzdan sonra kontrolü de bırakmaktadır. Dolayısıyla halka arzlar firmanın satışı aşamasında da önem kazanmaktadır.

4.7. Tanınma

Halka açılan firmalar daha tanınır hale de gelmektedir. Merton (1987) yatırımcıların firmanın hisselerinden haberdar olma oranları arttıkça hisse fiyatlarının da artacağını belirtmiştir.

Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler hakkındaki çeşitli bilgiler, borsanın şeffaflık ve kamuyu aydınlatma işlevi çerçevesinde yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılara veri yayın kuruluşları, basın ve yayın kuruluşları ile diğer görsel yayın kuruluşları aracılığıyla sürekli olarak ulaştırılmaktadır. Bu bilgi dağıtımını şirketlerin ve şirket ürünlerinin hem yurtiçinde hem de yurtdışında tanınmalarına yardımcı olmaktadır. Yaygın tanınmanın sağladığı avantaj çerçevesinde gerek yurtiçi ve gerekse yurtdışında yerleşik bulunan ve aynı sektörde faaliyette bulunan şirketlerle işbirliğine gidebilme, ortak girişim oluşturma ve benzeri konularda çalışmaların yapılabilmesi imkânı doğabilmektedir.

4.8. Denetlenme

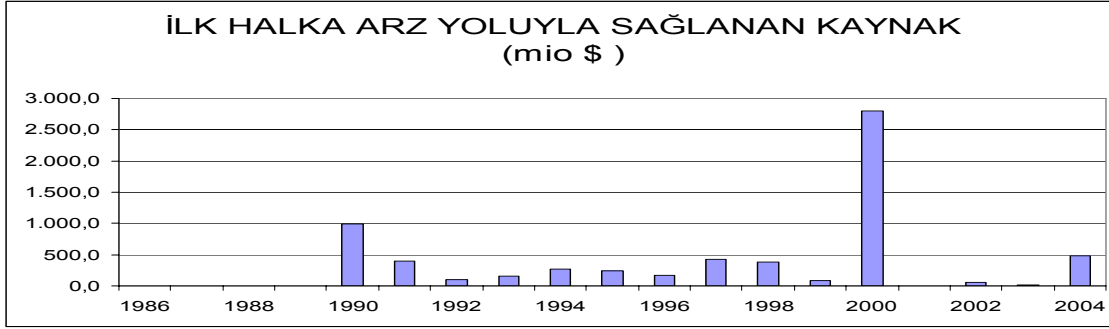
Sermaye piyasası düşman alımları tehlikesi yaratarak ve yöneticinin aldığı kararlarını değerlendirerek yönetsel disiplin mekanizması da oluşturmaktadır. Halka açılan firmanın hissedarları hisse fiyatlarını değerlendirerek yöneticileri ödüllendirebilir. Örneğin, yöneticilerin maaşları hisse fiyatlarına endekslenebilir ya da yöneticilere hisse senedi alma opsiyonu gibi haklar tanınabilir. Bu çerçevede halka açılmak ve hisse senetlerinin menkul kıymetler borsasında işlem görmesini sağlamak ile şirketler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşabilmektedirler.

4.9. Gizlilik

Halka arz kararı firmaları aynı zamanda bazı bilgilerini açıklamaya zorlamaktadır. Bu bilgiler firmaya rekabetçi üstünlük sağlayacak özel gelecek pazarlama stratejileri ya da yapılan ar-ge harcamalarına ait bilgiler olabilir. Ayrıca firma vergi otoriteleri tarafından da yakından izlenecektir. Bu nedenlerle Yosha (1995) özel bilgilere sahip olan firmaların eğer halka açılma maliyetleri yüksek ise halka arzdan cayabileceğini belirtmektedir.

5. Türkiye’de Halka Açılan Firmaların Sorunları

Türkiye’de 500 büyük firmanın ancak %30’unun borsada işlem görmesi bizi ülkemizde sermaye piyasasının birçok büyük firma tarafından benimsenmediği sonucuna götürmektedir. Şirketlerin fon sağlamak için sermaye piyasalarını tercih etmemelerinin nedenleri arasında formalitenin çok olması, yeterli teşvikin olmaması, menkul kıymet satışının zor ve maliyetli olması, banka kredisi sağlamanın daha kolay olması gibi nedenleri vardır. Halka arzda bulunmayan şirketler sermaye piyasası kanuna tabi olarak SPK denetimine girmekten kaçınmakta, yalnızca maliye bakanlığının vergi denetimine tabi durumlarını daha iyi gösterebilmektedirler. Sermaye piyasası kanuna tabi olan şirketler ise eğer sermaye piyasasının olanaklarından yeterince yararlanamıyorsa halka arzda bulunmak bir külfet haline almaktadır. Aşağıda ülkemizde ilk halka arz yoluyla sağlanan kaynak tutarları gözükmektedir:



Şekil 1: İlk Halka Arz Yoluyla Sağlanan Kaynak

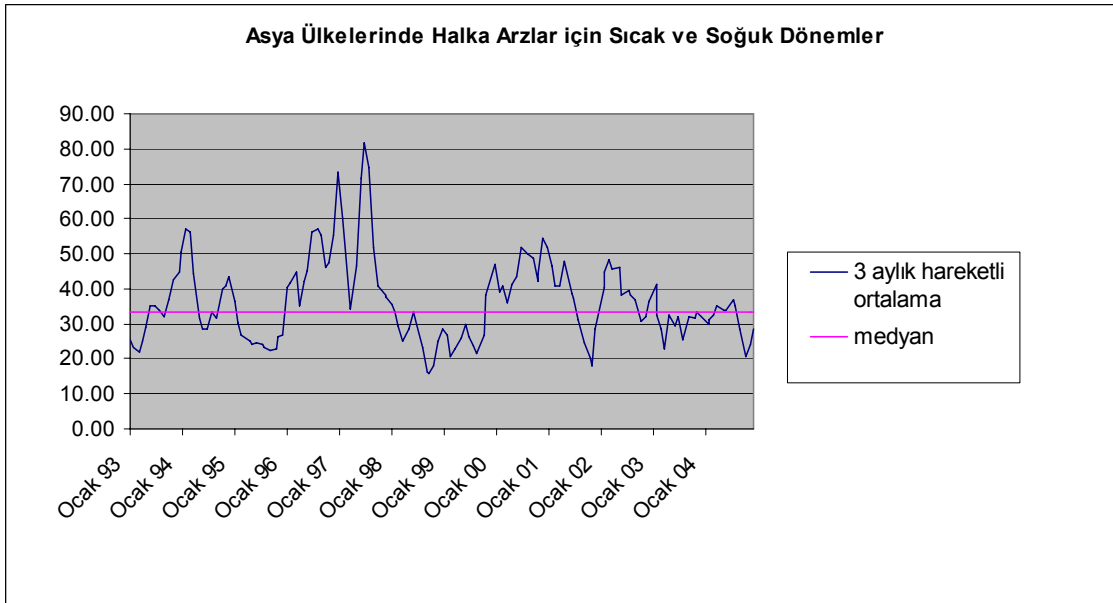
Şekil 1'den görülebileceği gibi 1990-2004 yılları arasında ilk halka arz yoluyla sağlanan kaynak tutarları genellikle \$500 milyonun altında kalmakta iken 2000 yılında büyük bir sıçrama göstermektedir. 2000 krizinde finansal sıkıntılara giren Türk firmaları borsaya girmeyi son çare olarak görmüşlerdir. Genel finans teorilerine de bakılacak olursa şirketlerin hisse senedi satarak halka açılmaları ancak borçlanma olanakları zorlaştıkça mümkün gözükmemektedir.

Tablo 3: 1990-2004 Yılları Arasında Halka Arzda Bulunan Şirket Sayısı

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
35	24	14	16	25	29	27	29	20	10	35	1	4	6	12

Ayrıca tablo 3'de belirtildiği gibi halka arzda bulunan şirket sayısı 1990 ve 2000 yıllarında 35'e çıkmış iken diğer yıllarda halka arzda bulunan şirket sayısında da düşüşler gözlenmektedir.

Asya ülkeleri değerlendirildiğinde 1998 krizinde halka arzların sayıca yükseldiği ve 98 yılında sıcak dönem olduğu aşağıda şekil 2'den görülmektedir:



Şekil 2: Asya Ülkeleri Halka Arzlar

Umutlu G ve Karan (2011) bu konudaki en son çalışmalarında Doğu Asya ve Avrupa ülkelerinde halka açılmanın son alternatif olduğuna ilişkin finansal hiyerarşi kuramının geçerli olduğuna ve Türkiye, Singapur tipi ülkelerde piyasa koşullarının olumlu olduğu

dönemlerde kaldıraç oranının istatistiksel olarak önemli düzeyde etkilenebileceğine işaret etmektedir.

1990 yılından itibaren halka arzdan elde edilen hâsılatın %49'u, 2000 yılında elde edilmiştir. 2000 başından bu yana Türkiye'deki halka arzların büyük çoğunluğu, İMKB-100 endeksine göre daha kötü performans gösterdi. Sadece Tüpraş ve Petrol Ofisi gibi özelleştirme projelerinin ikincil halka arzları ortalama olarak İMKB-100 endeksinden daha iyi performans göstermişlerdir. 2000 yılında 35 adet birincil halka arzın yanında 8 adet ikincil halka arz gerçekleşti. 2003 yılına gelindiğinde toplam 43 halka arzdan 42'si dolar bazında kaybettirdiler. Ortalama kayıp %73 seviyesindedir. Bu halka arzların büyük çoğunluğu endeksin altında performans gösterdiler. Halka arz tarihlerinden üç ay sonra: 35 birincil halka arzın 20'si, 8 ikincil halka arzın 5'i düşük performans göstermiştir. Halka arz tarihlerinden bir yıl sonra: 35 birincil halka arzın 23'ü, 8 ikincil halka arzın 6'si düşük performans göstermiştir. Yatırımcıların parası hızla eridi. Yatırımcılar 35 adet birincil halka arzda toplam \$2.8 milyar kaynak temin ettiler. 2003 itibariyle aynı orandaki hisselerin değeri \$710 milyondur. 8 adet ikincil halka arza aktarılan kaynak ise \$1.6 milyar idi. 2003 itibariyle aynı orandaki hisselerin değeri \$689 milyondur. Yani, yatırılan toplam \$4.5 milyarın \$3 milyarlık kısmı (%66'sı) yok oldu (Köseoğlu 2003).

Gönenç ve Karacaer (2001) tarafından yapılan bir çalışmaya göre 2000 yılı itibariyle İMKB'de işlem gören şirketlerin ortalama halka açıklık oranları %35'dir. En fazla halka açılan şirketler yatırım ortaklıkları olup, halka açıklık oranı %51'dir. Yatırım ortaklıkları dışındaki şirketlerin halka açıklık oranları %30'lara düşmektedir. Çalışmaya göre halka açılan firmaların halka arz öncesi daha iyi durumda olan finansal tablolarının halka arz sonrası bozulduğu görülmektedir. Bu durum özellikle yüksek oranda halka açılan firmalarda çok fazla belirgindir. Finansal sıkıntıya giren firmalar yüksek oranda halka açılmakta ve halka arz öncesi bilançolarını makyajlamaktadırlar ve halka arz sonrasında düşük performans ortaya çıkmaktadır.

Kıymaz (2000) 1990-1996 yılları arasında İMKB'de işlem gören 163 firmayı kapsayan çalışmasında ilk halka arzda bulunan şirketlerin hisselerini ortalama %13.1 düzeyinde ucuz fiyatlayarak kısa vadede yatırımcılarına normalin üzerinde getiri sağladığını bulmuştur. Bu çalışmada sanayi sektöründe %11.7 ve finansal sektörde %15 ucuz fiyatlama bulunmuştur. Kıymaz (2000) ucuz fiyatlama olgusunu oluşturan faktörlerin başında firma büyüklüğü, halka arz edilen ilk gün ile ilk işlem günü arasında borsa endeksinin yükselmesi, şirketin kurumsal sahiplik oranı ve aracı kurumun şirketin bulunduğu gruptan olup olmamasının gelmekte olduğunu belirtmiştir.

Aktaş, Karan ve Aydoğan (2003) tarafından hazırlanan çalışmada 1992-2000 yıllarında İMKB'de ilk defa halka açılarak işlem görmeye başlayan tüm firmaların kısa vadeli performansları incelenmiştir. Çalışmanın sonucuna göre ilk halka sonrası ilk gün kümülatif getirileri % 9.17, kümülatif 7. gün getirileri % 13.94 ve kümülatif 15. gün getirileri % 12.46 olarak saptanmıştır. Küçük firmalarda ve halka arz hâsılatı düşük olan firmalarda daha fazla düşük fiyatlama saptanmıştır, çünkü bu firmalarda belirsizlik daha fazla olmaktadır. Düşük fiyatlama firmaların endeksin yükselişe geçtiği sıcak zamanlarda daha fazla olmaktadır ki bu Ritter'ın (1984) sıcak piyasa olgusunun Türkiye için de geçerli olduğunu göstermektedir. Halka arzda en iyi gayret aracılığı metodu, grubun bağlı olduğu bir yatırım bankası tarafından halka arzda

bulunulması ve büyük ve yabancı yatırımcıların olmaması da kümülatif anormal getirileri artırarak düşük fiyatlama etkisi yaratmaktadır.

Köseoğlu'na (2003) göre başarılı bir halka arz için şu koşulların sağlanması gerekmektedir:

- Endeks ve İşlem Hacmi açısından sağlıklı bir ortam
- Gerçekçi piyasa değeri
- Derinlik kazandıracak bir Halka Arz oranı
- Minimum 25% veya \$20-30 milyon arz miktarı
- Şeffaflık ve potansiyel yatırımcıya doğru ve eksiksiz bilgi akımı
- Sağlıklı bir yabancı/yerli ve kurumsal/bireysel yatırımcı dengesi
- Yerli yatırımcıya yaygın satış için gerekli teşvik ve dağıtım mekanizmaları

6. Halka Açılma Prosedürü

Türkiye'de Sermaye Piyasası Kanunu'na göre hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya ortak sayısının 250'yi aştığı belirlenip hisse senetleri halka arz edilmiş sayılan anonim şirketlere halka açık anonim şirket denir. bir şirket hisselerinin tamamını veya bir kısmını halka arz etmiş bulunabilir. İMKB Kotasyon Mevzuatı hükümlerine göre bir şirketin halka açılabilmesi için gerekli kriterleri tamamlamış olması gereklidir. Aşağıda ulusal pazara girebilmek için 2010 yılı itibariyle saptanan kriterler mevcuttur:

Şartlar	Açıklama
Bağımsız Denetim	Son 3 yıl ve ilgili ara dönemlerinin finansal tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması
Faaliyet Süresi	Şirketin 3 yıldan daha uzun süredir faaliyet gösteriyor olması ve bu döneme ilişkin finansal tablolarının açıklanmış olması
Karlılık	Şirketin son 2 yılda vergiden önce kar etmiş olması (Halka arz edilen hisselerinin 45 milyon TL veya halka açıklık oranının %35 olması durumunda, son 1 yılda)
Özsermaye	Bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablosundaki özsermayesinin en az 16 milyon TL olması
Halka Açıklık Oranı	Halka arz edilen hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin 24 milyon TL ve halka açıklık oranının en az %25 olması (%25'ten az olması durumunda hisse senetlerinin piyasa değerinin 45 milyon TL olması)
Finansman Yapısı	Şirketin finansal yapısının faaliyetlerin sürdürülmesi açısından bir risk içermediğinin belirlenmiş olması
Hukuki Uygunluk	Şirketin faaliyetlerini hukuki açıdan kısıtlayacak hususların bulunmaması
Mevzuata Uygunluk	Şirketin kuruluş bakımından hukuki durumu ve hisse senetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuat ile uyumsuzluğunun olmadığına ortaya konması

Kaynak: Halka Arz Rehberi, PricewaterHouseCoopers Danışmanlık Şirketi

Anonim şirketlerin, paylarının halka arzına ve Borsa'da işlem görmesine karar verilmesinden, paylarının halka satışına kadar geçen sürede uygulanan prosedür kısaca aşağıdaki gibidir (bkz. SPK Kılavuzu):

a) Ön Hazırlık

Paylarını halka arz etmek ve Borsa'da işlem görmesini sağlamak için karar alan Şirket, öncelikle halka arza aracılık yapmaya yetkili bir aracı kuruluşla sözleşme imzalar ve esas sözleşmesinde sermaye piyasası mevzuatı açısından gerekli değişiklikleri yapmak için Kurul'a başvurur.

Şirket esas sözleşmesinde payların devir ve tedavülünü kısıtlayıcı, ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler söz konusu ise bu hükümlerin esas sözleşmeden arındırılması, ayrıca esas sözleşmenin diğer hükümlerinin sermaye piyasası mevzuatına paralel hale getirilmesi gerekir. Kurul'un uygun görüşü alındıktan sonra söz konusu esas sözleşme değişiklikleri anonim ortaklık genel kurulunun onayına sunulur.

Halka arza yetkili aracı kuruluşların listesi Sermaye Piyasası Kurulu'nun internet sitesinde yer almaktadır. Gelişen İşletmeler Piyasası'nda (GİP) işlem görmek üzere Kurul'a yapılan başvurularda aracılık sözleşmesine gerek bulunmamaktadır. Aracılık sözleşmesi tek bir aracı kuruluşla olabileceği gibi birden fazla aracı kuruluşun bulunduğu konsorsiyum ile de yapılabilir. Yapılacak sözleşmede aracılardan ve şirketlerin hak ve sorumluluklarının yanı sıra aracılık yüklenimi olup olmayacağı, yüklenimin ne şekilde yapılacağı, halka arz yöntemi ve diğer esaslı unsurlara yer verilir. Halka arz için başvuruda bulunan şirket, finansal tablolarını sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak hazırlamalı ve yetkili bağımsız denetim şirketinin denetiminden geçirmelidir. Bu kapsamda şirket SPK tarafından yetkilendirilmiş bağımsız denetim şirketini seçmeli ve denetim sözleşmesi imzalamalıdır.

b) Başvuru

Aracı kuruluş veya şirket, payların Kurul kaydına alınması amacı ile Kurul'a ve tercihen eşzamanlı olarak, Borsa tarafından istenilen bilgi ve belgeler ile, payların halka arz edilmesinden sonra Borsa'ya kote edilmesi ve Borsa'nın ilgili pazarında işlem görebilmesi için Borsa'ya başvuruda bulunur. Ayrıca Borsada işlem görmek üzere sermaye piyasası araçlarını ilk defa halka arz edecek ortaklıkların paylarının kayda alınması talebiyle Kurul'a başvuru yapıldığı tarihte, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'a bildirim gönderebilmek amacıyla elektronik sertifika hizmet sağlayıcısına elektronik sertifika başvurusunda bulunulmuş olması zorunludur.

c) Kurul'un Borsa'dan Görüş İstemesi

Kurul, halka arz izahnamesine yazılmak üzere başvuru ile birlikte başvuruda bulunan şirketin paylarının Borsa'nın hangi pazarında işlem görebileceğine dair Borsa görüşünü talep eder.

d) İncelemeler

Şirket'in halka arz ve Borsa'da işlem görme başvurusundaki eksik bilgi ve belgeler tamamlandıktan sonra, Şirket merkez ve üretim tesisleri Kurul ve Borsa uzmanlarınca ziyaret edilerek yerinde incelemelerde bulunulur. İnceleme sonuçlarına ilişkin olarak her iki kurum uzmanlarınca hazırlanan raporlar kurumların karar organlarına sunulur.

e) Kurul'a Görüş Gönderilmesi

Borsa uzmanları tarafından hazırlanan raporun Borsa Yönetim Kurulu'nda görüşülmesi sonucunda, şirket paylarının Borsa'da işlem görüp göremeyeceği, işlem görecektir ise Borsa pazarlarından hangisinde işlem görebileceği karara bağlanır ve alınan karar, halka arz izahnamesinde yazılmak üzere, Kurul'un talebi üzerine Kurul'a iletilir. Ayrıca halka arz izahnamesinde yer almak suretiyle tasarruf sahiplerine açıklanmasının yararlı olacağı düşünülen hususlar da Kurul'a bildirilir.

f) Payların Kurul Kaydına Alınması

Kurul tarafından yapılan incelemeler neticesinde şirket payları Kurul tarafından kayda alınır.

g) Payların Halka Arzı

Kurul'un payları kayda almasından sonra izahnamenin ticaret siciline tescili ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilanı ile tasarruf sahipleri sirkülerinin ilanını takiben tasarruf sahiplerine pay satış işlemlerine başlanır. Raf kayıt sisteminden faydalanan ortaklıklarda ise satış işlemi Kurul kayıt tarihinden itibaren 1 yıl içerisinde gerçekleştirilebilir. Satış işlemleri, Seri:VIII, No:66 sayılı "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği"ndeki hükümler çerçevesinde yerine getirilir. Halka arzda genellikle "Borsa'da Satış" veya "Talep Toplama" yöntemleri kullanılmaktadır.

g.1) Raf Kayıt Sistemi Nedir?

Raf kayıt sistemi, Borsa'da işlem görebilmek amacıyla paylarını ilk defa halka arz edecek ortaklıklar, payları Borsa'da işlem gören ortaklıklar ile kayıtlı sermaye sisteminde yer alıp payları borsada işlem görmeyen ortaklıklara, toplam tutarı önceden belirlenen ve 1 yıl içerisinde ihraç edilmesi planlanan payların tamamının bir defada kayda alınması için Kurula başvurma imkanı tanımaktadır. 1 yıl içerisinde satışı yapılacak payların SPK tarafından kayda alınmasının ardından, ortaklıklar tarafından ortaklığa ilişkin bilgilerin yer aldığı Raf Kayıt izahnamesi yayınlanacak ve Kurul kayıt tarihinden itibaren 1 yıl içerisinde satıştan en az 3 iş günü önce pay bilgi notunu yayımlamak suretiyle farklı zamanlarda pay ihracı yapılabilecektir.

Bu sistem ortaklıklara halka arzın aşamalarını daha geniş bir zaman dilimi içerisinde en iyi şekilde planlayabilme imkanı tanımaktadır.

g.2) Borsa'da Satış Yöntemi Nedir?

Sermaye piyasası araçlarının ilgili Borsa düzenlemeleri çerçevesinde Borsa'da satışa sunulması "Borsa'da Satış" yöntemidir. Borsada satış yöntemi ile yapılan halka arza

katılmak isteyen tasarruf sahiplerinin satış süresi içinde Borsa'da işlem yapmaya yetkili aracı kurumlardan birine başvurmaları gerekmektedir

g.3) Talep Toplama Yöntemi Nedir?

Talep toplama yönteminde yatırımcıların satışa sunulan paylara ilişkin talepleri toplanır ve bu taleplerin değerlendirilmesi ile satışa sunulan paylar yatırımcılar arasında dağıtımına tabi tutulur. Talep toplama yöntemiyle satış; sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama ve fiyat aralığı yoluyla talep toplama şeklinde olabilir.

Sabit fiyatla talep toplamada, talepler kamuya duyurulmuş sabit bir fiyat çerçevesinde toplanır. Satışa sunulan paylardan almak isteyen yatırımcılar almak istedikleri miktara ilişkin bedelleri yatırırlar ve halka arzı yürüten aracı kurum veya kurumlardan birine başvurarak talep formu imzalarlar. Yatırımcılar istedikleri takdirde talep formunda almak istedikleri miktara ilişkin bir alt sınır da belirleyebilirler.

Fiyat teklifi alma suretiyle talep toplamada, sabit fiyatla talep toplama yönteminden farklı olarak ihraççı veya ortak tarafından asgari bir satış fiyatı belirlenir ve üzerindeki fiyat teklifleri toplanır.

Fiyat aralığı yoluyla talep toplamada, taban ve tavan fiyat belirlenerek, talep toplanır.

Ön Talep Toplama:

Payların kayda alınması için Kurula başvurulduktan sonra, paylar Kurul kaydına alınmadan önce aracı kuruluşlar, belirli bir fiyat aralığından, yatırımcıların olası taleplerini, talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturmaksızın, en fazla 15 gün süre ile toplayabilirler. Bu işlem ön talep toplama olarak adlandırılmaktadır. Ön talep toplayabilmek için Kurul kaydına alınma başvurusunun yapılmış olması gerekir. Ön talep toplama, duyuru ilanı ile veya ilansız olarak yapılabilir. Duyuru ilanı ile ön talep toplama yönteminin kullanılması halinde; ön talepte bulunanlara satışta öncelik ve /veya teşvik sağlanabilir. Buna ilişkin esaslara ön talep toplama duyurusunda ve izahnamede yer verilir.

+

SPK tarafından yapılan incelemeler neticesinde hazırlanan rapor ile Borsa'nın şirket hisse senetlerinin işlem görebileceği pazar hakkındaki görüşü çerçevesinde şirket hisse senetleri Kurul tarafından kayda alınır. Bu aşamada halka arz izahnamesi ve sirküleri Kurul tarafından onaylanır.

7. Halka Açılma Yöntemleri

Halka açılma kararı almış olan şirketler Portföyden Satış (Mevcut Payların Halka arzı) ve Sermaye Artırımı (Yeni Pay İhracı Yoluyla Halka Arz) yöntemlerini izleyebilirler. İki yöntemi bir arada da kullanabilirler.

a) Portföyden Satış-Mevcut Payların Halka Arzı

Bu yöntemde, daha önceden ihraç edilmiş paylar, söz konusu paylara sahip gerçek ve tüzel kişilerce halka arz edilmektedir. Şirket tarafından yeni pay ihraç edilmesi söz konusu değildir. Portföyden satış işleminin şirket açısından sonucu, ortak sayısının artması nedeniyle halka kapalı şirket statüsünden halka açık şirket statüsüne geçilmesi, portföyündeki paylarının bir kısmını halka arz eden gerçek veya tüzel kişi açısından sonucu ise şirket sermayesindeki pay oranının azalması ve buna karşılık satış nedeniyle belirli tutarlarda hasılat elde etmesidir. Yöntemin ayırt edici özelliği, payların nominal değerinin üzerinde sağlanan primin paylarını halka satan kişiye ait olmasıdır. Kaynağı sağlayan kişi ise elde ettiği fonu, aynı firmaya sermaye olarak koyabileceği gibi, borç olarak verebilir ya da dilediği şekilde kullanabilir.

b) Sermaye Artırımı-Yeni Pay İhracı Yöntemi

Bu yöntemle halka açılma için, esas sermaye sisteminde bulunan şirketlerde genel kurul kararı ve kayıtlı sermaye sisteminde bulunan şirketlerde, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile sermaye artırılır ve yeni pay alma hakları tamamen veya kısmen sınırlandırılarak, paylar halka arz edilir. Bu yöntemin portföyden satış yöntemine göre şirket bakımından üstün olan yanı, nominal bedelin üzerinde elde edilen satış hasılatının doğrudan paylarını ihraç eden şirketin kasasına girmesi ve şirketin bu parayı belirlediği finansman stratejisi çerçevesinde kullanabilme olanağına sahip olmasıdır.

Aşağıda Tablo 4'te İMKB halka arz verilerinden ulaşabildiğim 2011 yılına ait şirketlerin özet bilgilerini bulabilirsiniz. Her bir şirkete ait halka arz şekli, halka arza aracılık eden kurum, satış yöntemi gibi önemli bilgiler bu tabloda mevcuttur. Bu şirketler ulusal ve ikinci pazarda işlem görmeye başlamakla birlikte, gelişen işletmeler pazarı da halka açılmak isteyen firmaların tanınırlığını artırmaktadır.

Tablo 4: 2011 Yılı İtibariyle Halka arzda Bulunan Şirketler

Sıra	Şirketin Ünvanı	Halka Arz Şekli	Halka Arz Oranı	Toplam	Halka Arz	Halka Arza Aracılık Eden Kurumlar	Aracılık	Satış	Halka Arz	Toplam	Satışa Sunulan Hisselerin %5'inden
No			(%)	Hasılat (TL)	Fiyatı (TL)		Şekli	Yöntemi	Tarihi	Yatırımcı	Fazlasını Satın Alan Yatırımcılar
1	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	#BAŞV!	#BAŞV!	4.25	Galata Menkul Değerler	Bakiyeyi yüklenim	Borsada satış	07-10.01.2011	392	Sunay Pamuk, Ziya Makaracı
2	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	15.00	123,177,300	6.10	Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. liderliğinde 21 konsorsiyum üyesi	En İyi Gayret Aracılığı	Fiyat aralığı ile talep toplama	20-21.01.2011	11,868	Morgan Stanley Co International Ltd., DWS Turkey Daimi Temsilciliği
3	Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	Sermaye Artırımı	20.00	11,491,725	4.13	Bizim Menkul Değerler A.Ş.	Yoktur	Borsada satış	25-26.01.2011	324	Yoktur
4	Bizim Toptan Satış Mağazaları AŞ	Ortak satışı	40.00	400,000,000	25.00	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. Liderliğinde 18 konsorsiyum üyesi	Kısmi Bakiye Yüklenim	Fiyat aralığı ile talep toplama	27-28.01.2011	7,560	Tiger Global Management LLC, Capital World Investors, Alliancebernstein Limited
5	Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	22.00	21,243,359	3.86	Galata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	Yoktur	Borsada satış	11.02.2011 ve 14.02.2011	579	Yatırımcı 1, Galata Menkul Değerler A.Ş., Ömer Bayazid, Yatırımcı 2
6	Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	31.67	85,500,000	4.50	Bizim Menkul Değerler A.Ş.	Kısmi Bakiye Yüklenim	Fiyat aralığı ile talep toplama	07-08.04.2011	12,221	Yoktur
7	Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	34.50	184,143,750	6.10	Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	En İyi Gayret Aracılığı	Fiyat aralığı ile talep toplama	13-14-15.04.2011	23,329	Blackrock Invetsment Management
8	Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	29.41	123,387,900	2.28	Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. liderliğinde 33 konsorsiyum üyesi	En İyi Gayret Aracılığı	Fiyat aralığı ile talep toplama	05-06.05.2011	5,221	Morgan Stanley Co International Ltd, Dws Turkey Daimi Temsilciliği, Maxis Securities Limited, Autonomy Capital
9	Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	26.06	11,100,000	6.00	Ziraat Yatırım Menkul Değerler (Borsada satış)	Yoktur	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	9-10.05.2011	2,854	yoktur
10	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	33.09	26,802,036	2.70	Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	En İyi Gayret Aracılığı	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	9-10-11.05.2011	2,790	Yoktur
11	Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	38.40	10,336,494	3.30	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil Piyasada fiyat teklifi alma yöntemiyle satış	16-17-18.05.2011	784	yoktur
12	Dağı Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	34.95	24,528,031	2.42	Galata Menkul Değerler A.Ş.	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	26-27.05.2011	381	Emin Tunç, Yatırımcı 2, METE İÇCAN, Yatırımcı 4, Yatırımcı 5, Yatırımcı 6
13	Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hiz. San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	40.00	21,540,000	7.18	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	27-30-31.05.2011	1,048	-
14	Ataç İnşaat ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı	6.16	#BAŞV!	12.50	Bizim Menkul Değerler A.Ş.	Kısmi Bakiye	Fiyat aralığı ile talep toplama	02-03.06.2011	599	Bizim Menkul Değerler A.Ş., Namık Kemal Gökalp, Halil Ataman

							Yüklenim				
15	Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	40.90	7,987,500	3.55	Eti Yatırım A.Ş.	En İyi Gayret Aracılığı	Fiyat aralığı ile talep toplama	03-06-07.06.2011	421	-
16	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı	29.51	11,520,000	3.20	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama	16-17.06.2011	1,375	
17	Global Menkul Değerler A.Ş.	Sermaye Artırımı	25.00	#BAŞV!	1.65	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Bakiyeyi yüklenim	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama	22-23.06.2011	#BAŞV!	-
18	Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	9.09	27,500,000	5.50	Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Bakiyeyi yüklenim	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	14-18.07.2011	327	Fatma Öztürk Gümüşsu, Metro Yatırım Menkul Değerler A. Ş., Samsun Gıda Sanayi ve Ticaret A. Ş., Erdem Yücel, Avrasya Petrol ve Turistik Tes.Yat. A. Ş., Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A. Ş.
19	Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	34.08	#BAŞV!	4.10	Global Menkul Değerler A.Ş.	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama	20-21.07.2011	1468	
20	Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	34.50	10,500,000	3.50	Eti Yatırım A.Ş.	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	21, 25,26.07.2011	471	
21	Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	70.26	14,052,601	1.00	Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama	27-28-29.07.2011	370	Euro Sigorta A.Ş., Euro City Insurance Co. Ltd., Deniz Kaya, Seda Şahin

8. Halka Arzda Maliyetler

Hisse senetlerini halka arz edecek Şirket'in halka arz maliyetini oluşturan unsurları 4 başlık altında toplamak mümkündür:

1. Aracı Kurumlara Ödenen Ücretler: İhraççı kuruluş, halka arz tutarının büyüklüğüne, verilen aracılık hizmetinin türüne göre değişen oranlarda, halka arzın toplam tutarı üzerinden halka arza liderlik eden aracı kurum ile varsa diğer konsorsiyum üyesi aracı kurumlara aracılık komisyonu ödemektedir. Söz konusu ücretler ihraççı kuruluş ile aracı kurum arasında yapılan aracılık sözleşmesi ile tespit edilmektedir.

2. SPK'ya ödenen ücretler: Sermaye Piyasası Kurulu kayda alınan ve satışı yapılacak olan hisse senetlerinin ihraç değerinin % 0,2 si tutarında kayıt ücreti almaktadır.

3. İMKB'ye ödenen ücretler: Hisse senetleri Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlayan Şirket'ten kotasyon ücreti, II. Ulusal Pazar veya Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem görmeye başlayan Şirket'ten ise pazar kayıt ücreti alınmaktadır. Kotasyon ücreti ve II. Ulusal Pazar için pazar kayıt ücreti, şirketin nominal sermayesinin % 0.1'i olarak hesaplanır. Yeni Ekonomi Pazarı için Pazar Kayıt ücreti ise şirketin nominal sermayesinin % 0.1'inin 1/2 si kadardır.

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

4. Diğer Maliyet Unsurları: İhraççı şirketin halka arz işlemleri sırasında yukarıda belirtilen ücretlere ek olarak karşılaştığı diğer başlıca maliyet unsurları aşağıdadır.

- i. Bağımsız denetim kuruluşuna bağımsız denetim raporları için ödenen ücretler.
- ii. Hisse senetlerinin basımı için kâğıt ithali ve hisse senedi baskı masrafları.
- iii. Yurtdışı ve yurtiçi tanıtım masrafları.
- iv. Reklam vb. diğer masraflar

8. Halka Arz Edilen Hisselerin Fiyatlandırılması

Halka arz edilecek payların fiyatlandırılması büyük önem arz etmektedir. Eğer halka ilk defa pay arzında değerlemeye gereken önem verilmezse, ilk ihracı izleyen günlerde pay fiyatlarında büyük iniş ve çıkışlar olacaktır.

Pay fiyatının nominal değerinden farklı belirlenmesi durumunda, Sermaye Piyasası Kurulu halka arz edilecek payın fiyatına müdahale etmez. Satış fiyatının Borsa veya nominal değerinden farklı olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak hazırlanan değerlendirme raporu en geç satış başlamadan 2 iş günü önce sirkülerler ile aynı şekilde ilan edilir. Söz konusu değerlendirme raporu ilk halka arzlarda aracı kuruluş tarafından hazırlanır.

Şirket değerinin tespiti amacıyla kullanılan farklı yöntemlere aşağıda yer verilmektedir:

a) Borsa Değeri (Piyasa Değeri): Pay veya şirket değerlemesinde kullanılan en objektif değer, borsa ya da piyasa değeridir. Ancak borsalarda veya teşkilatlanmamış piyasalarda işlem görmeyen payların değerlemesinde diğer yöntemlerin kullanılması gerekmektedir.

b) Muhasebe veya Defter Değeri: Bir şirketin bilançosunda yer alan öz kaynak tutarının, aynı şirketin esas sermayesini temsil eden pay sayısına bölünmesiyle bulunan değerdir.

c) Net Aktif Değer: Bu yöntemde bir payın değeri, bir şirketin toplam aktifinden toplam borçları düşülmek suretiyle hesaplanır. Bu anlamda, elde edilen değer şirketin toplam muhasebe değerine eşit olmaktadır.

d) Piyasa Çarpanları Yöntemi: Piyasa çarpanları yöntemi, hisse senetleri borsalarda işlem gören şirketlerin ortalama "Fiyat/Kazanç Oranı", "Piyasa Değeri/Net Satışlar" ve "Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı" kullanılarak, hisse senetlerinin cari piyasa koşullarına göre değerlendirilmesi esasına dayanır. Bu yöntemde, piyasa fiyatı belli olan bir şirket veya şirketler yardımıyla fiyatı bilinmeyen diğer şirketin piyasa değeri hesaplanmaya çalışılır. Kullanılan oranlar, Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Piyasa Değeri/Net Satışlar oranlarıdır.

Fiyat/Kazanç Oranı (F/K), bir şirketin toplam piyasa değerinin aynı şirketin hesaplama dönemine en yakın ara veya yılsonu bilançosundaki net kârına bölünmesiyle; Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, bir şirketin toplam piyasa değerinin aynı şirketin hesaplama dönemine en yakın ara veya yılsonu bilançosundaki öz kaynak toplamına bölünmesiyle hesaplanır. Piyasa Değeri/Net Satışlar Oranı Yönteminde ise, hisse senetleri borsalarda işlem gören ve benzer sektörlerde yer alan şirketlerin piyasa fiyatlarını ve mali verilerini dikkate alarak değerlendirme yapılır. Hesaplama yapılırken, uzun vadeli kaynakların yatırımlar üzerindeki etkileri düzeltilir.

e) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: Bu yöntemde bir şirketin değerinin gelecekte elde edeceği serbest nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olduğu varsayılır ve genellikle 5-10 yıllık öngörüler yapılır. Daha sonra şirket, sektör ve ekonominin genel risk seviyesine uygun bir iskonto oranı kullanılarak gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerleri bulunur. Elde edilen değer, piyasa koşullarından bağımsız olarak hesaplanan değeri gösterir. Serbest nakit akımı hesaplanırken; şirketin esas faaliyet karına amortisman giderleri ve nakit çıkışı gerektirmeyen giderleri eklenir, yatırım harcamaları ve kurumlar vergisi düşülür. Elde edilen serbest nakit akımı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (borç ve öz kaynakların her birinin maliyeti her birinin maliyetinin ayrı ayrı ağırlıklarıyla çarpılarak hesaplanır) faktörü (indirgeme oranı) üzerinden bugünkü değere indirgenir.

Bu değerlerin nasıl hesaplandığını ve hisse senedi, borç değerlemesi ve sermaye maliyeti konusunu Finansal Yönetim dersi alan öğrencilerin biliyor olduğu farz edilmektedir.

Kaynakça

Sermaye Piyasası Kurulu, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-10, Halka Açılma

Umutlu, Zarife Gökner (2008). Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısı ve Piyasa Zamanlaması İlişkisi, Doktora Tezi.

Gökner UMUTLU & Mehmet Baha KARAN (2011). Pecking Order and Timing Effects On Aftermarket Performance Of IPOS: An Empirical Study In Emerging Markets, Page 180 - 201.

www.imkb.gov.tr

www.spk.gov.tr