

TÜRKİYE'DE HİSSE SENETLERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN FİRMALARIN HALKA İLK ARZ İLE İLGİLİ GÖRÜŞLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ*

Hatice Gereklioğlu DÜZAKIN**

ÖZET

Ülkemizde son yıllar Türk sermaye piyasası açısından önemli gelişmelerin gözlemlendiği yıllardır. Sermaye piyasasındaki gelişmeler sonucunda halka açılan şirket sayısında da artış olmuştur. Bu çalışmada İMKB'de işlem gören firmaların halka ilk arz ile ilgili görüşlerine başvurulmuş ve sonuçlar değerlendirilmiştir.

1.GİRİŞ

1980'li yılların başlarında sermaye piyasaları için yasal çerçevenin oluşturulmasından sonra, yeniden işler hale getirilen hisse senedi piyasası, 1986 yılında önce küçük bir çıkış yapmış, izleyen yıllarda tüm beklentilerin üzerinde bir gelişme kaydetmiştir. İşlem hacmi 1986 yılında toplam 13.000.000 ABD Doları iken 1998 yılı Mart ayı itibariyle 15.559.000.000 ABD Doları'na yükselmiştir. Borsa'da işlem gören şirket sayısı 1986 yılında 80 iken 1998 yılı Mart ayı itibariyle 261'e ulaşmıştır.

Bu gelişmeden şirketlerin halka açılma eğilimlerinin giderek arttığı gözlemlenmektedir. Şirketler açısından halka açılmanın zamanlaması da önemlidir. Türkiye'de bazı şirketlerin halka açılmak için durgun piyasaları tercih ederken bazılarının ise hareketli piyasaları tercih ettikleri gözlemlenmiştir. (Durak,1997,s.62).

Türkiye'de 1990 yılından itibaren şirketlerin hangi aylarda borsada işlem görmeye başladıklarına bakıldığında 1990 yılında borsada işlem görmeye başlayan 32 şirketten hiçbirisinin halka ilk arzda bulunmak için Ocak ayını tercih etmediği görülmektedir. 1991 yılında ise Ekim ve Kasım aylarında halka yeni bir arz gerçekleştirilmemiştir. Diğer yıllarda halka ilk arzların seyri **Tablo 1**'de verilmiştir.

* Bu çalışma yazarın 18 Kasım 1998 tarihinde, Prof.Dr.Serpil CANBAŞ, Prof.Dr.İ.Özer ERTUNA, ve Doç.Dr.Hatice DOĞUKANLI'dan oluşan jüri tarafından kabul edilen "İMKB'de Halka İlk Arzdan Sonra Hisse Senetlerinin Performanslarının Ölçümü ve Düşük Fiyatlandırma ile İlgili Yaklaşımların Firmalar ve Bunlara Aracılık Eden Kurumlar Açısından Değerlendirilmesi" başlıklı doktora tezinden derlenerek hazırlanmıştır.

** Arş.Gör.Dr., Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı, ADANA.

Tablo 1: 1990-1997 Yılları Arasında Aylara Göre Halka İlk Arzı Gerçekleştiren Firma Sayıları

Aylar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Toplam
Ocak	-	1	1	-	2	1	1	-	6
Şubat	4	2	2	1	3	2	1	1	16
Mart	2	3	1	1	2	3	-	2	14
Nisan	1	1	1	-	1	4	3	4	15
Mayıs	4	5	-	-	1	6	2	2	20
Haziran	3	4	2	2	1	5	3	1	21
Temmuz	3	4	-	-	-	1	4	6	18
Ağustos	4	1	1	3	1	1	1	4	16
Eylül	5	2	1	1	3	1	3	1	17
Ekim	2	-	2	4	2	2	3	4	19
Kasım	6	-	1	2	4	-	4	2	19
Aralık	1	1	1	2	5	2	1	2	15
Toplam	35	24	13	16	25	28	26	29	196

Kaynak: İMKB Şirketleri 1986-1997 adlı yayında hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladıkları tarihler dikkate alınarak hazırlanmıştır. 1997 yılı verileri İMKB'den temin edilmiştir.

Halka açılan şirket sayıları yıllar itibariyle incelendiğinde iki önemli farklılık dikkati çekmektedir. Bunlardan birincisi 1990 yılındaki sayının diğer yıllardaki sayılardan daha fazla olmasıdır. 1990 yılında toplam 35 şirket halka ilk arzı gerçekleştirmiştir. 1988 yılında başlayan ve 1990 yılında hızlanan düşük kur, yüksek faiz politikası, özellikle tahvil ihraçlarını olumsuz yönde etkilemiştir (Şengül, 1997, s.41). Bunun sonucunda şirketler gereksinim duydukları kaynakları borsadan temin etme yoluna gitmişlerdir. İkincisi ise 1992 ve 1993 yıllarında halka açılma sayısının düşük gerçekleşmiş olmasıdır. Bunun nedeni de 1991 yılında başlayan ve Türkiye'de etkisini takip eden iki yılda iyice hissettiren körfez krizi olarak açıklanabilir. Bunların dışında, 5 Nisan 1994 İstikrar Paketi'nin halka arz sayısını 1994 Ağustos'una kadar olumsuz etkilediği ve daha sonra bu etkinin devam etmediği söylenebilir.

Firmaların neden halka açılmak istedikleri, halka açılmaktan neler bekledikleri, halka açılma amaçları, halka açılmada sunulan hisse senetlerinin fiyatını kimlerin belirlediği gibi halka arzla ilgili çeşitli konular her zaman merak konusu olmuştur. Halka arz ile ilgili merak uyandıran konular hakkında bilgilerin, hisse senedini halka arz eden firmalardan öğrenilmesi daha sağlıklı sonuçlar ortaya çıkaracaktır. Bu nedenle, halka ilk kez arzda bulunan firmalara uygulanmış bulunan ankette, düşük fiyatlandırma ile ilgili hipotezlerin yanı sıra halka açılma ile ilgili konularda görüşleri sorulmuş ve sonuçlar değerlendirilmiştir.

Açıklık getirilmek istenen görüşler; firmaların halka açılmada özkaynağı güçlendirme dışındaki beklentileri, firmaların halka ilk arz işlemlerini yürüten departmanlar, firmaların halka arza karar vermeleri ile halka arzın gerçekleşmesi arasında bekledikleri süre, Türkiye'de halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatlarını belirleyen kesimler, hisse senetlerini halka ilk kez arz ederken firmaların aracı kurumlarla birlikte belirleyip kullandıkları aracılık yöntemleri, firmaların halka arz sırasında katlandıkları ihraç maliyeti/ihraç tutarı oranı, halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatlarının belirlenmesi sırasında firmaların gözettikleri amaçlar, halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatları belirlenirken kullanılan değerlendirme yöntemleri,

halka arzda hazırlık döneminin hemen ardından piyasaya girme ile ilgili izlenen politikalar, firmaların hisse senetlerini ihraç ettiklerinde ne tür bir piyasa ile karşı karşıya kaldıkları, firmaların halka arzını üstlenen aracı kurumlarda aradıkları özellikler, firmaların halka ilk arzda hisse senetlerinin satıldığı piyasalardır. Sözü edilen konularla ilgili bulgular, yapılan anket çalışması sonucunda ortaya konulmaya çalışılmıştır.

2.ARAŞTIRMANIN KAPSAMI, VERİ TOPLAMA YÖNTEMİ VE ÖRNEKLEM HACMİ

Araştırmada, hisse senetleri İMKB’de işlem gören firmalara halka ilk arz ile ilgili konulardaki görüşlerini değerlendirmek amacıyla soru cetveli gönderilmiştir. Hisse senetleri İMKB’de işlem gören firma sayısı araştırmanın başladığı Nisan 1997 tarihinde 237 olarak belirlenmiştir. Bu sayı ana kütle hacmini ifade etmektedir.

Belirlenen ana kütle için tamamı araştırma kapsamı içerisine alınmıştır. “Posta ile anket yöntemi” kullanılarak ana kütle elemanlarının tamamına soru cetvelleri gönderilmiştir. Soru cetvellerinin postalanması işlemi Ekim 1997 tarihinde gerçekleştirilmiş, dönüşler ise Aralık 1997 tarihine kadar sürmüştür. Bu iki tarih arasında ankete yanıt vermeyen bazı firmalara soru cetvelleri bir kez daha gönderilmiştir. Genel olarak postayla yapılan anket çalışmalarında geri dönüş oranı tüm çabalara rağmen %10 ile %20 arasında kalmakta ve nadiren bu oranların üstüne çıkabilmektedir (Thill ve Bovée, 1993, s.291). Bu çalışma kapsamındaki 237 elemanlık ana kütlede dönüş sayısı 55, dolayısıyla geri dönüş oranı %23.21 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran kabul edilebilir oranın üzerindedir.

Anket, ana kütle için tamamına uygulandığı için, verilen yanıt sayısı örneklem hacmini oluşturmaktadır. Verilerin elde edildiği bu örneklemle yapılacak analizlerin ne derece yeterli olduğunun belirlenmesi gerekmektedir. Bu nedenle burada hesaplanması gereken, örneklem hacminin analiz sırasında ortaya çıkacak oranları ve ortalamaları ne kadarlık örneklem hatasıyla (e) belirleyebildiğidir (Berenson ve Levine, 1992, s.350-351). Yapılan hesaplamalarda güven düzeyi %95 olarak alındığında 237 birimlik bir ana kütlede çekilen 55 birimlik bir örneklem ile yapılacak oran hesaplamalarında kabul edilecek hata oranı %11 olarak bulunmuştur. Başka bir ifade ile, sorular değerlendirilirken ana kütle temsil ettiği öne sürülen oran hesaplamaları en fazla %11 oranında sapma gösterebilir. Ortalama ile ilgili hesaplama, ileride ilgili kısımda yapılmıştır.

3.BULGULAR VE YORUM

Halka açılmada firmaların en büyük beklentilerinin özkaynağı güçlendirmek olduğu kabul edilir. Bunun dışında başka tür beklentilerin neler olabileceği firmalara sorulmuş ve çeşitli seçenekler sunularak önem derecelerine göre sıralandırılmaları istenmiştir. Firmaların 54’ü bu soruya yanıt vermişler, “1” en önemli beklenti olmak üzere seçenekleri sıralandırmışlardır. Herhangi bir önem derecesi verilmeyen seçenek, yanıt veren firma açısından önemsiz olarak dikkate alınmış, eğer birden fazla ise bunlar aynı derecede önemsiz olarak değerlendirilmiştir. Toplamda yüksek puanın en önemli seçenekte olmasının daha doğru olacağı düşünülerek ilgili yanıtlar değerlendirilirken, seçeneklere firmalar tarafından verilen önem dereceleri puanlara çevrilerek (8 seçenek olduğundan “1” önem derecesinin 8’e, “2” önem derecesinin 7’ye çevrilmesi gibi) her

seçeneğin aldığı toplam puan belirlenmiştir. Seçeneklerin aldıkları toplam puanlar **tablo 2**'de önemliden önemsiz doğru sıralanmıştır.

Tabloda görüldüğü gibi firmaların halka açılmada özkaynağı güçlendirmenin dışındaki beklentileri içerisinde en çok puanı *kurumsallaşma* almıştır. Onu *vergi istisnalarından yararlanma* izlemiştir. En az puanı ise *diğer* seçeneği almıştır. İstatistiksel testlerin sonucuna göre, *diğer* seçeneği firmalar için önemsiz olduğundan ayrıntısına girmeye gerek görülmemiştir.

Tablo 2: Firmaların Halka Açılmada Özkaynağı Güçlendirmenin Dışındaki Beklentileri

Özkaynağı Güçlendirmenin Dışındaki Beklentiler	Toplam Puan
1.Kurumsallaşma	328
2.Vergi İstisnalarından Yararlanma	290
3.Yaygın Tanınma ve Prestij	281
4.Şirket Hisse Senetlerine Likidite Kazandırma	274
5.Modern Yönetim	257
6.Yurtdışı Kuruluşlarla Ortak Girişimlerde Bulunmada Halka Açıklık ve Borsada İşlem Görmenin Referans Teşkil Etmesi	235
7.Belli Bir Halka Açıklık Oranına Ulaşarak Hisse Senetlerinin Yurtdışında Kotasyonu	164
8.Diğer	115

Yukarıdaki tabloda, önemliden önemsiz doğru bir sıralama elde edilmiştir. Fakat bununla beraber, puanların istatistiksel olarak birbirine denk olup olmadığının belirlenmesi, denk değilse üstünlüklerine göre sıralandırılmasının yapılması da gerekir. Bunun için önce *Friedman Sıra Testi*, birbiriyle ilişkili üç veya daha fazla örneklemin sıfır hipoteze göre aralarında farklılık olup olmadığının tespiti için kullanılır (Daniel ve Terrell, 1995, s.743). Friedman sıra testi ile sıfır hipotez reddedildiğinde, yani örneklemelerin birbirine eşit olduğu hipotezi reddedildiğinde, hangi örneklemin diğerinden önemli derecede farklı olduğunun tespiti ise *Gruplararası Çoklu Karşılaştırma Tekniği* ile yapılır (Siegel ve Castellan, 1988, s.183).

Burada öncelikle firmaların yanıtlarından elde edilen beklentilerin toplam önem derecelerinin istatistiksel açıdan birbirlerine eşit olup olmadıkları test edilecektir. Sekiz adet beklenti olduğuna göre hipotezler aşağıdaki şekilde oluşturulur.

$H_0: M_1=M_2=M_3=M_4=M_5=M_6=M_7=M_8$ (tüm beklentilerin toplam önem dereceleri birbirlerine eşittir).

$H_1: \text{Tüm } M_j \text{'ler birbirlerine eşit değildir (j=1,2,3,4,5,6,7,8)}$ (en az iki beklentinin toplam önem dereceleri birbirine eşit değildir).

Friedman sıra testinin gereksinim duyduğu veriler önem derecelerinin puana çevrilmiş şekli olup, çevirme işlemi ile ilgili açıklama ve toplam puanlar bir önceki sayfada verilmiştir. Bu verilerin ışığında yapılan hesaplamalar sonucu F_R değeri 107,17 olarak bulunmuştur. Bu durumda hesaplanan F_R değeri, %5 önem düzeyi ve 7 serbestlik derecesinde ki-kare dağılımı tablo değeri olan 14.067'nin üzerinde olduğundan sıfır hipotez reddedilecektir. Buradan firmaların halka açılmada özkaynağı güçlendirmenin

dışındaki beklentilere vermiş oldukları önem dereceleri aynı değildir sonucu çıkmaktadır.

Beklentilerin önem derecelerinin aynı olmadıkları anlaşıldığına göre hangi beklentinin almış olduğu önem derecesinin, diğerinin önem derecesinden farklı olduğunun belirlenmesi gerekir. Bunun için daha önce de belirtildiği üzere gruplararası çoklu karşılaştırma tekniği kullanılacaktır. Bu teknikte ikili gruplar halinde karşılaştırmalar yapılarak toplam önem derecelerinin birbirlerine eşit olup olmadıkları test edilmektedir. Beklenti adedi 8 olduğundan olası ikili karşılaştırma sayısı $c(c-1)/2=8(8-1)/2=28$ olacaktır. Önem düzeyi %5 alınarak yapılan hesaplamalar sonucunda kritik fark 79.55 olarak bulunmuştur. Herhangi iki beklenti puanı arasındaki mutlak farkın, hesaplanan kritik farktan küçük olması halinde karşılaştırılan beklentilerin puanlarının %5 önem düzeyine göre birbirlerine eşit olduğu söylenebilir. Aksi durumda ise karşılaştırılan iki beklentinin puanlarının %5 önem düzeyine göre birbirlerine eşit olmadıkları ortaya çıkar. 8 farklı beklenti olduğu için 28 farklı ikili karşılaştırmanın mümkün olmasına rağmen burada hepsinin yapılmasına gerek yoktur. Çünkü burada amaç en önemli beklenti/beklentileri ve en önemsiz beklenti/beklentileri saptamaktır.

En çok puana sahip olan “kurumsallaşma” beklentisinin diğer 7 beklenti ile teker teker karşılaştırması yapıldığında son 3 beklenti hariç, “vergi istisnalarından yararlanma”, “yaygın tanınma ve prestij”, “şirket hisse senetlerine likidite kazandırma” ve “modern yönetim” beklentileri ile istatistiksel olarak aynı önem derecesine sahip olduğu, diğer bir ifade ile sayılan bu 5 beklentinin de firmalar için aynı düzeyde ve önemli beklentiler olduğu anlaşılmaktadır.

En az puana sahip “diğer” beklentisinin 7 beklenti ile teker teker karşılaştırması yapıldığında ise, bunun sadece “belli bir halka açıklık oranına ulaşarak hisse senetlerinin yurtdışında kotasyonu” beklentisi ile eşit öneme sahip olduğu, yani firmalar için ikisinin de önemsiz olduğu anlaşılmaktadır. Daha ayrıntılı düşünüldüğünde, “diğer” beklentisi için firmaların farklı beklentiler belirttikleri göz önüne alınırsa belirtilen her farklı beklentinin daha az puanı olacağından, 164 puana sahip “belli bir halka açıklık oranına ulaşarak hisse senetlerinin yurtdışında kotasyonu” beklentisine eşit olamayacağı ve daha da az öneme sahip olacağı anlaşılır.

Özet olarak belirtmek gerekirse, hisse senetleri İMKB’de işlem gören firmalar için halka açılmada özkaynağı güçlendirmenin dışındaki en önemli beklentiler;

- kurumsallaşma,
- vergi istisnalarından yararlanma,
- yaygın tanınma ve prestij,
- şirket hisse senetlerine likidite kazandırma ve
- modern yönetimdir.

Firmalarda halka ilk arz işlemlerini yürüten departmanların hangileri olduğu araştırılmış, ve 54 firmadan alınan yanıtlar doğrultusunda elde edilen sonuçlar **tablo 3**’te verilmiştir. Sonuçlara bakıldığında firmaların %46.3’ünde finans departmanının halka ilk arz işlemlerini yürüten departman olduğu görülmektedir. Finans departmanını %25.9’luk bir oranla halka ilk arz için oluşturulan ekip izlemektedir. Daha sonra sırasıyla %16.6 ile muhasebe, %5.5 ile finans ve muhasebe departmanı birlikte, %1.9 ile finans ve pazarlama departmanı birlikte, %1.9 ile genel müdürlük ve yine %1.9 ile iştirakler müdürlüğü gelmektedir.

Görüldüğü üzere finans departmanının halka ilk arz işlemlerinde diğer departmanlara göre daha önemli ve işlevsel bir konumda olduğu açıktır. Muhasebe ve pazarlama departmanlarıyla olan ilişkisi de göz önüne alındığında, finans departmanının, halka ilk arzda firmaların yarısından fazlasında bu işlevi üstlendiği anlaşılmaktadır.

Tablo 3: Firmaların Halka İlk Arz İşlemlerini Yürüten Departmanlar

Halka İlk Arz İşlemlerini Yürüten Departmanlar	Firma Sayısı	Dağılım (%)
Finans	25	46.3
Halka İlk Arz İçin Oluşturulan Ekip	14	25.9
Muhasebe	9	16.6
Finans ve Muhasebe	3	5.5
Finans ve Pazarlama	1	1.9
Genel Müdürlük	1	1.9
İştirakler Müdürlüğü	1	1.9
Toplam	54	100

Firmaların, halka arza karar vermesi ile halka arzı gerçekleştirmesi arasında belli bir süre geçmektedir. Bu sürenin Türkiye’de ne kadar olduğunu öğrenmek amacıyla firmalara bekledikleri sürenin aralığı sorulmuş ve **tablo 4**’te yer alan bilgiler elde edilmiştir.

Tablo 4: Halka Arza Karar ile Halka Arzın Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firmalar Bazında Dağılımı

Süre Aralığı	Firma Sayısı
30 Günden Az	1
30-60 Gün	7
61-90 Gün	13
91-120 Gün	13
121-150 Gün	3
150 Günden Fazla	15

Görüldüğü üzere geçen bu süre daha çok “150 günden fazla” seçeneğinde yoğunlaşmakta ardından “61-90 gün” ve 91-120 gün” seçenekleri gelmektedir. Her süre diliminin medyanı bulunup firmaların verdikleri yanıtlara göre ağırlıklı aritmetik ortalama alınırsa Türkiye için yaklaşık bir süre belirlemek mümkün olacaktır. Ağırlıklı aritmetik ortalama sonucu bu süre yaklaşık olarak 107 bulunmuştur. Sonuç olarak Türkiye’de hisse senetlerini halka arz eden firmaların halka arz kararı verdikten sonra arzı gerçekleştirene kadar geçen süre ortalama olarak 3 aydan biraz fazladır denebilir.

Hisse senetleri İMKB’de işlem gören firmalarda halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatlarını genellikle kimin/kimlerin belirlediği araştırılmış ve elde edilen sonuçlar **tablo 5**’te gösterilmiştir.

Alınan yanıtlara göre firmaların %74.5’i halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatlarını firma ve konsorsiyum liderinin birlikte belirlediği görüşünde birleşmişlerdir. %12.7’si hisse senedini arz eden firmanın, %11’i hisse senedinin satışına

aracılık eden konsorsiyum lideri ve üyelerinin birlikte, %1.8'i ise hisse senedinin satışına aracılık eden konsorsiyum liderinin belirlediği görüşündedirler. Bu sonuç, Türkiye’de halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatlarını sadece aracı kurumun veya sadece firmanın belirlemediğini ortaya çıkarmış ve büyük bir oranla arz fiyatını hisse senedini arz eden firma ile konsorsiyum liderinin birlikte belirlediğini göstermiştir.

Tablo 5: Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Kimin/Kimlerin Belirlediği Hakkında Firmaların Görüşleri

Halka İlk Arzda Hisse Senedinin Fiyatını Belirleyen Kurum/Kurumlar	İlgili Görüşe Katılan Firma Sayısı	Oran(%)
(1)Firma ve Konsorsiyum Lideri Birlikte	41	74.5
(2)Hisse Senedini Arz Eden Firma	7	12.7
(3)Hisse Senedinin Satışına Aracılık Eden Konsorsiyum Lideri ve Üyeleri Birlikte	6	11.0
(4)Hisse Senedinin Satışına Aracılık Eden Konsorsiyum Lideri	1	1.8

Halka arza aracılık “en iyi gayret aracılığı” ve “aracılık yüklenimi” olmak üzere iki şekilde yapılmaktadır:

En iyi gayret aracılığı; Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içerisinde satılmasını, satılmayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder.

Aracılık yüklenimi; halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının tamamının satılacağı aracı kuruluş tarafından ihraççı şirkete taahhüt edilmesidir. Bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim olmak üzere iki türü vardır:

Bakiyeyi yüklenim: Sermaye piyasası araçlarının, aracı kuruluşca halka arz yoluyla satılmasını ve satılmayan kısmının tamamının, bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınacağı satış yapana karşı taahhüt edilmesini ifade eder.

Tümünü yüklenim: Sermaye piyasası araçlarının bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılacağı satış yapana karşı taahhüt edilmesidir.

Firmaların hisse senetlerini halka ilk kez arz ederken bu yöntemlerden hangisini ağırlıkla kullandıkları araştırılmış ve alınan yanıtların dağılımı **tablo 6**’da gösterilmiştir.

Tablo 6: Hisse Senetlerinin Halka İlk Kez Arzında Firmaların Kullandıkları Yöntemlerin Dağılımı

Halka Arz Yöntemi	Yöntemi Kullanan Firma Sayısı	Toplam İçindeki Payı
Tümünü yüklenim	18	%36
Bakiyeyi yüklenim	13	%26
En iyi gayret aracılığı	19	%38

Görüldüğü üzere firmaların kullandıkları halka arz yöntemlerinden tümünü yüklenim ve en iyi gayret aracılığı yöntemlerinin dağılımları birbirlerine yakın olarak gerçekleşmiştir. Türkiye’de en çok tercih edilen yöntemin “en iyi gayret aracılığı” olduğu anlaşılmaktadır. Bu yöntemi “tümünü yüklenim” izlemektedir. “Tümünü yüklenim” yöntemi, firma açısından risksiz sayılabilecek bir yöntemdir. Gerek “en iyi gayret aracılığı” gerekse “tümünü yüklenim” yöntemleri, tercih edilme açısından hemen hemen eşittir. Türkiye’de en az tercih edilen yöntem ise “bakiyeyi yüklenim” olarak gerçekleşmiştir. Bilindiği üzere bu yöntemde aracı kurum, satılmayan hisse senetlerini satış süresi sonunda bedelini tam ve nakden ödeyerek satın almaktadır.

Halka ilk kez arz edilen hisse senetleri konusunda üzerinde durulabilecek bir diğer konu ise halka açılmanın maliyetidir. Bununla ilgili olarak firmaların ihraç maliyetlerinin yaklaşık olarak ihraç tutarlarının yüzde kaçını oluşturduğu araştırılmış ve 31 firmadan bu soruyla ilgili yanıt alınmıştır. Aritmetik ortalama alınarak genel bir sonuca ulaşılması gereken bu tür durumlarda daha önce belirtilen örneklem hatasının da hesaplanması gerekmektedir. Yapılan hesaplamalarda ortalama ihraç maliyeti/ihraç tutarı oranı %8.5 olarak bulunmuştur. Fakat ana kütle hacmi 237 olan bu çalışmada 31 yanıttan alınan sonuca göre belirlenen bu ortalama değer için örneklem hatası ± 214.52 olarak hesaplanmıştır. Bulunan hata değeri, elde edilen %8.5 ortalamanın gerçeği pek yansıtmadığını göstermektedir. Örneklem hatasının bu denli yüksek çıkmasının nedeni, elde edilen yanıtlar arasında büyük farkların olması ve dolayısıyla standart sapmanın yüksek çıkmasıdır. Bu durumda en büyük ve en küçük yanıtlar atılarak 29 veriyle tekrar hesaplanmasının yapılması gerekmektedir. En büyük ve en küçük değerlerin atılması işlemine kabul edilebilir örneklem hatası değeri elde edilene kadar devam edilmelidir. Bu doğrultuda yapılan hesaplamalar sonucu %95 güvenle Türkiye’deki firmaların ortalama ihraç maliyeti/ihraç tutarı oranının %3.7 ile %7.5 arasında değiştiği belirlenmiştir. Bu oran farklı halka arz yöntemi kullanmış firmalar bazında da hesaplandığında **tablo 7**’de yer alan bulgular elde edilir.

Tablodan da görülebileceği gibi maliyetin en düşük ve en yüksek gerçekleştiği halka arz yöntemi “tümünü yüklenim” olmuştur. En dar marj ise “bakiyeyi yüklenim” yönteminde gerçekleşmiştir. Marj genişliklerine bakarak maliyet açısından riskli olan yöntemin “tümünü yüklenim”, en az riskli yöntemin ise “bakiyeyi yüklenim” olduğu söylenebilir. Marjların orta noktaları dikkate alındığında ise yüksek ihraç maliyetinin “tümünü yüklenim”de, düşük ihraç maliyetinin de “en iyi gayret aracılığı” yönteminde olduğu görülür.

Tablo 7: Firmaların Halka Arz Yöntemlerine Göre Ortalama İhraç Maliyetleri

Halka Arz Yöntemi	İhraç Maliyeti/İhraç Tutarı
Tümünü yüklenim	%0.4-%12.6 arası
Bakiyeyi yüklenim	%3.3-%5.9 arası
En iyi gayret aracılığı	%1.5-%5.1 arası
Genel Ortalama	%3.7-%7.5 arası

Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatlarının belirlenmesi sırasında firmaların gözettikleri amacın ne olduğu araştırılmış ve bulgular **Tablo 8**’de oransal olarak özetlenmiştir.

Firmaların bazıları bu soruda iki amaç belirttiklerinden toplam sayı 60 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi firmaların yarısından fazlası fiyatın belirlenmesi sırasında “hisse senedinin gerçek fiyatını belirlemek” amacını ön plana aldıklarını belirtmişlerdir. İkinci olarak %21.7’lik oranla “şirket ortakları için tatmin edici bir fiyat belirlemek” amacı güdülmüştür. “Pazarda kolay satılacak fiyatı belirlemek” ve “bir sonraki halka arzın başarısını garantileyecek bir fiyat belirlemek” amaçlarının ise pek dikkate alınmadığı anlaşılmıştır. Firmaların hisse senetlerini ilk kez arz ederken, senedin kolayca satılması ve bir sonraki halka arzı garantilemek gibi amaçlarının olmadığı görülmektedir. Firmaların genelde amacı arz ettikleri hisse senedinin gerçek fiyatının belirlenmesidir.

Tablo 8: Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyatlarının Belirlenmesi Sırasında Firmalarca Gözetilen Amaçlar

Amaç	Firma Sayısı	Toplam İçindeki Oranı
Hisse Senedinin Gerçek Fiyatını Belirlemek	31	%51.7
Pazarda Kolay Satılacak Fiyatı Belirlemek	9	%15
Şirket Ortakları İçin Tatmin Edici Bir Fiyat Belirlemek	13	%21.7
Bir Sonraki Halka Arzın Başarısını Garantileyecek Bir Fiyat Belirlemek	7	%11.6
Toplam	60	%100

Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatları belirlenirken çeşitli değerlendirme yöntemleri kullanılmaktadır. Türkiye’de hangi değerlendirme yöntemlerinin ne sıklıkta kullanıldığı araştırılmış, elde edilen veriler oransal olarak **Tablo 9**’da özetlenmiştir.

Görüldüğü gibi Türkiye’de en fazla kullanılan değerlendirme yöntemi %28.6 ile “aynı alanda faaliyet gösteren şirketlerin fiyat/kazanç oranları” olmuştur. Onun ardından %21 ile “esas faaliyet kârı rasyosu” ve %18.1 ile “iskonto edilmiş nakit akımları analizi” yöntemleri gelmektedir. En az kullanılan yöntemler ise sırasıyla %15.2 ve %14.3 ile “İMKB’deki bütün şirketlerin fiyat kazanç oranları” ve “ciro katsayısı” yöntemleri olmuştur. Üç firma ise farklı yöntemler kullandıklarını belirtmişlerdir.

Tablo 9: Halka İlk Kez Arzda Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Belirlemede Değerleme Yöntemlerinin Firmalarca Kullanım Sıklığı

Değerleme Yöntemi	Kullanan Firma (%)
(A) İskonto Edilmiş Nakit Akımları Analizi	18.1
(B) Aynı Alanda Faaliyet Gösteren Şirketlerin Fiyat/Kazanç Oranları	28.6
(C) İMKB’deki Bütün Şirketlerin Fiyat Kazanç Oranları	15.2
(D) Esas Faaliyet Kârı Rasyosu	21
(E) Ciro Katsayısı	14.3
Diğer:	
Şirket Portföyündeki Varlıkların Piyasa Değeri	0.9
İMKB Endeks Değerleri	1.9

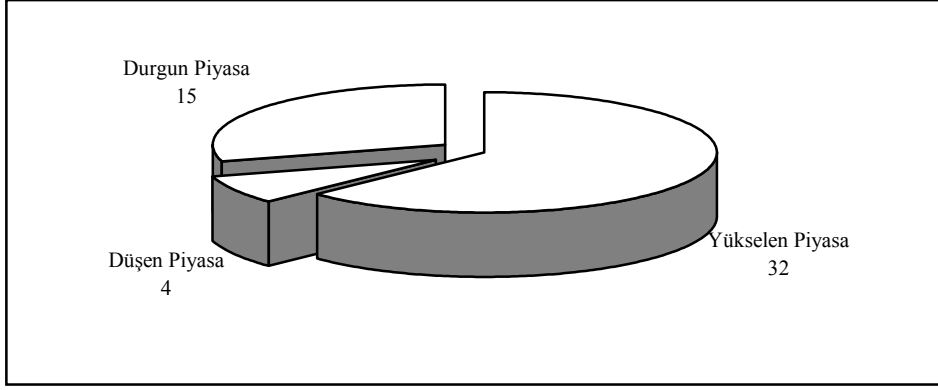
Firmaların halka arzda, hazırlık döneminin hemen ardından piyasaya girme ile ilgili izledikleri politikaları araştırılmış ve alınan yanıtlar **Tablo 10**'da verilmiştir.

Tablo 10: Piyasaya Girme İle İlgili Firma Tercihleri

İzlenen Politika	Yanıt Sayısı	Yanıt Oranı
Piyasaya Hemen Girilmesi Tercih Edilmektedir	3	%2.7
Uygun Piyasa Koşullarının Oluşması İçin Bir Süre Beklenilmesi Tercih Edilmektedir	42	%38.5
Borsanın Yükseliş Trendinde Olmasına Dikkat Edilmektedir	40	%36.7
Diğer Halka Arzlarla Çakışmamaya Özen Gösterilmektedir	24	%22

Açıkça görülmektedir ki, Türkiye’de firmalar, halka ilk kez arzda hazırlık döneminin hemen ardından piyasaya girilmesi konusunda olumlu düşünmemektedirler. Firmalar, borsanın yükseliş trendinde olması ve diğer halka arzlarla çakışmamaya özen gösterilmesi gibi uygun piyasa koşullarının oluşması amacıyla bir süre beklenilmesini tercih etmektedirler. Alınan yanıtlar itibarıyla firmaların %22’si diğer halka arzlarla çakışmamaya özen gösterilmesini tercih ederken %36.7’si ise borsanın yükseliş trendinde olmasına dikkat etmektedir. Tabloda yer alan politikaları “piyasaya hemen girilmesi” ve “piyasaya hemen girilmemesi” şeklinde birleştirmek de mümkündür. Bu durumda firmaların sadece %2.7’sinin piyasaya hemen girmeyi tercih ettikleri, %97.3’ünün ise piyasaya hemen girmeyi tercih etmedikleri anlaşılmaktadır. Bu sonuçlardan, Türkiye’de firmaların halka arz zamanı konusunda temkinli davrandıkları ve uygun satış ortamını kolladıkları yolunda bir çıkarım yapmak mümkündür.

Firmalar hisse senetlerini satışa sundukları an piyasanın yükselişte olmasını arzu ederler. Fakat uygulamada bunun ne ölçüde gerçekleştiği merak konusudur. Türkiye’de firmaların halka arzda nasıl bir piyasa ile karşı karşıya kaldıkları araştırılmış, elde edilen bulgular **Grafik 1**'de açıklanmıştır.



Grafik 1: Halka İlk Kez Arzda, Firmaların Hisse Senetlerinin Satıldığı Piyasa Türleri ve Gerçekleşme Sıklığı

Verilen yanıtlardan çıkarılan sonuca göre firmaların %62.7 gibi büyük bir çoğunluğu hisse senetlerini yükselen bir piyasada satma olanağı bulmuştur. %29.4'ünün ise hisse senetleri durgun bir piyasada satılmış, %7.8 gibi küçük bir kesimin hisse senetleri ise düşen bir piyasada satılmıştır. Buna göre, Türkiye’de halka ilk kez arzda bulunan firmaların genellikle umduklarını bulma konusunda olumlu bir ortamla karşılaştıkları anlaşılmaktadır. Bir önceki sorunun analizinde de (Bkz. **Tablo 10**) firmaların genelde satış için uygun piyasa koşullarını ve borsanın yükseliş trendinde olmasını bekledikleri sonucuna ulaşılmıştır, firmaların yükselen bir piyasa ile karşılaşmalarının nedeni olarak görülebilir. Yani, hisse senetlerinin genelde yükselen bir piyasada satılması, firmaların piyasaya girme ile ilgili tercihlerinin bir sonucudur.

Firmaların halka açılma kararı verdikten sonra yapacakları işlerden ilki aracı kurum seçimidir. Çünkü aracı kurumlar, halka ilk arzda “finansal ebelet” görevini üstlenmektedirler. Aracı kurumların üç temel rolleri vardır. Bunlar, danışmanlık hizmeti vermek, şirketlerin halka ilk kez arz edecekleri hisse senetlerini satın almak ve bunları kamuya satmak şeklinde sıralanabilir (Brealey ve Myers, 1996, s.386). Aracı kurumlar halka ilk kez ihraçlarda çok önemli rol oynarlar. Özellikle çok büyük ihraçlarda prestiji yüksek, deneyimli ve finansal kaynakları güçlü olan aracı kurumlar tercih edilmektedir (Brealey ve Myers, 1996, s.389). Firmalar bu derece önemli role sahip aracı kurumlarda bazı özellikler aramaktadırlar. Bu özellikler; aracı kurumun, başarılı bir halka arzı gerçekleştirecek ölçüde nitelikli ve deneyimli uzman kadroya sahip olması, yeterli deneye sahip olması, piyasada iyi tanınmış olması, mali kaynaklarının güçlü olması, en iyi fiyat teklifini vermesi şeklinde sıralanabilir. Firmaların sıralanan bu özelliklerden hangilerine daha çok önem verdikleri araştırılmıştır. Sonuçlar **Tablo 11**’de verilmiştir.

Firmaların daha çok ne tür özellikler aradıklarının araştırılması amacıyla, firmalara, hisse senetlerinin halka arzını üstlenen aracı kurumlarda arayabilecekleri özellikler seçenekler halinde sunulmuş ve bu özellikleri önem derecelerine göre

sıralamaları istenmiştir. Firmaların 54'ü bu soruyu yanıtlamış, "1" aradıkları en önemli ve öncelikli özellik olacak şekilde seçenekleri sıralandırmışlardır. Herhangi bir önem derecesi verilmeyen seçenek, yanıt veren firma açısından aracı kurumda aranmayan özellik (önemsiz) olarak dikkate alınmış, eğer birden fazla ise bunlar aynı derecede önemsiz olarak değerlendirilmiştir. Seçeneklerin aldıkları toplam puanlar **Tablo 11**'de öncelikli özellikten önceliksiz özelliğe (önemliden önemsiz) doğru sıralanmıştır.

Aşağıda da da görüldüğü gibi firmaların aradıkları özelliklerin içerisinde en çok puanı *başarılı bir halka arzı gerçekleştirecek ölçüde nitelikli ve deneyimli uzman kadroya sahip olması* almıştır. Onu *yeterli deneyime sahip olması* izlemiştir. En az puanı ise *diğer* seçeneği almıştır.

Tablo 11: Firmaların Hisse Senetlerinin Halka Arzını Üstlenen Aracı Kurumlarda Aradıkları Özellikler

Aracı Kurumlarda Aranılan Özellikler	Toplam Puan
1.Başarılı Bir Halka Arzı Gerçekleştirecek Ölçüde Nitelikli ve Deneyimli Uzman Kadroya Sahip Olması	285
2.Aracı Kurumun Yeterli Deneyime Sahip Olması	228
3.Piyasada İyi Tanınmış Olması	208
4.Mali Kaynaklarının Güçlü Olması	172
5.En İyi Fiyat Teklifini Vermesi	149
6.Diğer	92

Yukarıdaki tablodan, firmaların aradığı öncelikli özellikten önceliksiz özelliğe doğru bir sıralama elde etmenin mümkün olduğu anlaşılacakla birlikte, puanların istatistiksel olarak birbirine denk olup olmadığının, denk değilse hangilerinin daha üstün olduğunun anlaşılması için daha önce ilk sorunun analizinde kullanılan *Friedman Sıra Testi* ve *Gruplararası Çoklu Karşılaştırma Tekniği* kullanılmıştır. Her iki teknikle ilgili gerekli açıklamalar önceden yapıldığı için burada tekrara girilmeyecektir. İlgili hesaplamalar yapılmış, bu hesaplamalardan firmaların aracı kurumlarda aradıkları özelliklere vermiş oldukları önem derecelerinin aynı olmadığı anlaşılmıştır. Özelliklerin önem derecelerinin aynı olmadıkları anlaşıldığına göre yine hangi özelliğin almış olduğu önem derecesinin, hangi özelliğin almış olduğu önem derecesinden farklı olduğunun belirlenmesi için gruplararası çoklu karşılaştırma tekniği kullanılmıştır.

Özet olarak belirtmek gerekirse tüm bu sonuçlardan hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların, hisse senetlerinin halka arzını üstlenen aracı kurumlarda aradıkları en önemli ve öncelikli özellik;

- *başarılı bir halka arzı gerçekleştirecek ölçüde nitelikli ve deneyimli uzman kadroya sahip olması,*

bunun dışında aradıkları ikinci derecede önemli özellikler;

- *yeterli deneyime sahip olması,*
- *piyasada iyi tanınmış olması,*
- *mali kaynaklarının güçlü olması,*

son sırada yer alan ve pek önemsenmeyen özelliğin ise;

- *en iyi fiyat teklifini vermesi,* olduğu saptanmıştır.

“Diğer” şeklinde belirtilen özelliklerin önem düzeyleri çok düşük belirlendiğinden burada ayrıntılarına girilmemiştir.

Firmaların halka ilk kez arzda hisse senetlerinin yurtiçi, yurtdışı veya hem yurtiçi hem de yurtdışı piyasalarda satılıp satılmadığı araştırılmıştır. Elde edinilen bilgilere göre, bu soruya yanıt veren 55 firmanın, halka ilk arzda yurtdışı piyasada satılan hisse senedi bulunmamaktadır. **Tablo 12**'de verilen yanıtlar daha açık bir şekilde görülmektedir.

Tablo 12: Halka İlk Kez Arzda Firmaların Hisse Senetlerinin Satıldığı Piyasalar

Satışın Gerçekleştiği Piyasa	Firma Sayısı	Oran
Yurtiçi Piyasa	35	%63.6
Yurtdışı Piyasa	0	%0
Yurtiçi ve Yurtdışı Piyasalar	20	%36.4

Görüldüğü gibi firmaların %63.6'sının hisse senetleri sadece yurtiçinde satılmıştır. Hisse senetleri hem yurtiçinde hem de yurtdışında satılan firmaların oranı ise %36.4 olarak gerçekleşmiştir. Daha önce de belirtildiği gibi hisse senetleri sadece yurtdışı piyasada satılan firma yoktur.

4.SONUÇ

Türkiye’de hisse senetlerini halka ilk kez arz etmiş olan firmaların, halka ilk arz ile ilgili çeşitli konulardaki görüşleri, yapılmış olan anket çalışması ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen bulgular çerçevesinde sonuçlar toplu olarak değerlendirilerek aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Firmaların halka açılmadaki en büyük beklentileri özkaynağı güçlendirmektir. Bunun dışında firmalar için önemli sayılabilecek beklentiler ise “kurumsallaşma”, “vergi istisnalarından yararlanma”, yaygın tanınma ve prestij”, şirket hisse senetlerine likidite kazandırma” ve “modern yönetim” olarak sıralanabilir. Halka ilk arz işlemlerini ise firmalarda genellikle finansman departmanı yürütmektedir. Firmaların dörtte birinde ise bu işlemleri, oluşturulan yeni bir ekip yürütmektedir.

Türkiye’de halka ilk arzda bulunan firmalarda hisse senetlerinin fiyatını genelde firma ve konsorsiyum lideri birlikte belirlemekte, fiyat belirlenirken gözetilen amaç hisse senedinin gerçek değerini tespit edebilmek olmakta ve fiyat belirlemede değerlendirilen yöntemleri genelleştirilerek aynı alanda faaliyet gösteren şirketlerin fiyat/kazanç oranları, iskonto edilmiş nakit akımları analizi, diğer şirketlerin fiyat/kazanç oranları ve ciro katsayısı kullanılmaktadır. Halka arzda en fazla kullanılan yöntemler sırasıyla en iyi gayrat aracılığı, tümünü yüklenim ve bakiyeyi yüklenimdir. Karşılaşılan ihraç maliyeti/ihraç tutarı oranı yaklaşık olarak %4 ile %8 arasındadır. Türkiye’de firmalar yaklaşık olarak, halka arza karar verdikten 3 ay sonra halka arzı gerçekleştirmektedirler.

Firmalar halka arzda bulunurken piyasaya hemen girmek taraftarı değillerdir. Genelde tercihleri uygun piyasa koşullarını beklemek ve borsanın yükseliş trendinde olmasına dikkat etmektir. Bunun sonucu olarak Türkiye’de halka ilk arzda bulunan firmaların büyük bir çoğunluğu arzlarını yükselen bir piyasada gerçekleştirmişlerdir.

Firmalar, kendilerine halka arzda aracılık faaliyetinde bulunacak kurumlarda başarılı bir arzı gerçekleştirecek ölçüde nitelikli ve deneyimli uzman kadro

aramaktadırlar. Firmalar için aracı kurumun sadece en iyi fiyat teklifini vermesi önemli olmamaktadır.

Firmalar genellikle hisse senetlerini yurtiçi piyasalarda satmışlardır. Firmaların 1/3'ü ise hem yurtiçi piyasada, hem de yurtdışı piyasada hisse senetlerini arz etme imkânını bulmuşlardır. Sadece yurtdışı piyasada hisse senetlerini halka arzda bulunan firma ise yanıtlarda yer almamaktadır.

Günümüzde ticari, sınıai veya hizmetler konusunda faaliyet gösteren sektörlerde hızlı bir değişme ve gelişme süreci yaşanmaktadır. Şirketler bu ortama uyum sağlayabildikleri ölçüde gelişmelerini hızlı bir şekilde sürdürebileceklerdir. Şirketler hangi sektörde faaliyet gösterirlerse gösterebilirler hem iç hem de dış piyasada yoğun rekabet ile karşı karşıya gelmektedirler. Böyle bir ortamda ayakta kalmak ve gelişmek, daha kaliteli daha düşük maliyetli ürünler üretmekle mümkün olabilmektedir. Bu da gelişen teknolojiyi işletmelerde kullanmakla yani yatırım yapmakla gerçekleşebilecektir. Yatırım için gerekli kaynak temini yollarından biri de şirketlerin halka açılmasıdır. Bu nedenle önümüzdeki yıllarda halka açılan şirket sayısında artış olması kaçınılmazdır.

KAYNAKÇA

- BERENSON**, Mark L. ve David M. **LEVINE** (1992), **Basic Business Statistics Concepts and Applications**, Fifth Edition, Prentice-Hall Inc., A Simon&Schuster Company Englewood Cliffs, New Jersey, USA.
- BREALEY**, Richard A. ve Stewart C. **MYERS** (1996), **Principles of Corporate Finance**, Fifth Edition, McGraw-Hill Companies Inc., USA.
- DANIEL**, Wayne W. ve James C. **TERRELL** (1995), **Business Statistics For Management and Economics**, 7th Edition, Houghton Mifflin Company, USA.
- DURAK**, Turgay (Mayıs 1997), “**Borsaya Halka Arz Dopingi**”, İntermedya Ekonomi, Yıl:4, Sayı:15, ss:62-63.
- İMKB** Şirketleri (Sermaye, Temettü ve Aylık Fiyat Verileri), 1986-1997, İMKB Yayınları, İstanbul.
- SIEGEL**, Sidney ve N. John Castellen Jr. (1988), **Nonparametric Statistics For The Behavioural Sciences**, Second Edition, McGraw-Hill International Editions Series, USA.
- ŞENGÜL**, Selami (1997), **100 Soruda Halka Açılma**, ASO Yayınları, Ankara.
- THILL**, John V. ve Courtland L. Bovée (1993), **Excellence in Business Communication** Second Edition, McGraw-Hill Inc., USA.

ABSTRACT

In Turkey, especially recent years have been a period during which remarkable developments took place in the capital markets. During this period family partnership began to finance their concerns by going public. In this study, the Turkish firms whose shares are traded at the market are surveyed in order to evaluate their opinions about initial public offerings.