

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

HALKA ARZLARIN BAŞARISIZLIK SEBEPLERİ:

COCA-COLA İÇECEK A.Ş. ÖRNEK OLAY
İNCELEMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

SEDA ÇAVUŞOĞLU

ANKARA 2008

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

HALKA ARZLARIN BAŞARISIZLIK SEBEPLERİ:

COCA-COLA İÇECEK A.Ş. ÖRNEK OLAY
İNCELEMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

SEDA ÇAVUŞOĞLU

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Orhan ÇELİK

ANKARA 2008

İÇİNDEKİLER

Kısaltmalar.....	viii
Tablolar	X
Şekil ve Grafikler.....	x
Giriş	1
Bölüm 1 Halka Arz Kavramı.....	6
1 Halka Arz Hakkında Genel Bilgiler	6
1.1 Halka Açılma Ve Halka Arz Kavramları	7
1.2 Halka Açık Şirket.....	10
1.3 İşletmeleri Halka Açılmaya Yönlendiren Etmenler.....	11
1.3.1 Finansman ve Kaynak Sağlamak.....	15
1.3.2 Şirketin Tanınırlığının Artması	15
1.3.3 Hisse Senetlerinin Likidite Kazanması	16
1.3.4 Kurumsallaşma Ve Kurum Prestijinin Güçlenmesi	17
1.3.5 Vergi Avantajları	18
1.3.6 Hisse Senetlerinin Teminat Olarak Kullanılma Özelliği Kazanması	18
1.3.7 Şirket Değerinin Piyasa Tarafından Belirlenmesi	19
1.4 İşletmelerin Halka Açılmaktan Kaçınma Nedenleri.....	19

1.5	Halka Arz Yöntemleri.....	21
1.5.1	Portföyden Satış (Mevcut Payların Halka Arzı).....	21
1.5.2	Sermaye Artırımı (Yeni Pay İhracı)	22
1.6	Halka Arzlarda Satış Yöntemleri	23
1.6.1	Borsada Satış Yöntemi	23
1.6.2	Talep Toplama Yöntemi.....	24
1.6.3	Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi	27
2	Türkiye’de Halka Arz Uygulamaları	28
2.1	Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Hakkında Genel Bilgiler	28
2.2	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Hakkında Genel Bilgiler.....	29
2.3	İmkb Hisse Senetleri Piyasası Bünyesindeki Pazarlar	30
2.3.1	Ulusal Pazar.....	31
2.3.2	İkinci Ulusal Pazar (Bölgesel Pazarlar, Kot Dışı Pazar)	32
2.3.3	Yeni Ekonomi Pazarı (Yeni Şirketler Pazarı)	33
2.3.4	Gözaltı Pazarı	34
2.3.5	Borsa Yatırım Fonları (BYF)	35
2.3.6	Birincil Piyasa	36
2.3.7	Toptan Satışlar Pazarı.....	37
Bölüm 2	Halka Arzların Başarısını Etkileyen Unsurlar.....	38
1	Halka Arzlarda Aracı Kuruluşlar	38

1.1	Aracı Kuruluşların Görevleri	39
1.2	Halka Arz Sürecinde Lider Aracı Kurumun Rolü	41
1.3	Halka Arza Aracılık Türleri	42
1.3.1	En İyi Gayret Aracılığı	42
1.3.2	Aracılık Yüklenimi (Underwriting)	43
2	Halka Arzlarda Fiyatlandırma	46
2.1	Hisse Senedinin Fiyat Performansı.....	47
2.1.1	Toplam Aktifler	48
2.1.2	Şirketin Yaşı	49
2.1.3	Toplam Halka Arz Miktarı	49
2.1.4	Piyasa Getirisi.....	50
2.1.5	Halka Arz Oranı (Going Public Ratio).....	50
2.1.6	Standart Sapma.....	51
2.1.7	Halka Arz Yöntemi	52
2.2	Halka Arz Edilen Hisselerin Fiyatlarının Belirlenmesi.....	53
2.2.1	Piyasa Değeri (Borsa Değeri).....	53
2.2.2	Defter Değeri (Muhasebe Değeri)	54
2.2.3	Net Aktif Değer	54
2.2.4	Piyasa Çarpanları Yöntemi.....	54
2.2.5	İndirgenmiş Nakit Akımları (Net Bugünkü Değer) Yöntemi	57
2.2.6	Tasfiye Değeri (Likidasyon Değeri)	59
2.2.7	Ekonomik Katma Değer Yöntemi (Economic Value Added-EVA)	60

2.3	Hisse Senedi Fiyatının Yüksek Belirlenmesi.....	61
2.4	İlk Halka Arzlarda Hisselerin Düşük Fiyatlandırılması	62
2.4.1	Kısa Dönemli Düşük Fiyatlamaya Getirilen Teorik Açıklamalar	65
2.4.2	Uzun Dönemli Performans Hakkında Geliştirilen Teoriler	71
2.4.3	Düşük Fiyatlamamanın Yaratabileceği Sorunlar	73
2.5	İlk Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı.....	74
2.5.1	Fiyat İstikrarını Sağlayan Faaliyetler	76
2.5.2	Fiyat İstikrarı Uygulaması.....	80
2.5.3	Şartlı Satış İşlemleri	81
2.5.4	İstikrar Sürecinin Yönetimi	82
3	Halka Arzlarda Pazarlama.....	83
3.1	Pazarlamanın Halka Arz Başarısındaki Rolü	84
3.2	Pazarlama Karması Bileşenleri.....	85
3.2.1	Ürün (Hizmet)	87
3.2.2	Fiyat.....	87
3.2.3	Tutundurma	88
3.2.4	Dağıtım (Yer)	88
3.2.5	Süreç Yönetimi.....	89
3.2.6	Fiziksel Ortam	90
3.2.7	Katılımcılar.....	90
4	Halka Arzlarda Zamanlama	90

5	Halka Arzlarda Yatırımcılar.....	94
Bölüm 3 Coca-Cola İçecek A.Ş. Örnek Olay İncelemesi		96
1	Araştırma Yöntemi.....	96
2	Teorik Çerçeve ve Literatür İncelemeleri.....	97
3	Coca-Cola İçecek A.Ş. Hakkında Genel Bilgiler	99
3.1	Coca-Cola İçecek A.Ş.’nin Şirket Yapısı.....	100
3.1.1	Satış Hacmi.....	102
3.1.2	Ortaklık Yapısı	103
3.2	Coca-Cola İçecek A.Ş.’nin Tarihçesi.....	104
4	Coca-Cola İçecek A.Ş.’ nin Halka Arz Süreci	105
5	Türkiye’de Son Senelerde Gerçekleşen Halka Arzlara Genel Bir Bakış ...	108
6	Coca-Cola İçecek A.Ş.’ nin İlk Halka Arzındaki Başarısızlık Nedenleri...	114
6.1	Fiyatlandırma	114
6.2	Aracı Kuruluşlar	119
6.3	Zamanlama	122
6.4	Yatırımcılar.....	123
6.5	Pazarlama	127

7	CCİ'nin Halka Arz Süreçleri Arasındaki Farklılıklar	128
	Sonuç	130
	Kaynakça.....	133

KISALTMALAR

AOSM	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
BYF	:	Borsa Yatırım Fonları
CCİ	:	Coca-Cola İçecek A.Ş.
CSFB	:	Credit Suisse First Boston
EVA	:	Economic Value Added (Ekonomik Katma Değer)
FEAS	:	Federation of Euro-Asian Stock Exchanges (Avrasya Borsalar Birliği)
FIBV	:	Federation Internationale des Bourses de Valeurs (Uluslararası Borsa Federasyonu)
F/K	:	Fiyat/Kazanç
İHA	:	İlk Halka Arz
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Md	:	Madde
NOPLAT	:	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (Düzeltilmiş Vergiler Düşüldükten Sonraki Net Faaliyet Karı)
PD/DD	:	Piyasa Değeri/Defter Değeri
ROIC	:	Return on Invested Capital (Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri)
SEC	:	U.S. Securities and Exchange Commission
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurumu

SPKn	:	Sermaye Piyasası Kanunu
TCCC	:	The Coca-Cola Company
YEP	:	Yeni Ekonomi Pazarı

TABLÖLAR

Tablo 1:	Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin Özet Finansal Tablosu.....	101
Tablo 2:	Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin Mevcut Ortaklık Yapısı.....	104
Tablo 3:	Şirketlerin Halka Açılmalarının Yıllar İtibariyle Gelişimi	110
Tablo 4:	2004 Yılı Halka Arzları ile Yine Aynı Tarihteki Endeksin 8 Kasım'a Göre Getirileri	113

ŞEKİL ve GRAFİKLER

Şekil 1:	Ürün ve Hizmet için Pazarlama Karması Elemanları	86
Grafik 1:	1990-2004 Dönemi Türkiye’de Gerçekleşen Birincil Halka Arzlar	109

GİRİŞ

Şirketler hem kurulurken hem de faaliyetlerini sürdürmek amacıyla finansmana ihtiyaç duymakta ve bu ihtiyaç duydukları finansmanı iç ve dış kaynaklardan karşılamaktadırlar. Ancak aynı zamanda işletmeler, büyümek, gelişmek, yatırım yapmak ve rakipleri ile rekabet edebilmek için gereken sermayeyi bulmakta zorlanmaktadırlar. Halka açılma yoluyla işletmeler, kendileri için gerekli kaynağı sermaye piyasasından sağlayabilmektedirler. Bu yönüyle halka açılma, işletmelerin kaynak problemlerinin çözümüne büyük katkı sağlamaktadır.

Halka arz, şirketlerin finansman sağlamaları, likiditelerini artırmaları ve kurumsallaşmalarında önemli bir yere sahiptir. Aynı zamanda halka arz, sermayeyi tabana yayma, tasarrufların reel sektöre yönlendirilmesi ve dolayısıyla rekabetçi piyasaların oluşması açısından, ülke ekonomisinin gelişiminde de büyük rol oynamaktadır. Halka arz, sermaye piyasasının gelişmesi, derinleşmesi ve yatırımcı sayısının artması açısından da son derece önemli bir aktördür.

1980'li yıllarda hisse senedi piyasası, tüm beklentilerin üzerinde bir gelişme kaydetmiştir ve hisselerini halka arz eden şirketler, yatırımcılar için oldukça olumlu bir atmosfer yaratmıştır. 80'li yılların cazip kazançları, 90'lı yılların halka arzlarına da güçlü bir talep yaratmış ve giderek genişleyen bir yatırımcı tabanı ile bu yıllarda yapılan halka arzlar başarılı sonuçlar vermiştir. Ancak 2000'li yıllara doğru, halka arzların borsa performansı kötüleşmeye başlamıştır. Özellikle 2001 krizinde

yatırımcılar önemli kayıplara uğramış ve 2001 krizi sonrasındaki halka açılmalar neredeyse durmuştur.

Son dönemde gerçekleşen halka arzların durumuna dikkat çeken en önemli olaylardan birisi, Coca-Cola İçecek A.Ş. (CCI)'nin halka arzının yetersiz talep nedeniyle sürpriz bir şekilde geri çekilmesi olmuştur.

Türkiye'nin son yıllardaki en büyük halka arzlarından biri olması beklenen CCI'nin halka arzının başarısızlıkla sonuçlanması ve Türkiye'nin en büyük sermaye gruplarından biri olan Anadolu Grubu'nun, Coca-Cola gibi bir şirketi halka açamaması, bu konudaki sorunların ortaya konmasının önemini göstermektedir. Halka arzların performansının sermaye piyasası üzerinde ve yatırımcının daha sonraki yatırım kararlarında da etkili olduğu göz önünde bulundurulduğunda, konunun ayrıntılı bir biçimde incelenmesinin gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Literatürde halka arz konusu üzerine birçok çalışma bulunmakla birlikte halka arzların başarısını etkileyen unsurları tartışan çalışmaların oldukça kısıtlı olduğu gözlenmiştir. Bu yönüyle daha başarılı halka arzlar gerçekleştirmenin yollarını araştırmak sağlıklı bir sermaye piyasası oluşturabilmek açısından önem teşkil etmektedir.

Bu çalışmada halka açılma kararı veren şirketlerin başarılı bir halka arz gerçekleştirebilmelerinin yolları tartışılmış, Coca-Cola örnek olay incelemesiyle konunun detaylı bir biçimde incelenmesi amaçlanmıştır.

Tezin Amacı

Bu çalışmada şirketlerin halka açılma davranışları, bu konuda yürüttükleri politikalar ve sonucunda gerçekleştirilen halka arzların başarı durumları incelenmektedir. Bu sayede şirketlerin halka arzlarında başarısızlık nedenlerinin tespit edilmesi ve bu alanda elde edilen bulgulara ihtiyaç duyan kimselere gerekli altyapı sağlanması amaçlanmıştır.

Tezin Konusu

Halka arzların başarısızlık sebeplerinin incelenmesi tezin konusunu oluşturmaktadır. Bu çalışmada, Coca-Cola'nın Türkiye'deki faaliyetlerini gerçekleştiren Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin örnek olay incelemesi yapılmaktadır. Halka arzların performansının sermaye piyasası üzerinde ve yatırımcının daha sonraki yatırım kararlarında da etkili olduğu göz önünde bulundurulduğunda, konunun ayrıntılı bir biçimde incelenmesinin gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Tezin Önemi

Türk sermaye piyasası açısından önemli gelişmelerin gözlemlendiği son yıllarda, halka açılan şirket sayısında artış olduğu; şirketlerin halka açılma eğilimlerinin ise giderek arttığı gözlemlenmektedir. Halka açılan şirketlerin bu süreci

başarıyla tamamlayabilmeleri, sermaye piyasasının olumlu yönde gelişebilmesi açısından önem teşkil etmektedir.

Türkiye'nin son yıllardaki en büyük halka arzlarından biri olması beklenen CCI'nin halka arzının başarısızlıkla sonuçlanması bu konudaki sorunların ortaya konmasının önemini göstermektedir. Halka arzların performansının sermaye piyasası üzerindeki etkileri olduğu göz önünde bulundurulduğunda, konunun ayrıntılı bir biçimde incelenmesinin gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Tezin Yöntemi

Çalışmada halka arzları gerçekleşmiş ya da halka arz kararı almış ve başarısız olmuş şirketler incelenirken, CCI ile karşılaştırma yapılabilmesi açısından, benzer özellikte şirketler tercih edilmiştir. Değişik ülkelerden ve Türkiye'den seçilen bu şirketler, tezin araştırma evrenini oluşturmaktadır. Söz konusu şirketler ile CCI arasında tezin değişik aşamalarında çeşitli konularda karşılaştırmalara yer verilmektedir.

Yerli ve yabancı literatürün taranması sonucunda elde edilen kaynaklar ile ilgili konuda yayınlanmış makaleler, çalışmanın temel kavramlarının oluşmasında ve temel düşüncenin şekillendirilmesinde kullanılmıştır. Geniş bir veri tabanına sahip olan internet, çalışmanın uygulamaya yönelik verilerinin elde edilmesinde ve literatür taraması sırasında önemli bir kaynak teşkil etmektedir. Söz konusu verilerinin elde edilmesinde, özellikle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

(İMKB)'nın ve Sermaye Piyasası Kurumu (SPK)'nın internet sitelerinde bulunan verilere sıkça başvurulmaktadır.

BÖLÜM 1

HALKA ARZ KAVRAMI

1 HALKA ARZ HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Halka arz yoluyla hisse senedi ihracı, şirketlerin uzun senelerden beri uyguladıkları finansman yöntemlerinden biridir. Şirketler hem kurulurken, hem de faaliyetlerini sürdürmek amacıyla finansmana ihtiyaç duymakta ve bu ihtiyaç duydukları finansmanı iç ve dış kaynaklardan karşılamaktadırlar.

İşletmeler finansal piyasalardan ne kadar kolaylıkla ve düşük maliyetle borçlanabilirlerse, varlık edinme güçleri de o kadar yüksek olmaktadır. Bu durum şüphesiz işletmelere piyasadaki rakiplerine oranla büyük avantaj sağlayacaktır.¹ İşletmelerin bu ihtiyaç duydukları fonları karşıladıkları finansman yöntemleri arasında halka arz, şirketler açısından önemli bir yer tutmaktadır.

Halka arz hakkındaki genel bilgi ve kavramların açıklanması, halka arzların başarısını etkileyen unsurların tartışılabilmesi açısından faydalı olacaktır.

¹ A. R. Zafer Sayar, “Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması”, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 146, Ankara, 2003, s.7.

1.1 Halka Açılma ve Halka Arz Kavramları

Halka açılma kavramı, en genel şekliyle, “kapalı bir şirketin sermaye yapısında, bu şirkete halkın katılmasına olanak verecek düzeltmelerin yapılması” olarak tanımlanabilir.² Halka açılma halka arzdan farklı bir kavramı ifade eder ve ilk defa halka kapalı bir şirket tarafından yapılırsa ortaya çıkan bir olguya işaret eder. Halka arz ise önceden hisse senetlerini ihraç etmiş şirketlerin tekrar hisse senedi arz etmelerini ifade etmektedir.³

Halka arz, Sermaye Piyasası Kanunu’nun (SPKn) 3/c. maddesinde, “Sermaye Piyasası Araçları’nın satın alınması için; her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini, hisse senetlerinin borsalar veya diğer teşkilatlanmış piyasalarda devamlı işlem görmesini, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla payların veya hisse senetlerinin satışını ifade eder”⁴ şeklinde tanımlanmıştır. İlk halka arz ise, halka açılma gibi, menkul kıymet piyasalarından sermaye bulmak isteyen işletmelerin ilk girişimlerini ifade eder.⁵

² Sevinç Akbulak, Yavuz Akbulak, “Anonim Şirketlerin Halka Açılması”, Muğla Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Tartışma Tebliğleri Serisi, 2005/II, s.3.

³ A. R. Z. Sayar, 2003, s.11.

⁴ İ. Özlem Koç, **Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama**, SPK, yayın no: 118, Ankara, 1998, s.9.

⁵ D. P. Baron, “A Model of The Demand for Investment Banking Advertising and Distribution of Services for New Issues”, **The Journal of Finance**, 37, 1982, s. 955.

Bu çerçevede, bir anonim ortaklıkta hisse senetlerinin halka arz edilip edilmediğini tespit ederken kullanılacak temel ölçüt, halka çağrıdır. Hisse senetlerinin üçüncü kişilere satışından önce halka çağrı yapıldığı takdirde halka arz söz konusudur ve halka arza ilişkin hükümlere uyulması zorunludur.⁶

Daha önce de belirtildiği gibi, halka açılma yoluyla işletmeler; büyümek, gelişmek, yatırım yapmak ve rakipleri ile rekabet edebilmek için gereken kaynağı sermaye piyasasından sağlayabilmektedirler. Ancak şirketlerin halka açılma kararı vermelerinde, finansman sağlamanın yanı sıra başka bir takım etmenlerin de etkisi göze çarpmaktadır. Ortaklığın hisse senetlerinin likiditesini artırmak ve ortaklığın geniş kitlelerce tanınmasını sağlamak gibi nedenler de halka açılmayı teşvik eden faktörlerdir.

Halka açılma, kalkınmanın hızını artıran sermaye birikimini sağlanması açısından önem teşkil etmektedir. Bu sebeple, para ve sermaye piyasaları tarafından gelişmiş pek çok ülkede, halka açılmayı teşvik edici tedbirler alınmıştır.⁷ Gelişmekte olan pek çok ülkede halka açık şirketlere vergi ve benzeri konularda avantaj sağlanmaktadır.⁸

⁶ Mustafa Çeker, “Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi”, İstanbul, 1998, s.2.

⁷ A. R. Z. Sayar, 2003, s.11.

⁸ İbrahim Ethem Sancak, “Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları”, **SPK Araştırma Raporu**, 1999, s.5.

Türkiye’de hisse senetlerinin halka arzı, Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tebliğlerinin oluşturduğu yasal çerçeve içerisinde gerçekleşmektedir. Halka arz edilecek hisse senetlerinin Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınması zorunludur. Halka arz edilen hisse senetlerinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kotuna alınması ve hisse senedi pazarlarında işlem görmesi ise Borsa Yönetim Kurulu’nun kararına bağlıdır. Halka arz, sermaye artışlarında artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin satılması ya da ortak hisselerinin satılması şeklinde gerçekleştirilebilmektedir.

Hisse senedi, bir anonim şirketin sermayesinin birbirine eşit paylarından bir parçasını temsil eden ve kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen hukuken kıymetli evrak hükmünde bir belgedir. Hisse senedinin sahibine sağladığı haklar aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir:⁹

- Şirket karından pay alma hakkı,
- Şirket yönetimine katılma hakkı,
- Oy kullanma hakkı,
- Rüçhan hakkı,
- Tasfiyeden pay alma hakkı,
- Şirketin faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı.

⁹<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=76&fn=76.pdf>,

Erişim Tarihi: 20.06.2008.

Hisse senedi ayrıca sahibine temettü geliri ve zaman içinde hisse senedinin değerinde meydana gelen rüçhan hakkı satışından elde edilen gelir şeklinde çeşitli avantajlar da sağlamaktadır.

1.2 Halka Açık Şirket

Halka açık şirket, en basit şekliyle, hisse senetlerinin bir kısmını veya tamamını halka sunmuş şirket olarak ifade edilebilir. Hisse senedi sahiplerinin sayısı 250’yi aşıyorsa veya şirket, yazılı veya sözlü şekilde halkı ortaklığa çağırmış ise, bu anonim şirket, halka açık şirket sayılır ve SPK’ ya tabi olur.¹⁰

Halka açık şirket kavramı, ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte, halka açık şirket olmanın temel kıstasları hemen her ülkede birbirine benzemektedir. Ancak uygulamada bir takım farklılıklar bulunduğu da unutulmamalıdır.¹¹ Örneğin bir ülkede bir şirket, en az 200 ortağa sahip bulunması; 200 ortağın elindeki payların toplamının şirket sermayesinin % 45’ine denk gelmesi; 200 ortak içerisinde her ortağın, şirketin asgari bir pay sayısına sahip olması ve 200 ortağa ulaşılırken halka arz yapılmış olması şartları ile halka açık şirket statüsüne geçerken, başka bir ülkede bu oranlar ve sayılar farklı olabilir.¹²

¹⁰ Nurhan Aydın, “Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar”, Anadolu Üniversitesi, 2004, s.69.

¹¹ A. R. Z. Sayar, 2003, s.11.

¹² İ. E. Sancak, 1999, s.6.

Şirketler sermaye piyasaları sayesinde yatırımları için gerekli finansmanın temini, likiditenin sağlanması, ulusal ve uluslararası piyasalarda bilinirliğinin artması ve kurumsal kimliğin oluşumu gibi faydalar elde ederler. Halka açık bir şirket olmak, belirli bir kurumsal yapıya sahip olmayı da gerektirmektedir. Bu kurumsal yapı, şirketlerin sermaye piyasalarını düzenleyen kurumların denetim ve gözetimi altında faaliyet göstermeleri, şirketlerin mali tablo ve özel durumları açıklama zorunlulukları ve bağımsız denetim zorunluluğu gibi hususları gerekli kılar. İşletmeleri halka açılma kararı vermeye iten sözü edilen unsurlar dışında, pek çok unsur bulunmaktadır.

1.3 İşletmeleri Halka Açılmaya Yönlendiren Etmenler

Daha önce de belirtildiği üzere işletmeler, mevcut ekonomik konumlarını korumak ve bu konumlarını geliştirmek için daha güçlü ve sağlıklı kaynaklara ihtiyaç duymaktadırlar.¹³ Sözü edilen kaynaklar, yabancı kaynak (borç yoluyla elde edilen kaynak) veya öz kaynak (ortaklardan sermaye yoluyla veya faaliyetler sonucu kar yoluyla sağlanan kaynak) şeklinde olabilmektedir. İki kaynak türünün de şirkete belirli bir maliyeti vardır. Bu maliyet yabancı kaynaklarda faiz maliyeti iken, öz kaynakta ödenmesi gereken ve ortaklar tarafından belli bir taban limitte beklenen temettü geliri şeklindedir. Şirket yönetimi hangi kaynak ucuza geliyorsa, o kaynaktan faydalanma yoluna gidecektir. Eğer öz kaynak yoluyla fonlama ya da senet ihraç

¹³ A. R. Z. Sayar, 2003, s.13.

ederek toplanacak fonların maliyeti daha ucuz ise, şirketler halka arza başvurma yoluna gidebilirler.

İşletme açısından halka açılma, işletmenin kaynakları arasında sermaye payının yükseltilmesi ve işletmenin ortak sayısının artırılması, sermayesinin mevcut ortaklara ilave olarak yeni ortaklar da alarak, çok sayıda kişiye dağıtılması demektir.¹⁴

Öz kaynak oranının toplam kaynak içindeki payının yükselmesi, işletmenin finansman giderlerinin düşürülmesi sonucunu verir. Sermayenin veya artan sermaye kısmının çok sayıda ortak arasında dağılması ise, daha önce bir veya birden fazla kişiye ait olan sermaye nedeniyle bu kişilerin katlandıkları riskin birden fazla kişiye dağılması ve dolayısıyla mevcut veya kurucu ortakların göze aldıkları riskin azaltılması anlamını taşır.

Riskin azaltılması ve dağıtılması, sermayenin çok sayıda kişiye dağılmasından ve halka açılan şirketin hisse senetlerinin kolayca borsada nakde dönüştürülebilmesinden kaynaklanır. Ayrıca hisse senetlerinin değeri, şirketin piyasa fiyatının saptanmasına ve şirket yöneticileri ile çalışanlarının ne ölçüde başarılı olduklarının ölçülmesine imkan yaratır. Bu nedenle, işletme açısından halka açılma,

¹⁴ Selami Şengül, “100 Soruda Halka Açılma”, Ankara Sanayi Odası, Ankara, 1997, s.11.

hem riskin ve başarının ölçülmesi, hem de finansman giderlerinin azaltılması amaç ve sonucunu bünyesinde taşır.¹⁵

İşletmelerin hisse senetlerini halka arz yoluyla sermaye piyasasından öz sermaye şeklinde fon sağlamaları, işletme ve ortaklarına çok sayıda avantaj sağlamakta, ülke ekonomisi ve toplumunu da olumlu şekilde etkilemektedir. Öncelikle halka arzın işletmelere sağladığı en önemli faydalardan biri, şirketlere belirli bir vadede faiz ve anapara ödemesi gerektirmeden ek bir fon sağlamasıdır. Ayrıca, hisse senedinin borsada işlem görmesi, işletme değerinin ve pay fiyatının belirlenmesine de olanak sağlamaktadır. Halka arzın şirketlere sağladığı bir diğer avantaj ise, şirket ortaklarına net dağıtılabilir dönem karının en az %20'sini temettü olarak elde etme imkanı vermesidir. Tüm bu avantajların yanı sıra halka açılma ile şirketler şeffaf olma, kamuyu doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetim yaptırma ve bu sayede yatırımcılar ile kreditorler gözünde prestij ve güven kazanma avantajlara da sahip olmaktadır.¹⁶

İşletmelerin halka açılma kararı; aktif yapısı, işletmenin büyüme arzusu, kontrol ve yönetimin paylaşılması, vergi düzenlemeleri gibi çeşitli etmenlerden etkilenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde işletmeler genellikle borçlanma olanaklarının kısıtlı ve şartlarının elverişsiz olması nedeni ile öz sermaye ile finansmanı tercih etmektedir.

¹⁵ ibid., s.11-12.

¹⁶ S. Akbulak, Y. Akbulak, 2005, s.3-4.

Şirketler, ileride doğabilecek fon ihtiyaçlarını sermaye piyasasından ikincil halka arzlarla karşılamaya devam edebilmek için karlılıklarını korumak ve şirket değerini artırmak durumundadırlar. Bu yönüyle halka arz, şirketlerin karlılıklarının artmasında da olumlu bir katkıya sahip olmaktadır.

İMKB’de işlem gören firmalar için halka açılma, öz kaynağı güçlendirmenin yanında; kurumsallaşma, vergi, istisnalardan yararlanma, yaygın tanınma ve prestij, şirket hisse senetlerine likidite kazandırma ve modern yönetim uygulamaları faydalarını da sağlamaktadır.¹⁷

İşletmeleri halka arza yönlendiren etmenleri kısaca gruplamak gerekirse; ucuz maliyetli fon sağlama olanağına sahip olmak, şirketin tanınırlığının artmasını sağlamak, hisse senetlerinin likidite kazanmasına olanak sağlamak, kurumsallaşma sürecinin hızlanmasını ve kurum prestijinin güçlenmesini sağlamak, vergi avantajlarından faydalanmak, hisse senetlerinin teminat olarak kullanılma özelliği kazanması ve şirket değerinin piyasa tarafından belirlenmesi şeklinde bir sıralama doğru olacaktır.¹⁸

¹⁷ H. G. Düzakın, “Türkiye’de Hisse Senetleri İMKB’ de İşlem Gören Firmaların Halka İlk Arz ile İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi”, Doktora Tezi, 1998, s.203.

¹⁸ Sebahattin Devocioğlu, Bilal Çoban, “ Türkiye’de Spor Kulüplerinin Halka Arzı”, **Standart Ekonomik ve Teknik Dergi T.S.E.**, Yıl 42, Sayı 493, Ocak 2003, s.2.

1.3.1 Finansman ve Kaynak Sağlamak

Halka açılmada temel amaç finansmandır. Halka arz yoluyla şirkete ek bir fon sağlanması işletmelerin halka açılmalarında en önemli motivasyon unsuru olmaktadır.¹⁹ Hisse senetlerini halka arz etmekle şirketler, alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetli 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 imkanlarından yararlanmak yoluyla finansman sağlayabilmektedirler. Ayrıca halka arzla sağlanan fonların maliyeti diğer borçlanma şekilleri ile kıyaslandığında çok daha düşüktür.²⁰

1.3.2 Şirketin Tanınırlığının Artması

Halka açık şirketlerin hisse senetlerinin Borsa’da işlem görmesi gerek şirkete gerekse şirket ürünlerine yaygın tanınma ve prestij avantajı sağlamaktadır. Hisse senetleri menkul kıymet borsalarında işlem gören şirketler, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi doğrultusunda basın ve yayın kuruluşları vasıtasıyla, kendileri hakkındaki bilgileri yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılara ulaştırmaktadırlar.²¹ Bu bilgi

¹⁹ İ. Ö. Koç, 1998, s.16.

²⁰ <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/halkaarz.htm>, Erişim Tarihi: 18.07.2007.

²¹ A. R. Z. Sayar, 2003, s.14.

dağıtımı 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 imkanı doğabilmektedir.²²

Bu yönüyle halka açılma, işletmelere şeffaf olma, kamuyu doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetim yaptırma gibi bir takım sorumluluklar yüklemekte; işletmeler bu sayede yatırımcılar ve kreditorler gözünde prestij ve güven kazanma olanağına sahip olmaktadır.²³ Ayrıca, şirket hisselerinin borsada işlem görmeye başlaması ile şirketle ilişkili kişilerin sayısı artacak ve basın şirketle ilgili gelişmeleri daha yakından takip ederek halka duyuracaktır. Böylece ticari ilişkilerde şirkete kolaylık sağlanırken, şirketin sürekli gündemde olması sağlanarak reklamı yapılacaktır.

1.3.3 Hisse Senetlerinin Likidite Kazanması

Halka açılan şirketler, hisse senetlerini satarak kasada duran kağıtları nakde çevirme beklentisindedirler. Bu açıdan halka arz, hisse senetlerinin likidite kazanması açısından önemli bir kaynaktır. Halka arz edilen hisse senetlerinin

²² http://www.tspakb.org.tr/toplantilar/paneller/reel_sektor/talban.html, Erişim

Tarihi: 25.11.2007.

²³ İ. Ö. Koç, 1998, s.17.

organize bir pazarda istenilen zamanda, gerçek arz ve talebe göre oluşan fiyatlardan, şeffaflık içerisinde alınıp satılmasını sağlayarak hisse senetlerine likidite kazandırılmakta, mevcut ortaklara önemli bir imkan sağlanmaktadır.²⁴ Ayrıca halka arzdan sonra şirket hisseleri borsada işlem göreceğinden, istenildiğinde kolayca nakde dönüştürülebilecektir.

1.3.4 Kurumsallaşma ve Kurum Prestijinin Güçlenmesi

Halka açılmak ve hisse senetlerinin menkul kıymet borsasında işlem görmesini sağlamak ile şirketler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşabilmektedirler.²⁵

Halka açılma şirketlere şeffaf olma, kamuyu doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetim yaptırma ve uluslar arası muhasebe standartlarını uygulama gibi bir takım sorumluluklar yüklediği için, söz konusu şirketler; tüketiciler, yatırımcılar ve kreditorler gözünde güven ve prestij kazanırlar.²⁶ Üstelik, halka arz sürecinin başlaması ile birlikte şirket üzerinde oluşturulacak çeşitli

²⁴ A. R. Z. Sayar, 2003, s.14.

²⁵ İ. Ö. Koç, 1998, s.17.

²⁶ <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=73&fn=73.pdf>,

Erişim Tarihi: 25.11.2007.

denetim mekanizmaları, şirkette profesyonellik anlayışı oluşturmaya ve kurumsallaşma sürecini hızlandırmaya olanak sağlamaktadır.

1.3.5 Vergi Avantajları

Gelişmekte olan birçok ülkede, halka açık şirketlere vergi ve benzeri konularda çeşitli avantajlar sağlanmaktadır.²⁷ Ülkemizde de vergi kanunlarında yapılan değişikliklerle halka açık anonim şirketlere birtakım ayrıcalıklar tanınmaktadır.²⁸

1.3.6 Hisse Senetlerinin Teminat Olarak Kullanılma Özelliği Kazanması

Halka arz sonrasında, şirket hisseleri borsada alınıp satılacağından likit bir değer haline gelecek ve yatırımların fonlamasında sağlanacak yabancı kaynaklara teminat olarak gösterilebilme özelliği kazanacaktır. Bu yönüyle şirketler, hisse senetleri borsada işlem görmeye başladıktan sonra hisse senetlerini teminat göstererek kredi kullanabilme ve borç senedi ihraç edebilme yoluyla finansman sağlayabilmektedirler.²⁹

²⁷ A. R. Z. Sayar, 2003, s. 14.

²⁸ İ. Ö. Koç, 1998, s.18.

²⁹ A. R. Z. Sayar, 2003, s.13.

1.3.7 Şirket Değerinin Piyasa Tarafından Belirlenmesi

Şirket hisselerinin borsada işlem gördüğü fiyat, şirket değerini yansıtan en objektif ve hızlı kriterlerden biridir. Halka açılan şirketin hisselerinin piyasa değeri kolayca belirlenebilmektedir. Kapalı bir ortaklığın hisse senetleri piyasada işlem görmediği için, halka açık ortaklığa göre halka arz edilmemiş ortaklığın hisse senetleri gerçek değerini bulamamaktadır. Oysa ortaklık bir kere halka açıldıktan sonra, yeni ihraçlarda hisse senetleri gerçek fiyatına ulaşacaktır.³⁰

Türkiye’de gerçekleşen halka arzlarda genelde kullanılan hisse senedi arz fiyatı belirleme yöntemleri; piyasa/defter değeri oranı, fiyat/kazanç oranı, temettülerin kapitalizasyonu ve serbest nakit akışları yöntemleridir. Defter değeri, tasfiye değeri ve aktif değeri yöntemleri ise uygulamada çok nadir kullanılmaktadır.

1.4 İşletmelerin Halka Açılmaktan Kaçınma Nedenleri

Halka açılmanın birçok faydaları bulunmakla birlikte, getirdiği bir takım sorumluluklar ve maliyetler nedeniyle şirketler tarafından tercih edilmeme sebepleri de bulunabilmektedir.

³⁰ Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt, **Foundations of Financial Management**, 7th Ed., Burr Ridge, Illinois Irwin, 1994, s.486.

Öncelikle halka açılma devamlı olarak kamuya bilgi verme, periyodik bağımsız denetimler yaptırma ve ilan ettirme gibi şirkete bazı ek maliyetler getirmektedir.³¹ Ayrıca ‘bilgi verme’ şirketler için her zaman tercih edilen bir yükümlülük değildir. Bir diğer istenilmeyen durum ise, halka açılan şirketlerin bazı durumlarda yönetim esnekliklerini, özellikle hissedarlara karşı sorumluluk nedeniyle kaybedebilmeleridir. Halka açılma ile yöneticilerin görev ve sorumlulukları artmakta, karar almada üstünlükleri sınırlanmaktadır.³² Ayrıca, halka arzda alınan kararlar şirketin piyasa değeri açısından da dikkate alınacağı için, karar alma daha büyük sorumluluk gerektirecek, yanlış kararların maliyeti daha yüksek olacaktır. Böylesi bir ortamda, şirketin hisse senetlerinin başka gruplarca ele geçirilmesi sonucu yönetimin değişmesi riski de artmaktadır.³³

İşletmelerin halka açılmak istememelerine neden olabilecek bir diğer unsur ise, ilk defa menkul kıymet ihraç edecek şirketlere yönelecek fonların kararsız olması nedeniyle talebin istenilen düzeyde olamamasıdır. Bu durum düşük fiyat sorununu ortaya çıkaracaktır. Ayrıca, yeni bir otoritenin denetim ve gözetimi altına girmek ve uyulması gereken kuralların artması, şirketler için halka açılmadan kaçınma unsurları olabilmektedir.³⁴

³¹ A. R. Z. Sayar, 2003, s.15.

³² İ. Ö. Koç, 1998, s.23.

³³ İ. E. Sancak, 1999, s.8.

³⁴ ibid., s.9.

1.5 Halka Arz Yöntemleri

Şirketler halka açılma kararı verdikten sonra iki temel yöntem izleyebilirler. Bu yöntemler portföyden satış (mevcut payların halka arzı) ya da sermaye artırımını (yeni pay ihracı) şeklinde sıralanabilir.

1.5.1 Portföyden Satış (Mevcut Payların Halka Arzı)

Portföyden satış ya da bir başka ifadeyle mevcut payların halka arzı yönteminde, daha önceden ihraç edilmiş hisse senetleri, bu senetlere sahip kişilerce halka arz edilir. Bu yöntemde, şirketin ortakları ellerinde bulunan ortaklık haklarını temsil eden hisse senetlerini satarak şirketi halka açık duruma getirebilirler.³⁵ Dolayısıyla portföyden satış yönteminde, şirket ortak sayısının artması sonucu halka açık şirket durumuna geçer. Ortak açısından bu işlemin sonucu ise sermaye payının azalması ve karşılığında belli bir satış hasılatı elde etmesidir.³⁶

Bu yöntemde halka açılma ile elde edilen hasılatlar, halka arzı gerçekleştiren firmaya değil de, hisse senetlerini satan ortaklara ait olacaktır. Dolayısıyla, bu ortaklar elde ettikleri fonları istedikleri yerlerde kullanabilirler. Böylece, halka arz edilen hisse senetlerini alan yatırımcıların sağladıkları fonların, hisse senetlerini aldıkları firma tarafından kullanılmama tehlikesi vardır.

³⁵ A. R. Z. Sayar, 2003, s. 16.

³⁶ S. Akbulak, Y. Akbulak, 2005, s. 5.

1.5.2 Sermaye Artırımı (Yeni Pay İhracı)

Sermaye artırımı ya da diğer bir deyişle yeni pay ihracı yönteminin en önemli özelliği, halka açılacak şirketlerin mevcut ortaklarının yeni pay alma haklarını kısıtlamak yoluyla şirkete yeni ortakların girmesinin sağlanmasıdır.³⁷ Bu yöntemde, esas sermaye sisteminde bulunan şirketlerde genel kurul kararı ve kayıtlı sermaye sisteminde bulunan şirketlerde, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak şartıyla, yönetim kurulu kararıyla sermaye artırılır ve yeni pay alma hakları sınırlandırılmaktadır.

Bu çerçevede sermaye artırımı yönteminin üstün tarafı, nominal bedelin üzerinde elde edilen satış hasılatının hisse senetlerini ihraç eden şirketin kasasına doğrudan girmesidir. Bu durumda, işletme bu parayı dilediği finansman stratejisi doğrultusunda kullanabilmektedir.³⁸ Bir başka ifadeyle bu yöntemde, elde edilen hasılatlar firmanın kasasına girmektedir ve firmanın belirlediği büyüme stratejileri doğrultusunda kullanılmaktadır. Bu durum yatırımcı için iyi bir seçenek olmaktadır, çünkü yatırımcıların sağladığı fonlar firmanın finansal durumunu güçlendirmek için kullanılacaktır. Dolayısıyla, halka arz edilen hissenin performansına ilişkin belirsizlik daha az olacaktır.

³⁷ A. R. Z. Sayar, 2003, s.16.

³⁸ *ibid.*

1.6 Halka Arzlarda Satış Yöntemleri

Hisse senedi ihraç etmek isteyen anonim şirket çeşitli yöntemlerden birisini kullanarak, hisse senedini satabilir. Bu yöntemler borsada satış; talep toplama ve talep toplamaksızın satış yöntemi şeklinde sıralanabilir.

1.6.1 Borsada Satış Yöntemi

Hisse senetlerinin “Borsada Satış” yöntemiyle halka arzı, Sermaye Piyasası Kurulu’nun onayı üzerine İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği çerçevesinde gerçekleştirilir.³⁹

Bu yöntemde, sabit fiyat ile borsada her yapılan satış tescil ettirilir. Satış, belirlenen bir aracı kurum vasıtasıyla öncelikle borsa’nın birincil piyasasında gerçekleştirilir. Bu piyasada halka arz olunan hisse senetlerini alan yatırımcılar, bu hisse senetlerini satabilmek için söz konusu hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem görmesini beklemek zorundadırlar. SPK’ ya kayıt esnasında seçilen fiyat halka arz fiyatı olarak belirlenir. Bundan itibaren hisse senedi fiyatları İMKB tarafından belirlenen günlük limitler dahilinde hareket eder.

Borsada satış yönteminin prosedür yönünden sağladığı kolaylıklara rağmen tercih edilmemesinin çeşitli nedenleri vardır. Öncelikle borsada oluşacak fiyat öngörülemediğinden, yüklenimde bulunulması riskin belirsizliği açısından pratikte

³⁹ İ. Ö. Koç, 1998, s.16.

mantıksız gözükmetedir. Ayrıca, özellikle yabancı yatırımcılar bu yöntemde, ilgilendikleri halka arzlarda ilettikleri taleplerinin karşılanmasında yaşadıkları kolaylıktan yoksun bulunmaktadır.⁴⁰

1.6.2 Talep Toplama Yöntemi

Talep toplama yöntemi, yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin taleplerinin toplanarak bu taleplerin değerlendirilmesi sonucunda satışa sunulan sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar arasında dağıtımına tabi tutulmasını ifade etmektedir.⁴¹

Halka arza ilişkin yatırımcı talepleri toplanır. Talepler değerlendirilerek, gelen taleplere bağlı olarak hisse senetleri yatırımcılara dağıtılır. Talep toplama yönteminin, sabit fiyatla talep toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi olmak üzere iki türü vardır.

⁴⁰ Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası: Halka Arz**, Özel Basım Garanti Yatırım, 2. Cilt, İstanbul, 2000, s.336.

⁴¹ Sermaye Piyasalarında Gelişmeler Raporu, 2007/II, Nisan 2008, s.22, http://www.spk.gov.tr/apps/ad/raporfiles/spgra/2007/12/6A_2007_II%20%20%20.pdf, Erişim Tarihi: 05.05.2008

1.6.2.1 Sabit Fiyatla Talep Toplama

Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi uygulamada en çok başvurulan yöntemdir. Bu yöntemde, ihraççı veya hissedar yapılmış olan ön fizibilite çalışmaları ışığında sabit bir fiyat ve arz edilecek hisse miktarını belirlemektedir. Bu fiyata göre yatırımcıların talepleri toplanmaktadır.⁴² Belirlenen fiyattan hisse almak isteyen yatırımcılar bir talep formu doldurarak daha önce duyurulan fiyatı ve satış şartlarını kabul ettiklerini beyan ederek, almayı düşündükleri miktarı bildirirler.⁴³ Bir başka deyişle yatırımcılar, almak istedikleri hisse miktarına ilişkin bedelleri banka hesabına yatırırlar ve halka arzı yürüten aracı kuruma başvurarak talep formu imzalarlar.⁴⁴ En sonunda hisselerin karşılığını yatırmış olan yatırımcılara hisse senetleri dağıtılır.

Daha basit bir ifadeyle sabit fiyatla talep toplamada, öncelikle halka arz fiyatı belirlenir ve daha sonra bu fiyattan yatırımcı teklifleri toplanır, katılımcılar talep ettikleri hisse senetlerinin tamamı veya bir kısmı için ön ödeme yapar.⁴⁵

Bu yöntemde, talepler kamuya duyurulmuş sabit bir fiyat çerçevesinde toplanmaktadır. Bu durumda, halka arz olunan hisse senetlerinin satış fiyatı yatırımcılar tarafından önceden bilinmektedir. Hisse senedi için sabit bir fiyat belirlenir. Bu fiyattan yatırımcıların talep miktarları toplanır. Toplanan talep toplam

⁴² İ. Ö. Koç, 1998, s.13.

⁴³ R. Tanör, 2000, s.336.

⁴⁴ S. Akbulak, Y. Akbulak, 2005, s. 8.

⁴⁵ ibid.

arzdan fazla ise toplam yatırımcı sayısına arz tutarı bölünerek tüm yatırımcılara eşit miktarda dağıtılması sağlanır.

1.6.2.2 Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama

Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplamada, sabit fiyatla talep toplama yönteminden farklı olarak, satış fiyatı saptanırken, ihraççı veya ortaklar ve yetkili aracı kuruluş arasında olabilecek en düşük fiyat tespit edilir ve yatırımcılardan bu fiyatın üstünde bir teklif vermeleri istenir.⁴⁶ Bu yöntemde, aracı kurum öncelikle potansiyel yatırımcılarla görüşür ve yatırımcılardan bağlayıcı olmayan fiyat teklifleri alır. Daha sonra, fiyat teklifleri, en yüksek fiyat teklifinden en düşük fiyat teklifine doğru sıralanarak bir tabloya dönüştürülür.⁴⁷ Aracı kuruluş bu teklifleri belirli bir fiyat aralığında toplayabileceği gibi, bazen de herhangi bir fiyat aralığı belirlemez. Sonuçta alınan teklifleri değerlendirip nihai halka arz fiyatını belirler ve bu fiyattan talep toplar.⁴⁸

⁴⁶ R. Tanör, 2000, s.358.

⁴⁷ Sevinç Akbulak, Yavuz Akbulak, **Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, Beta Basım, 1. Baskı, İstanbul, 2004, s.107.

⁴⁸ Güray Küçükkocaoğlu, Ayşegül Alagöz, “İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2007, s.3.

Bu yöntemde halka arz fiyatı yatırımcılar tarafından önceden bilinmemektedir. Yalnızca, ihraççı veya ortak tarafından asgari bir satış fiyatı, bir alt limit belirlenir ve bu alt limitin üzerinde gelen teklifler kabul edilir. Bir başka deyişle bu yöntemde, bu alt sınırdan başlayarak yatırımcıların talep miktarları ve fiyatları toplanır ve en yüksek fiyattan başlanarak talepler karşılanmaktadır.

1.6.2.3 Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplanması

Fiyat aralığı ile talep toplanması yönteminde, hisse senetleri taban fiyat ile tavan fiyat arasındaki marj %20'yi geçmemek koşuluyla Kurul kaydına alınabilmektedir. Bu durumda talep tavan fiyatından toplanmaktadır.⁴⁹

1.6.3 Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

Talep toplamaksızın satış yöntemi, hisse senedine yeterli talep bulunamaması halinde bizzat ihraççı veya aracı kuruluş vasıtası ile belirli bir fiyat tespit edilerek, yatırımcılardan talep toplamaksızın halka arz yoluyla satışdır.⁵⁰

⁴⁹ S. Akbulak, Y. Akbulak, 2004, s. 107.

⁵⁰ ibid.

2 TÜRKİYE’DE HALKA ARZ UYGULAMALARI

Gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye birikiminin yetersizliği ülkelerin ekonomik gelişim sürecini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu çerçevede şirketler büyümek, gelişmek, yatırım yapmak ve globalleşen 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. Bu açıdan, ekonomiye kaynak sağlamada borsanın önemi büyüktür.

2.1 Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Hakkında Genel Bilgiler

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasaları ifade etmektedir. Geniş anlamda sermaye piyasası, tahvil, hisse senedi, kredi, döviz gibi menkul kıymetlerin alım satımından oluşmaktadır.⁵¹ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), sermaye piyasasının güven açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını ve tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlamak amacıyla kurulan yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan düzenleyici bir kamu kurumudur.

Sermaye Piyasası Kurulu, kendi gözetimi altındaki piyasalardaki işlemlerle ilgili, görev alanındaki işlerin kurallarının tanımlanması ile ilgili düzenlemeler yapmaya yetkili kuruluştur. Bu amaçla SPK, menkul kıymetlerle ilgili düzenlemeler;

⁵¹ A. R. Z. Sayar, 2003, s.10.

menkul kıymetler borsalarının, vadeli işlem ve opsiyon borsalarının kuruluş ve işleyişine ilişkin düzenlemeler; sermaye piyasasından menkul kıymet ihracı yoluyla fon sağlayan şirketlere ilişkin düzenlemeler ve sermaye piyasası kurumları ile ilgili düzenlemeler yapmaktadır.⁵²

2.2 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Hakkında Genel Bilgiler

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri, gelir ortaklığı sertifikaları, özel sektör tahvilleri, yabancı menkul kıymetler, gayrimenkul sertifikaları ve uluslar arası menkul kıymetlerin alım ve satımının yapılmasını sağlamak amacıyla kurulmuş, Türkiye’deki tek menkul kıymetler borsasıdır.⁵³

26.12.1985 tarihinde kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda hisse senetlerinin alım-satımına 03.01.1986 tarihinde başlanmıştır. 1992 yılının Ekim ayında İMKB, Uluslararası Borsa Federasyonu’na (FIBV-Federation Internationale des Bourses de Valeurs) üye olarak kabul edilmiştir. 1993 yılının Ekim ayında SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) tarafından yatırım yapılabilir yabancı borsa olarak tanınmıştır.⁵⁴

⁵² N. Aydın, 2004, s.112.

⁵³ <http://www.imkb.gov.tr/genel/organizasyon.htm>, Erişim Tarihi: 10.06.2007.

⁵⁴ <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/halkaarz.htm>, Erişim Tarihi: 18.07.2007

1995 yılının Ocak ayında Bölgesel Pazar, Nisan ayında Yeni Şirketler Pazarı oluşturulmuş, Mayıs ayında ise Avrasya Borsalar Birliği (FEAS- Federation of Euro-Asian Stock Exchanges) 14 üye ile kurulmuştur. Aynı ay İMKB, Japon Aracı Kurumlar Birliği tarafından yatırım yapılabilir yabancı borsa olarak tanınmıştır. Yine 1995 yılının Temmuz ayında İMKB Takas ve Saklama A.Ş. (Takasbank) bankaya dönüştürülmüş, Takasbank tarafından yatırımcıların telefonla hesaplarıyla ilgili Türkçe ve İngilizce olarak bilgi alabildikleri Alotakas hizmete sokulmuştur. Eylül ayında Uluslararası Menkul Kıymet Serbest Bölgesi faaliyet ruhsatı alan İMKB’de; 1997 yılının Mart, Temmuz ve Ağustos aylarında sırasıyla Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası’nda işleme başlanılmış, Uluslararası Pazar bünyesinde Depo Sertifikaları Piyasası ve Yabancı Yatırım Fonları Piyasası kurulmuştur.⁵⁵

2.3 İMKB Hisse Senetleri Piyasası Bünyesindeki Pazarlar

İMKB hisse senetleri piyasası bünyesinde bulunan pazarlar Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar (Bölgesel Pazarlar), Yeni Ekonomi Pazarı (Yeni Şirketler Pazarı), Gözaltı Pazarı, Fon Pazarı ve Borsa Yatırım Fonları şeklinde sıralanabilir.⁵⁶

⁵⁵ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, 2002, s. 234-246.

⁵⁶ <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm>, Erişim Tarihi: 30.08.2007

2.3.1 Ulusal Pazar

İMKB'nin temel pazarı olan *Ulusal Pazar*, Borsa Yönetim Kurulu kararı ile pazarı açılmış, endekse dahil olan ve olmayan Borsa kotunda yer alan her şirket hisse senedi için alım satım işlemlerinin gerçekleştirildiği pazardır. Ulusal Pazar'da yer alan tüm şirketler İMKB tarafından önceden belirlenmiş kotasyon şartlarını tümüyle karşılayan şirketlerdir. Ulusal Pazar kotasyon şartları aşağıdaki gibi sıralanabilir:⁵⁷

- Kuruluşundan itibaren 3 yıl geçmiş olması (halka açıklık oranı %25 ise 2 yıl),
- Mali tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması (son yıl ve ilgili ara dönem dahil),
- Son iki yıl ardarda vergiden önce kar etmiş olması (halka açıklık oranı %25 ise son 1 yılda kar etmiş olması),
- Ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin asgari 3,5 trilyon TL olması,
- Halka açıklık oranının, SPK düzenlemelerinde belirtilen oranlarda olması,
- Ana sözleşmenin Borsa'da işlem görecekt menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması,
- Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde sürdürebilecek düzeyde olması.

Ulusal Pazar'dan seçilmiş 100 şirkete ait hisse senetleri, İMKB Ulusal-100 Endeksi'ni oluşturmaktadır. Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinin takası,

⁵⁷ www.imkb.gov.tr/piyasalar/imkbup.htm, Erişim Tarihi: 26.07 2008

Türkiye’deki tek yetkili takas ve merkezi saklama kuruluğu olan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) tarafından gerçekleştirilmektedir. Takas günü T+2 şeklinde, işlemi izleyen ikinci işgünüdür.⁵⁸

2.3.2 İkinci Ulusal Pazar (Bölgesel Pazarlar, Kot Dışı Pazar)

İkinci Ulusal Pazar, bir başka deyişle *Bölgesel Pazarlar* ya da *Kot Dışı Pazarlar*, Ulusal (Kot İçi) Pazar’da işlem görme koşullarını taşımayan ve Borsa Yönetim Kurulu’nca geçici veya sürekli olarak Ulusal Pazardan çıkarılmasına karar verilen şirketlerin hisse senetlerine likidite sağlamak, bu hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmek amacıyla kurulan pazardır.⁵⁹

İkinci Ulusal Pazar, ülkenin çeşitli bölgelerinde faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli şirketlerin sermaye piyasalarından yararlanmalarını sağlamak ve teşvik etmek; bu şirketlerin hisse senetlerinin likit, güvenli ve şeffaf bir ortamda, rekabet koşulları içinde işlem görmesini sağlamak amacıyla kurulmuştur.⁶⁰ Bu uygulamanın amacı; Kotasyon Yönetmeliğinde belirtilen maddi koşulları sağlamayan, yöresel

⁵⁸ N. Aydın, 2004, s.73.

⁵⁹ Güven Sayılğan, **İşletme Finansmanı**, Turhan Kitabevi, 1. Baskı, Ankara, 2003, s. 119.

⁶⁰ Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdüleri, 15. Dönem, Yayın no: 145, cilt:1, Şubat 2004, s. 42.

nitelikteki küçük ve orta ölçekli şirketlerin halka açılarak sermaye piyasasından kaynak kullanabilmelerini ve dolayısıyla yatırım ve aktiflerini artırarak Ulusal Pazar kriterlerine ulaşmalarını sağlamak, bu süre içerisinde hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir.⁶¹

İkinci Ulusal Pazar aynı zamanda, İMKB Ulusal Pazar'ından geçici veya sürekli olarak çıkartılan şirketler ile Ulusal Pazar için geçerli kotasyon ve işlem görme koşullarını sağlayamayan şirketlere ait hisse senetlerini de kapsamaktadır. İkinci Ulusal Pazar'da işlem görme koşullarını taşıyan şirketler bu pazara İMKB Yönetim Kurulu kararı ile alınırlar. İkinci Ulusal Pazar'daki takas esasları Ulusal Pazar'da uygulanan genel takas esasları ile aynıdır.

2.3.3 Yeni Ekonomi Pazarı (Yeni Şirketler Pazarı)

Yeni Ekonomi Pazarı (YEP) ya da *Yeni Şirketler Pazarı*; yeni kurulmuş olmakla birlikte büyüme potansiyeli taşıyan ve hisse senetlerini Borsa'da veya Borsa dışında ilk kez halka arz etmek suretiyle halka açılacak şirketlerin hisse senetlerinin

⁶¹ Türkiye Sermaye Piyasası Araçları Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), “Dünya Uygulamaları Çerçevesinde Kobi Borsaları”, İstanbul, Ocak 2006, s.11, http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/drapor/Dun_Uyg_Cer_Kobi_Borsalari.pdf, Erişim Tarihi: 26.07.2008.

Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize bir piyasada işlem görmesini sağlamak amacıyla kurulmuş pazardır.⁶²

İMKB, yeni kurulmuş ve fon gereksinimi duyan şirketlere Borsa kanalıyla alternatif bir finansman yöntemi sunmak, yeni projelere ve teknolojilere işlerlik kazandırmak amacıyla, Yeni Ekonomi Pazarı'nı (YEP) kurmuştur. YEP' nın kurulmasıyla, yatırımlarını ve projelerini gerçekleştirebilmek için kaynak gereksinimi duyan ve alternatif finans yöntemlerini yeterince kullanamayacak durumda olan yeni kurulmuş şirketlere finansman fırsatı yaratılmaktadır.⁶³ Yeni Şirketler Pazarı ile, ekonomideki atıl kaynakları, büyüme potansiyeli olan yeni kurulmuş şirketlere yönlendirerek, ülke ekonomisine katkıda bulunmak hedeflenmektedir.⁶⁴

2.3.4 Gözaltı Pazarı

Gözaltı Pazarı; İMKB kotunda bulunan şirketler veya hisse senetleri işlemleri ile ilgili olarak olağan dışı durumların ortaya çıkması; bu şirketlerin bazı koşulları ve yükümlülüklerini yerine getirmemesi; hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler tarafından kamunun zamanında, tam ve sürekli aydınlatılmasına ve mevcut düzenlemelere uyum konusuna gerekli özenin gösterilmemesi; yatırımcıların

⁶² SPK Yeterlilik Etüdları, 2004, s.43.

⁶³ N. Aydın, 2004, s.74.

⁶⁴ G. Sayılğan, 2003, s. 119-120.

haklarının korunması ve kamu yararı gereği hisse senetlerinin Borsa kotundan veya ilgili pazardan geçici ya da sürekli çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşması nedeniyle şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması durumlarında, sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin likidite imkanını kesintiye uğramadan İMKB bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazar oluşturmayı amaçlamaktadır.⁶⁵

Gözaltı Pazarı 4 Aralık 1996 tarihinde faaliyete geçmiştir. Gözaltı Pazarı'ndaki takas esasları Ulusal Pazar'da uygulanan genel takas esasları ile aynıdır.⁶⁶

2.3.5 Borsa Yatırım Fonları (BYF)

Hisse senetlerinin likidite özelliği ile yatırım fonlarının riski dağıtma özelliklerini birleştiren bir yatırım aracı olan borsa yatırım fonlarının temel avantajı, fon katılma belgelerinin hisse senetleri gibi borsada işlem görebilmesidir.⁶⁷

Borsa Yatırım Fonları (BYF), bir endeksi baz alır ve bu endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlar. BYF'nun içerisindeki hisse senetleri

⁶⁵ N. Aydın, 2004, s.74.

⁶⁶ G. Sayılğan, 2003, s.120.

⁶⁷ Sermaye Piyasalarında Gelişmeler Raporu, 2007, s.49.

baz alınan endeksin içeriğinin birer kopyasıdır. SPK kaydına alınan Borsa Yatırım Fonları katılma belgeleri Hisse Senetleri Piyasası bünyesindeki Fon Pazarı'nda işlem görür. 14.01.2005 tarihinden itibaren işlem görmeye başlayan Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fon'u bu pazardaki ilk menkul kıymet olmuştur.

2.3.6 Birincil Piyasa

Birincil Piyasalar, hisse senetlerini halka arz eden şirketler ile tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır.⁶⁸ Bir başka deyişle Birincil Piyasalar, menkul kıymetlerin ihraççı kuruluşlarca tasarruf sahiplerine ilk kez satışa sunulduğu piyasalardır.

Birincil piyasada uzun vadeli fonların, tasarruf sahibinden ihraççı şirkete akışı söz konusudur ve birincil piyasada yapılan hisse senedi satışları sonucunda şirkete nakit sermaye girer.⁶⁹

Birincil Piyasa'da, İMKB'de işlem gören ya da görmeyen şirketlerin Borsa kanalıyla halka arz edilecek hisse senetleri ile İMKB'de işlem gören şirketlerin nakit karşılığı sermaye artırımlarında yeni pay alma haklarının kullanımı sonrası arta kalan paylarının satışı yapılmaktadır.⁷⁰

⁶⁸ G. Sayılğan, 2003, s.121.

⁶⁹ N. Aydın, 2004, s.5.

⁷⁰ G. Sayılğan, 2003, s.121.

2.3.7 Toptan Satışlar Pazarı

Toptan Satışlar Pazarı, önceden alıcıları belirli olan veya olmayan, belirli bir miktarın üzerindeki hisse senedi işlemlerinin Borsa’da güven ve şeffaflık ortamında, organize bir piyasada gerçekleştirilmesini sağlamak amacıyla kurulmuştur. Toptan Satışlar Pazarı’nda, hisse senetleri İMKB’de işlem gören ve görmeyen şirketlerin, sermaye artırımını yoluyla ihraç edilecek hisse senetleri veya bu şirketlerin mevcut ortaklarının sahip oldukları hisse senetlerinin, önceden anlaşma yapılmış ya da yapılmamış alıcılara tahsisli veya toplu olarak satışı yapılır. Özelleştirme kapsamında bulunan şirketlerin hisse senetlerinin blok satışı da Toptan Satışlar Pazarı’nda gerçekleştirilebilir.⁷¹

Toptan Satışlar Pazarı’ndaki takas esasları Ulusal Pazar’da uygulanan genel takas esasları ile aynıdır. Ancak, gerçekleşen işlemlerin takası, alıcı ve satıcının isteği ve İMKB’nin onayıyla Takasbank dışında yapılabilir.⁷²

⁷¹ N. Aydın, 2004, s.74.

⁷² G. Sayılğan, 2003, s.121.

BÖLÜM 2

HALKA ARZLARIN BAŞARISINI ETKİLEYEN UNSURLAR

1 HALKA ARZLARDA ARACI KURULUŞLAR

Halka arz kararı veren şirketin bir sonraki adımda alması gereken karar aracı kuruluşların seçimidir. Halka arz şirketler tarafından sık yapılmadığından, hisselerini halka arz edecek şirketlerin, kendisi ile yatırımcılar arasında ilişki kuracak, satışı gerçekleştirecek ve şirketin amaçları doğrultusunda aracılık yapacak doğru aracı kuruluşu seçimi büyük önem arz etmektedir.⁷³

Aracı kuruluşlar, hisse senedi ihracında yatırımcı ve piyasa arasında bilgi aktarma ve aracılık fonksiyonlarını yerine getirirler. Bu kapsamda aracı kuruluşlar, sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışında aracılık; daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı; finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi yapılmasına aracılık; menkul kıymetlerin geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı; yatırım danışmanlığı; portföy işletmeciliği veya yöneticiliği; faaliyetlerini yürütebilirler.

Aracı kuruluşlar, hem hisselerini ihraç eden şirketlere hem de yatırımcılara danışmanlık hizmeti vermektedirler. Aracı kuruluşların, yatırımcılara başarılı ve

⁷³ İ. Ö. Koç, 1998, s.31.

kaliteli bir biçimde danışmanlık ve pazarlama hizmeti sunmaları; onları iyi tanımaları, ihtiyaçlarını doğru bir biçimde tespit edip ona göre strateji belirlemeleri, onlara güven vermeleri ve yatırımcı ile aracı kuruluş tarafından birlikte belirlenen doğru fiyatlandırma ile mümkün olmaktadır.

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. 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 deneyime sahip olması, piyasada iyi tanınmış olması, mali kaynaklarının güçlü olması, en iyi fiyat teklifini vermesi şeklinde sıralanabilir.⁷⁴

1.1 Aracı Kuruluşların Görevleri

Aracı kuruluşlar, kuruluş amaçları itibariyle, hisse senedi ticaretinde yatırımcı ile piyasa arasında aracılık işlemleri ve yatırımcıyı bilgilendirme görevlerini yerine getirirler. Bu aracılık işlemleri için, en büyük gelir kaynaklarını oluşturan, işlem başına komisyon alırlar. Aracı kurumların bir başka görevleri ve gelir kaynakları ise halka arz konsorsiyumlarında yer alırlar ve yeni hisse senetlerin ihraçlarında aracılık görevi görürler.

⁷⁴ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, **Principles of Corporate Finance**, 1996, Fifth Edition, McGraw-Hill Companies Inc., USA, s.386.

Halka arza aracılık, Sermaye Piyasası Kanunu’nun 30. maddesinde “Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık” olarak ifade edilmiştir.

Aracı kuruluşların görevlerinden bazıları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Bağımsız denetim,
- Mali tabloların hazırlanması sırasında muhasebe standartlarının uygulanmasına yönelik teknik destek,
- Şirket’in ihtiyaçları ve mali yapısı dikkate alınarak en uygun halka arz yapısının belirlenmesi,
- Halka arz büyüklüğünün ve oranının belirlenmesi,
- Tahsisat gruplarının belirlenmesi,
- Kullanılması düşünülen teşvik mekanizmalarının belirlenmesi,
- Halka arz zaman planının ve detaylı tanıtım dokümanlarının hazırlanması,
- Yasal başvuruların yapılması,
- Halka arza fiyatına gösterge olacak değerlendirme çalışmasının yapılması,
- Halka arzda görev yapacak aracı kurumun ve reklâm, PR ajanslarının seçiminin yapılması ve halka arz süreci boyunca koordinasyonun sağlanarak, en doğru biçimde yönlendirilmeleri,
- Satış görüşmeleri (roadshow),
- Fiyatlama ve satış,
- Halka arz sonrası yükümlülükler.

Halka arza aracılık faaliyetleri, Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesi ile ilgili olarak ihraççı ve/veya hissedar ile birlikte ihraç fiyatı, miktarı ile halka arz sürecinin belirlenmesine yönelik çalışmalar yapılması; izahname ve kayıt başvurusu için sunulacak diğer bilgi ve belgelerin hazırlanarak Kurul'a başvuruda bulunulması; bu belgelerde yer alacak bilgilerin doğruluğunun sağlanmasını teminen her türlü danışmanlık hizmetinden yararlanılması; konsorsiyum oluşturulması, gişe hizmetleri vermek üzere bir satış grubu oluşturulması, talep toplanması; halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satışına ve tanıtımına yönelik olarak yurt içi ve yurt dışı organizasyonlar düzenlenmesi; satışın organize edilmesi gibi kurumsal faaliyetlerin yürütülmesi ve benzeri faaliyetler ile aracılık sözleşmesinde belirtilen diğer yükümlülüklerin yerine getirilmesi görevlerini kapsamaktadır.

1.2 Halka Arz Sürecinde Lider Aracı Kurumun Rolü

Tipik bir halka arzda, ihraca aracılık eden aracı kurumların oluşturduğu bir konsorsiyum bulunmaktadır. Konsorsiyumun içerisinde lider aracı kurum olarak genelde bir yatırım bankası, bir ya da iki yardımcı aracı kurum ve konsorsiyumun diğer üyeleri vardır.

Başlangıçta, lider aracı kurum ve ihraççı firma halka arzdan elde edilmesi beklenen hasılat, hasılatın yüzdesel olarak bölüşümü ve ek satış opsiyonu üzerinde

anlaşırlar. Lider aracı kurum, başlangıç prospektüsünü hazırlar. Bu prospektüs ve tanıtım çalışmaları halka arzın tanıtımı için kullanılır. Tanıtım esnasında, aracı kurum ihraca olan talebin belirlenmesine yönelik piyasa araştırması yapar. Ardından, ihraç talebinin güçlü ya da zayıf olması, fiyat istikrarına ihtiyaç olup olmadığı konusunda fikir oluşturur. Halka arz fiyatının ve miktarının belirlenmesinin ardından uygulanan halka arz yöntemine göre hisse senetlerinin tahsisi gerçekleşir. Sonuçta, lider aracı kurum, konsorsiyum adına, ihraç sonrası işlemlerin tamamından sorumludur.

1.3 Halka Arza Aracılık Türleri

Halka arza aracılık “en iyi gayret aracılığı” ve “aracılık yüklenimi” olmak üzere iki şekilde yapılmaktadır.⁷⁵

1.3.1 En İyi Gayret Aracılığı

En iyi gayret aracılığı; halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içerisinde satılmasını, satılmayan kısmın ise ihraççıya (satışı yapana) iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade etmektedir. Daha basit bir ifade ile en iyi gayret

⁷⁵ Turgay Durak, , “Borsaya Halka Arz Dopingi”, **İntermedya Ekonomi**, Mayıs 1997, Sayı 15, s.62

aracılığı, hisse senetlerinin satış süresi içinde aracı kurum tarafından satılmayan kısmının satışı yapana iade edilmesidir.⁷⁶

En iyi gayret aracılığında, aracı kuruluşlar riski üstlenmeksizin, satışlarıyla orantılı tutarda komisyon almaktadırlar. İhraç edilen hisselerin satılamaması durumunda ise genellikle ihraçtan vazgeçilmektedir.⁷⁷

En iyi gayret aracılığı, ülkemizde en çok tercih edilen yöntem durumundadır. Bu durumun en büyük nedeni, hisse ihraç eden şirketlerin hisse senetleri fiyatlandırılırken en yüksek değerde ısrar etmeleridir. Böylesi bir ortamda aracı kuruluşlar menkul kıymetlerin satılamama riskini üzerine alamadıklarından, en iyi gayret aracılığı yöntemini tercih etmektedirler.⁷⁸

1.3.2 Aracılık Yüklenimi (Underwriting) :

Aracılık yüklenimi; halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının tamamının satılacağına aracı kuruluş tarafından ihraççı şirkete taahhüt edilmesidir.

⁷⁶ S. Akbulak, Y. Akbulak, 2005, s.10.

⁷⁷ Stephan A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, **Instructor's Manual to Accompany Corporate Finance**, Sixth Edition, McGraw-Hill Education, 2001, s.78.

⁷⁸ Sevinç Akbulak, “Şirketlerin Halka Açılması”, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1991, s. 115.

Daha basit şekliyle aracılık yüklenimi, aracı kurumların veya yatırım bankalarının, danışmanlık hizmeti dışında ihraç edilen menkul kıymetlere satma garantisi vermeleri olarak da ifade edilebilir.⁷⁹ Bu yöntemde menkul kıymet ihracının riskini aracı kuruluş üstlenmektedir. Ancak, aracı kuruluş konsorsiyum oluşturarak bu riski dağıtma yolunu seçebilmektedir.⁸⁰

Aracılık yükleniminin, bakiyeyi yüklenim veya tümünü yüklenim şeklinde başlıca iki tür bulunmakla birlikte, taahhüt kısmi olarak da gerçekleştirilebilir.

Bakiyeyi yüklenim; Sermaye piyasası araçlarının, aracı kuruluşça halka arzı ve satılamayan kısmının tamamının, bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek kurumca satın alınacağını taahhüt edilmesini ifade etmektedir.⁸¹

Tümünü yüklenim; halka arz edilecek hisse senetlerinin bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılacağını taahhüt edilmesidir.⁸²

Kısmen Bakiyeyi Yüklenim; Sermaye piyasası araçlarının, Halka arz yoluyla satılmasını ve satılamayan kısmının bir kısmının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasını ifade etmektedir.

⁷⁹ N. Aydın, 2004, s.71.

⁸⁰ İ. Ö. Koç, 1998, s.35.

⁸¹ S. Akbulak, Y. Akbulak, 2005, s.10.

⁸² İbid.

Kısmen Tümünü Yüklenim; Sermaye Piyasası araçlarının bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasını ifade etmektedir.

Durak, yapığı bir araştırmada, Türkiye’de en çok tercih edilen yöntemin “en iyi gayret aracılığı” olduğı bulgusuna ulaşmıştır. Bunun en önemli nedeni ise, halka hisse senedi arz eden ortaklıkların hisse senetlerini en yüksek değer üzerinden belirlemeleri ve halka arz fiyatı olarak kendi değerlerinde ısrar etmeleridir. Sonuçta, aracı kuruluşlar hisse senetlerinin satılamama riskini üzerine alamamakta ve en iyi gayret aracılığı sözleşmesini tercih etmektedir.

Bu yöntemi “tümünü yüklenim” izlemektedir. “Tümünü yüklenim” yöntemi, firma açısından risksiz sayılabilecek bir yöntemdir. Türkiye’de en az tercih edilen yöntem ise “bakiyeyi yüklenim” olarak gerçekleşmiştir. Bilindiğı üzere bu yöntemde aracı kurum, satılmayan hisse senetlerini satış süresi sonunda bedelini tam ve nakden ödeyerek satın almaktadır.

Halka arzlarda, aracılığın en iyi gayretle mi yapılacağı, yoksa kısmi veya toptan yüklenimin mi taahhüt edileceğı ihraççı ile aracı kuruluş arasında kararlaştırılır. Burada ihraççının hedefleri ve eğilimleri ağırlıklı olarak rol oynar.

2 HALKA ARZLARDA FİYATLANDIRMA

Halka arz yoluyla hisse senedi ihracı, şirketlerin uzun senelerden beri uyguladıkları finansman yöntemlerinden biridir. Şirketler gerek kurulurken, gerekse de faaliyetlerini sürdürmek amacıyla finansmana ihtiyaç duymakta ve bu ihtiyaç duydukları finansmanı iç ve dış kaynaklardan karşılamaktadırlar. Şirketlerin bu finansman yöntemleri arasında halka arz önemli bir kaynak oluşturmaktadır.

Bir şirketin hisse senetlerini halka arz etme yoluyla finansman sağlaması, ancak uygun zamanda doğru bir fiyatlamayla mümkün olabilir. Halka ilk defa arz olan hisse senetlerine yatırım yapanlar, hisse senedi fiyatının ilk işlem günüyle beraber yükseleceği beklentisiyle, ihracı yapan şirketin hisselerini satın alırlar. Düşük fiyatlandırılan bir hisse senedi yatırımcıların ilgisini çekebileceği gibi, düşük fiyatlandırmanın yüksek oranda yapılması şirketin potansiyel kazancından kaybı olarak ortaya çıkacaktır. Yüksek fiyatlandırılan hisse senedi ise yatırımcısını zarar uğratacak fakat şirkete ilave bir kazanç sağlayacaktır. Buna karşın firmanın gelecek dönemlerdeki halka arzlarının olumsuz etkilenmesine neden olabilecektir.

Bir şirketin halka açılma prosedüründe belki de en zor karar verme süreci, ihraç edilecek hisse senedinin satış fiyatını belirleme sürecidir. Öyle ki, düşük fiyatlandırma halka açılacak şirketler için bir maliyet unsurudur. Eğer ihraç fiyatı yüksek tutulursa, hisse senedine talep az olmakta, bu da halka arzın başarısız sayılmasına neden olabilmektedir. Ayrıca hisse senetlerinin piyasadan geri çekilme olasılığı da vardır. Bunun aksine, ihraç fiyatının çok düşük tutulması durumunda, bu seferde şirket elindeki potansiyel bir kazançtan faydalanamamış olmaktadır. Bu

nedenle, ihraç fiyatının doğru olarak hesaplanması, halka açılacak şirket açısından son derece önemlidir.

İlk halka arzlarda hisse senetlerinin fiyatlanması, belki de halka açılma sürecinin en önemli aşamasıdır. Öyle ki ilk halka arzlarda hisse senetlerinin fiyatının hesaplanması, ilk halka arzların tüm “aftermarket” performansını etkiler. Hisse senedini ihraç eden şirketin, yatırımcıların ve aracılarn ilk halka arzlarda fiyatlama üzerindeki beklentileri, belirgin bir şekilde birbirinden ayrılmaktadır. Hisse senetlerini ihraç eden şirket, şirkete giren nakit akışlarını en üst düzeye çıkaran en yüksek fiyatları elde etmek isterler. Yatırımcılar, en indirimli fiyattan hisseleri satın almak isterler ki böylelikle kısa yatırım döneminde iyi kazanç elde edebilsinler. Aracılar, yatırımcılar ile hisse senedi ihraç eden şirket arasında arabulucu olarak hareket eder. Eğer bir aracı, ilk halka arz fiyatlarını düşük belirlerse, hisseleri ihraç eden şirket geri çekilebilir ya da başka bir aracıya geçebilir. Eğer, aracı ilk halka arz fiyatlarını görece olarak yüksek belirlerse, yatırımcılar düşük komisyon ve/veya aracı tarafından istenilmeyen yatırımlarla sonuçlanacak yeni ihraçları alma isteğinde bulunabilirler.

2.1 Hisse Senedinin Fiyat Performansı

Literatüre baktığımızda da, düşük fiyatlandırmayı açıklamaya yönelik olarak birçok kuram ileri sürüldüğünü görebiliriz. Bu kuramların çoğunda araştırmacılar düşük fiyatlandırmayı, halka arzı gerçekleştirecek hisse senedinin gelecekte piyasada

oluşacak fiyat seviyesinin belirsizliğine bağlamakta ve düşük fiyatlandırmayı hisse senedinin beklenen fiyat performansının belirsizliğinin bir sonucu olduğunu ifade edilmektedirler. Buna göre; fiyat hareketlerinde volatilitésinin yüksek olması beklenen hisse senetlerinin riski yüksek olacağından, bu hisselerde düşük fiyatlandırmanın da yüksek olacağı beklenmektedir.

Hisse senedinin fiyat performansının belirsizliğini doğrudan ölçmek mümkün olmasa da, bu belirsizlik belirlenecek bazı değişkenler yardımıyla ölçülebilmektedir. Birincil halka arzlarda hisse senedinin değerini, genel olarak, şirketin toplam aktifleri ya da varlık büyüklüğü, şirketin yaşı, toplam halka arz tutarı, piyasa getirisi, halka arz oranı, standart sapma ve halka arz yöntemi gibi değişkenlerin etkileyebileceği belirlenmiştir.⁸³

2.1.1 Toplam Aktifler

Şirketin büyüklüğü, şirketin gelecekteki performansı hakkında belirsizliği azaltabilir. Bu yüzden, halka arz edilecek şirketin bir büyüklük göstergesi olarak toplam aktiflerinin değerini kullanabilmektedir.

Yüksek toplam aktif miktarına sahip olan bir işletmenin, gelecekteki durumu hakkındaki belirsizlik daha düşük olacaktır. Bu sebeple, daha büyük işletmeler düşük

⁸³ K. Rock, “Why New Issues are Underpriced”, **The Journal of Financial Economics**, v.15, 1986, s.187

fiyatlandırma eğilimi daha düşük olacaktır. Bir başka deyişle varlık miktarı daha fazla olan firmaların gelecekte var olup olmayacağına ilişkin belirsizlik daha az olacağından, daha büyük firmalar için, düşük fiyatlandırma eğilimi daha az olacaktır.⁸⁴

2.1.2 Şirketin Yaşı

Şirketin halka arzından önce faaliyette bulunduğu süre, o şirketin hisse senedi performansının belirsizliği hakkında bilgi verebilmektedir. Buna göre şirketin faaliyette bulunma süresi ne kadar uzunsa, yatırımcılar için belirsizlik o kadar azdır ve aynı şekilde düşük fiyatlandırma eğilimi de daha düşüktür. Bir başka deyişle, daha uzun süre faaliyette bulunan şirketlerde yeni şirketlere göre belirsizlik daha azdır. Bu da daha eski şirketlere ait hisse senetlerinin daha düşük getiri beklentileri olacağını gösterebilir.

2.1.3 Toplam Halka Arz Miktarı

Halka arz yoluyla toplanan fonların büyüklüğü, hissenin performansı hakkında bilgi verebilmektedir. Buna göre küçük boyutlu halka arzlar, büyük

⁸⁴ Suat Teker, Ömer Ekit, “The Performance Of IPOs In Istanbul Stock Exchange In Year 2000”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 2003, s. 119-120.

boyutlulara oranla daha spekülâtif olabilmektedir. Bu nedenle belirsizliğin ve dolayısıyla düşük fiyatlandırmanın bu şirketlerde daha fazla olacağı beklenmektedir.

2.1.4 Piyasa Getirisi

Halka arzların performanslarına etki edebilecek başka bir değişken ise, halka arzın gerçekleştiği dönemdeki piyasanın durumudur. Piyasada halka arzdan önce yaşabilecek yükselişler veya düşüşler, hisse senedinin ilk işlem günündeki performansı üzerinde etkili olabilmektedir. Pazarın geri ödemesi ya da piyasanın ortalama getirisi, ilk halka arz fiyatının belirlenmesi ile alım satımın ilk günü arasındaki zamanda yükselebilir. Bu durum halka arz fiyatını düşük belirlenmiş gibi gösterebilir.

2.1.5 Halka Arz Oranı (Going Public Ratio)

Şirketlerin halka açılma oranı, halka açılan hisse senedi performansının belirsizliği hakkında iki türlü bilgi vermektedir. Birinci durumda, şirket büyük ortaklarının şirketleri hakkında tam güvenli oldukları, bu nedenle daha az belirsizlik olduğu anlamına gelir ve az oranda açılma piyasa tarafından olumlu algılanır. Bu da belirsizliğin düşük olması ve dolayısıyla daha az düşük fiyatlama beklentisi getirir. İkinci durumda ise, şirketlerin halka arz ettiği hisseleri satamama korkusu bulunduğu ya da büyük ortakların şirketi paylaşmak ve şirketin kontrolü konusunda

çekincelerinin olduğu anlamına gelir. Bu durumda piyasa tarafından, halka açılma oranının az olması olumsuz yorumlanacak; dolayısıyla artan belirsizlik düşük fiyatlandırmanın daha da fazla olmasına yol açacaktır. Bu sebeplerle, halka açılma oranı düşük fiyatlandırmayı pozitif ya da negatif yönde etkileyebilir.

2.1.6 Standart Sapma

Rock, düşük fiyatlandırma olgusunu hisse senedinin gelecek performansı hakkında bilgi sahibi olan ve olmayan yatırımcılar arasında farklılığa bağlanmaktadır.⁸⁵ Buna göre düşük fiyatlandırma bu iki grup arasında bilgi asimetrisinin varlığına ve hisse senedi performansının gelecekteki değişkenliğine bağlıdır. Değişkenliğin fazla olması belirsizliğin fazla olacağı ve dolayısıyla düşük fiyatlandırmanın daha fazla olacağını gösterir.

Bir diğer deyişle, kazançlarda standart sapma ne kadar büyükse, yatırımcılar için daha büyük belirsizlik ve daha yüksek riskten bahsedilir ve düşük fiyatlandırma beklentisi de aynı doğrultuda artar.

⁸⁵K.Rock, 1986, s.189.

2.1.7 Halka Arz Yöntemi

Halka açılmalarda hisse senedi satış yöntemleri, hisse senedinin fiyat performansının belirsizliğini ölçmek bakımından fayda sağlarlar. Daha önce de belirtildiği üzere hisse senetlerinin halka arzı iki ayrı yöntemle yapılabilir. Bu yöntemler mevcut payların halka satışı (portföyden satış) ve sermaye artırımı (yeni pay ihracı) yoluyla halka açılma şeklinde sıralandırılabilir.

Mevcut payların halka satışı ya da portföyden satış yönteminde, halka açılma ile elde edilen hasılatlar, halka arzı gerçekleştiren şirkete değil, hisse senetlerini satan ortaklara ait olacaktır. Dolayısıyla, ortaklar elde ettikleri fonları diledikleri şekilde kullanabilme şansına sahiptirler. Bu durum, halka arz edilen hisse senetlerini alan yatırımcıların sağladıkları fonların, hisselerini ihraç eden şirket tarafından kullanılamama tehlikesini beraberinde getirmektedir. Bu yönüyle mevcut payların halka satışı yöntemi, şirketin hisse senedinin performansının belirsizliğini artırmış olacaktır.

Sermaye artırımı ya da yeni pay ihracı yönteminde ise elde edilen hasılatlar doğrudan şirketin kasasına girdiğinden işletme bu parayı belirlemiş olduğu finansman stratejileri doğrultusunda kullanabilmektedir. Bu durumda yatırımcıların sağladığı fonlar şirketin finansal durumunu güçlendirmek için kullanılacağından, halka arz edilen hissenin performansına ilişkin belirsizlik de az olacaktır.

2.2 Halka Arz Edilen Hisselerin Fiyatlarının Belirlenmesi

Halka arz edilecek payların fiyatlandırılması büyük önem taşımaktadır. Eğer halka ilk defa arzda 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. Fiyatın belirlenmesinde kullanılan yöntemler izahnamede açıklanır. Şirket değerinin tespiti amacıyla farklı yöntemler kullanılmaktadır.

2.2.1 Piyasa Değeri (Borsa Değeri)

Bir şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri, piyasa koşullarının arz ve talebe bağlı olarak oluşan bir değerdir. Piyasa değeri şirketin verimliliğinde bir değişme olmadan da piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak değişiklik gösterebilir.⁸⁶

Pay veya şirket değerlemesinde kullanılan en objektif değer, borsa yada piyasa değeridir. Ancak borsalarda veya teşkilatlanmamış piyasalarda işlem görmeyen payların değerlemesinde diğer yöntemlerin kullanılması gerekmektedir.⁸⁷

⁸⁶ Orhan Çelik, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi**, Turhan Kitabevi, 1999, s.81.

⁸⁷ S. Akbulak, Y. Akbulak, 2004, s.118.

2.2.2 Defter Değeri (Muhasebe Değeri)

Defter değeri, belirli bir tarihte, tarihi değerle kayıtlı varlıkların muhasebe kayıtlarına göre belirlenmiş değeridir. Bu değer, bilanço kalemleri kullanılarak hesaplanmaktadır.⁸⁸ Hisse senetlerinin defter değeri, öz sermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilir ve çoğunlukla hisse senetlerinin kayıtlı değerinden farklıdır. Öz sermaye; ödenmiş sermaye, ihtiyatlar, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları ve karşılıklar toplamından oluşur.

2.2.3 Net Aktif Değer

Bu yöntemde bir payın değeri, bir şirketin toplam aktifinden toplam borçları düşülerek hesaplanmaktadır. Bu anlamda, elde edilen değer şirketin toplam muhasebe değerine eşit olmaktadır.⁸⁹

2.2.4 Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yöntemi, hisse senetleri borsalarda işlem gören şirketlerin ortalama “Fiyat/Kazanç Oranı”, “Piyasa Değeri/Net Satışlar” ve “Piyasa

⁸⁸ N. Aydın, 2004, s.77.

⁸⁹ S. Akbulak, Y. Akbulak, 2004, s. 118.

Değeri/Defter Değeri Oranı” kullanılarak, hisse senetlerinin cari piyasa koşullarına göre değerlendirilmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntemde, piyasa fiyatı belli olan bir şirket veya şirketler yardımıyla fiyatı bilinmeyen diğer şirketin piyasa değeri hesaplanmaya çalışılmaktadır.⁹⁰

2.2.4.1 Fiyat/Kazanç Oranı

Fiyat/Kazanç Oranı (F/K), bir hisse senedinin fiyatının hisse başına kazancının kaç katı olduğunu gösterir. Bu oran, hissenin piyasada oluşan fiyatının şirketin hisse başına kazancına bölünmesiyle elde edilir. Hisse başına kazanç ise, şirketin dönem net karının dönem sonu hisse sayısına bölünmesi ile bulunur.

$$F/K \text{ Oranı} = \text{Hisse Senedinin Dönem Sonu Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kazanç}^{91}$$

Düşük fiyat/kazanç oranı yatırımın daha çabuk geri geleceği sinyalini verebileceği gibi riskli yatırımın da habercisi olabilir. Yüksek fiyat/kazanç oranı ise gelecekteki karların yüksek olacağı veya nakit akımlarının beklenenden düşük iskonto edildiği anlamına gelebilir.

⁹⁰ ibid.

⁹¹ Başaran Öztürk, “Fiyat/Kazanç Oranını Etkileyen Değişkenler Üzerine İMKB’de Ampirik Bir Uygulama”, Erciyes Üniversitesi, **SBE Dergi**, sayı:23, 2007, s. 279.

Bu yöntemde önemli nokta şirketlerin karşılaştırılabilir olmasıdır. Bununla birlikte “karşılaştırılabilir” firma temelinde sübjektif bir şeydir. Karşılaştırılabilir firmalardan uygun bir grup oluşturulsa ve sübjektif düzeltmeler yapılsa dahi, değerlemesi yapılan firma ile diğerleri arasındaki farklar devam edecektir.⁹²

2.2.4.2 Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı

Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, hisse senedinin fiyatının hisse başına öz sermaye değerinin kaç katı olduğunu gösterir. Bu oran, bir şirketin toplam piyasa değerinin aynı şirketin hesaplama dönemine en yakın ara veya yıl sonu bilançosundaki öz kaynak toplamına bölünmesiyle hesaplanır.

Şirketin defter değeri, şirketlerin bilançosundaki aktiflerinden borç ve yükümlülüklerin çıkarılmasıyla hesaplanır.

$$\text{Defter Değeri} = \text{Toplam Aktifler} - \text{Toplam Borçlar}$$

Şirketlerin defter değerleri firmaların gerçek değerini yansıtmazlar. Çünkü defter değeri, muhasebe dışı faktörleri hesaba katmaz. Bu sebeple bir firmanın hisse senedinin değerinin belirlenmesi sırasında yalnızca defter değerine başvurmak doğru

⁹² Serpil Yaşar, “Hisse Senetlerinin İlk Halka Arzında Fiyatlandırma, Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arz Sonrası Performans”, SPK Yeterlik Etüdü, 1997, s.6.

bir yöntem olmayacaktır.⁹³ Bununla birlikte sektör için oluşmuş ortalama bir Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranından da işletmenin piyasa değerine ulaşmak mümkün olmaktadır.

$$PD/DD = \text{Hisse Senedinin Dönem Sonu Fiyatı} / \text{Hisse Başına Öz sermaye}^{94}$$

2.2.4.3 Piyasa Değeri/Net Satışlar Oranı

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.

2.2.5 İndirgenmiş Nakit Akımları (Net Bugünkü Değer) Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde, şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, bugünkü değerine indirgenmesi sonucunda şirketin

⁹³ İ. Ö. Koç, 1998, s.84.

⁹⁴ Berna Taner, Cenk Akkaya, “İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama”, **Ege Akademik Bakış Dergisi**, sayı:1-2, 2003, s.3.

gerçek değerine ulaşılmaktadır.⁹⁵ Bu yaklaşıma göre, bir şirketin değerinin gelecekte elde edeceği serbest nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olduğu varsayılır ve genellikle 5-10 yıllık öngörüler yapılır.⁹⁶ 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 faktörü (indirgeme oranı) üzerinden bugünkü değere indirgenir. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde uygulanan temel denklem aşağıdaki gibidir.⁹⁷

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(FCFF)}{(1+r)^t}$$

V_0 : Firmanın Değeri

$E(FCFF)$: Şirkete Beklenen Nakit Akımları (Free Cash Flow to the Firm)

r : İskonto Oranı (Gelecekte beklenen nakit akımlarının riski, WACC)

t : Zaman

⁹⁵ G. Sayılğan, 2003, s.269.

⁹⁶ S. Akbulak, Y. Akbulak, 2004, s.119.

⁹⁷ Murat Ülgen, Suat Teker, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İşlem Gören Sanayi Şirketleri İçin Bir Analitik Değerleme”, **İTÜ Dergisi**, II/1, 2005, s.51.

2.2.6 Tasfiye Değeri (Likiditasyon Değeri)

Bir şirketin tasfiye değeri veya likiditasyon değeri, şirketin tüm varlıklarının paraya dönüştürülmesi sonucunda elde edilecek nakitten, şirketin tüm borçlarının ve likiditasyon masraflarının düşüldükten sonra kalan değerdir. Bir başka deyişle tasfiye değeri, şirketin varlıklarını satıp borçlarını ödedikten sonra elde edebileceği net geliri ifade eder. Bu değer, işletmenin sahip olduğu varlıkların satılması sonucu elde edilecek tutardan, işletmenin tüm borçlarının çıkarılması sonucu bulunacak net değer, hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

$$\text{Tasfiye Değeri} = \text{Şirketlerin Varlıklarına Takdir Edilen Değer} - \text{Tüm borçlar}$$

Şirketin tasfiye değeri, defter değerinden farklıdır. Defter değeri yönteminde varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınmaktadır. Ancak, firmanın varlıklarının tasfiyesi durumunda, bunların piyasa değerinin altında bir değerle satışı mümkündür. Şirketin tasfiye değeri aynı şirketin piyasa değeri için alt sınırı oluşturacaktır. Başarılı bir şirketin tasfiye değerinden daha fazla değeri olması beklenir.⁹⁸

Bir şirketin tasfiye değeri ile defter değeri arasındaki fark genellikle işleyen teşebbüs değeri olarak kabul edilir. İşleyen teşebbüs değeri, şirketin başka bir şirket veya birey için ifade ettiği değerdir. İşleyen teşebbüs değeri aynı zamanda yatırımcının bir varlık için biçebileceği en yüksek değeri belirtir.

⁹⁸ N. Aydın, 2004, s.77.

2.2.7 Ekonomik Katma Değer Yöntemi (Economic Value Added-EVA)

Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA); Joel Stern ve Bennett Stewart tarafından, kurdukları Stern ve Stewart Finansal Danışmanlık Şirketi adına ticari bir marka olarak 1980’li yılların başlarında geliştirilen bir yöntemdir. Stern ve Stewart Danışmanlık Şirketi EVA’yı, ekonomik kar ile yatırımcıların benzer risk düzeyindeki yatırımların alternatif maliyeti arasındaki fark olarak tanımlamıştır.⁹⁹ En basit şekliyle EVA, vergi sonrası faaliyet karı ile toplam sermaye maliyeti arasındaki olumlu ya da olumsuz farkı ifade eder ve şirketin ekonomik kar yaratma yeteneğini ölçmeye yarayan finansal bir göstergedir. Tüm sermaye bileşenlerinin maliyetinin dikkate alındığı karı ifade etmesi bakımından, daha doğru bir performans ölçme aracıdır. Olumlu fark şirketin varlığına değer eklerken, olumsuz fark varlıkların azalmasını ifade etmektedir.

EVA yatırım sonucu elde edilen bir katma değer ölçüsü olup ekstra gelirin bu yatırımda kullanılan sermaye ile çarpılması sonucu bulunur:¹⁰⁰

$$EVA = NOPLAT - (\text{Yatırılan Sermaye} \times AOSM)$$

$$EVA = (ROIC - AOSM) \times \text{Yatırılan Sermaye}$$

$$NOPLAT = \text{Düzeltilmiş Vergiler Düşüldükten Sonraki Net Faaliyet Karı (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes)}$$

⁹⁹ G. Bennett Stewart III, “The EVA Management Guide: The Quest for Value”, Harper Business Publishers, 1991, s.118.

¹⁰⁰ P. Haspeslagh, T. Noda ve F. Boulos, “Managing For Value: It’s Not Just About The Numbers”, **Harvard Business Review**, July-August, 2001, s. 69.

ROIC= Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri (Return on Invested Capital)

AOSM= Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

2.3 Hisse Senedi Fiyatının Yüksek Belirlenmesi

Son zamanlarda, hakim ortakların halka hisse senedi satarak kasada duran kağıtları nakde çevirme arayışına girdikleri gözlenmektedir. Ancak 2004 yılında halka hisse senedi arz eden şirketlerin hisse senetlerinin arz fiyatını yüksek tuttukları, senetler borsada işlem görmeye başlayınca ise, halka arzdan hisse senedi satın alanların büyük değer kaybına uğradıkları görülmüştür.

Ülkemizde şirketler aile şirketi özelliğini korumaktadırlar. Hisselerin ne kadarı halka arz edilirse edilsin, hakim sermaye grubu, şirketin yönetim gücünü elinde tutmaktadır. Şirketin yönetim gücünü elinde tutan sermaye grubu, halka açık bölümdeki hisse senedi sahiplerine temettü dağıtımına önem vermemektedir. Böylesi bir durumda, hisse senedi satın alanların tek bekleyişleri, şirketin piyasa değerinin artması ve bunun sonucunda da hisse senedi fiyatlarının yükselmesi olmaktadır. Bu nedenle, halka arzda hisse senedi fiyatının gerçek değerinin üzerinde belirlenmesi, hisse senedi satın alanların daha işin başında kaybetmeleri anlamına gelmektedir.

Hisse senedini halka satacak olanların yüksek fiyat bekleyişinde olmaları doğaldır. Ancak, halka arzlara aracılık eden kurumların gerçek fiyatı belirleme

sorumluluğu vardır. Zarar görenler öncelikle bile bile yanlış ve yüksek fiyatla satılan hisse senetlerini satın alanlar ve onların arkasında güven yitiren sermaye piyasası ile güven yitiren borsa olmaktadır.

2.4 İlk Halka Arzlarda Hisselerin Düşük Fiyatlandırılması

İlk kez halka arz edilen hisse senetlerinin kısa vadede yatırımcısına normalin üzerinde getiri sağlaması, bir başka ifadeyle hisse senetlerinin düşük değerlendirilerek ihraç edilmesi düşük fiyatlama olgusu olarak isimlendirilir.¹⁰¹

Uluslararası çalışmalar ve ülkemizde yapılan az sayıdaki çalışmalar, dünyadaki ilk halka arzlarda hisse senetlerinin büyük oranda değerinin altında satışa sunulduğunu ortaya koymuştur. Halka arzlarda düşük fiyatlandırmaya yönelik literatür incelendiğinde, düşük fiyatlandırmayı açıklamaya yönelik olarak birçok kuram ileri sürüldüğü görülmektedir ve genel bulgu, aracı kurumların halka arz satışlarını garantileyebilmek ve halka arzı başarılı göstermek için arza konu hisse senetlerinin fiyatlarını genelde düşük fiyatlandırıdıkları yönündedir.

Literatürdeki kuramların çoğunda araştırmacılar düşük fiyatlandırmayı, halka arzı gerçekleştirecek hisse senedinin gelecekte piyasada oluşacak fiyat seviyesinin

¹⁰¹ Kürşat Yalçınar, “Düşük Fiyatlama Olgusu ile Halka Arz Şekilleri ve Halka Arz Fiyatı Arasındaki İlişkinin Analizi: 1997-2004 Dönemine Ait Bir İnceleme”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 7/2, 2006, s.146.

belirsizliğine bağlamakta ve düşük fiyatlandırmayı hisse senedinin beklenen fiyat performansının belirsizliğinin bir sonucu olduğunu ifade edilmektedirler. Buna göre; fiyat hareketlerinde volatilitenin yüksek olması beklenen hisse senetlerinin riski yüksek olacağından, bu hisselerde düşük fiyatlandırmanın da yüksek olacağı beklenmektedir.

Hisselerini ihraç eden şirketlerin en temel beklentisi, mümkün olan en fazla getiriyi elde etmektir. Aracı kuruluşlar ise, ihraççının “değer en çoklaması” isteğini kırma yönünde hareket etmektedirler. İhraç edilen hisse senedi değerinin üzerinde bir fiyatla piyasaya çıkarsa, yatırımcı hisselerin fiyatının bir süre sonra düşeceği tahmininde bulunmaktadır. Bu durum da, yatırımcıda hisse senedi getirisinin beklenenin altında olacağı düşüncesini doğurmaktadır. Dolayısıyla aracı kuruluş hisse senedini mümkün olduğunca düşük fiyatlandırmaktadır.¹⁰²

Literatür incelendiğinde elde edilen bir diğer bulgu ise, hisse senedi çıkaran şirket ile yatırımcılar arasındaki ve yatırımcılar ile yatırımcılar arasındaki asimetrik bilginin ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmaya sebep olabileceğidir. Düşük fiyatlama için teorik olarak getirilen açıklamaları Ritter ve Welch, asimetrik bilgi ve simetrik bilgiye dayanan açıklamalar olarak iki grup altında toplamaktadır.¹⁰³

¹⁰² Dennis E. Logue, **The Investment Banking Handbook**, Newyork, John Wiley and Sons Inc., 1988, s.127.

¹⁰³ Ivo Welch, Jay Ritter, “A Review Of IPO Activity, Pricing And Allocations”, **Yale ICF Working Paper** No. 02-01, February 8, 2002, s.5.

Baron, hisse senedi ihraç eden işletmelerin, kendi piyasa fiyatlarının derecesi hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıklarından dolayı, aracının belirlediği fiyatı kabul ettiklerini öne sürmektedir.¹⁰⁴ Dolayısıyla, hisse senedi ihraç eden şirketler, düşük fiyatlandırmayı kabul etmektedirler.

İlk halka arzlarda düşük fiyatlandırmayı açıklayan bir diğer faktör, fiyatlama ile fiyat teklifi arasındaki zamanda, menkul değerler borsası endeksindeki artışı ifade eden kurumsal gecikmedir.¹⁰⁵ Farklı bilgilendirilen yatırımcılar, ilk halka arzlarda düşük fiyatlamada önemli bir rol oynarlar. Örneğin, Rock'ın 'Winner's Curse Modeli'ne göre, bilgilendirilen yatırımcılar ilk halka arzları, sadece düşük fiyatlandırılacağını biliyorlar ise tercih etmektedirler ve bu durum aracıları ilk halka arzları düşük fiyatlamaya zorlamaktadır.¹⁰⁶ Kıymaz'ın, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası üzerine yaptığı çalışmasından elde edilen bulgular, asimetrik bilgi hipotezini desteklemektedir. Bilgilendirilmiş yatırımcılar sadece düşük fiyatlandırılmışlarsa, o hisseleri satın almaktadırlar. Bunu bilerek, aracılar ilk halka arzlarda düşük fiyatlamaya gitmektedirler.

'Düşük fiyatlandırma', halka arzlarda çoklukla görülen bir ekonomik sonuçtur ve finans literatüründe bu olgunun birçok açıklaması bulunmaktadır. Örneğin, halka

¹⁰⁴ D.P. Baron, 1982, s. 1045.

¹⁰⁵ H. Kıymaz, "İMKB'de Halka Arzedilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performanslarını Etkileyen Faktörler", **İMKB Dergisi**, 1997, cilt 1, no:2, s. 69.

¹⁰⁶ K. Rock, 1986, s. 188.

açılan şirketler hakkında yatırımcıların, şirket hakkındaki bilgi eksiklikleri ve yatırımcılar ile halka arz edilen şirketler arasındaki farklı bilgi kümeleri (asimetrik enformasyon), ilk halka arz fiyatlarının daha aşağıda belirlenmesine sebep olmaktadır. Küçük şirketlerde, teorik olarak 'asimetrik enformasyon' daha büyük olduğu için, 'düşük fiyatlandırma' daha yüksek çıkmaktadır. Benzer bir şekilde, halka arza aracılık yapan kurum ile yatırımcılar arasında bilgi farklılıkları olduğu öngörüldüğünde, yatırımcılar belli oranlarda ek bir risk primi istemektedirler ve yine 'düşük fiyatlandırma' söz konusu olmaktadır.

2.4.1 Kısa Dönemli Düşük Fiyatlamaya Getirilen Teorik Açıklamalar

Düşük fiyatlamayla ilgili teorileri sınıflandırmanın bir yolu, onları asimetrik bilgi ve simetrik bilginin varsayılması şeklinde iki kategoriye ayırmaktır.¹⁰⁷ Bir diğer deyişle, ilk halka arzda hisseleri ihraç edenlerin yatırımcılardan daha çok bilgilendirildiği teoriler ve yatırımcıların hisseleri ihraç edenlerden daha fazla bilgilendirildiği teoriler şeklinde sınıflandırılabilir.

2.4.1.1 Asimetrik Bilginin Temel Alındığı Teoriler

Asimetrik bilgi sınıflandırmasına göre, eğer ihraççı yatırımcıdan daha çok veya daha iyi bilgiye sahipse, ancak ortalamadan düşük kalitedeki ihraççılar ortalama

¹⁰⁷ I. Welch, J. Ritter, 2002, s.8.

fiyattan hisse satışına istekli olacaktır. Kendilerini düşük kalitedeki hisse ihraçlarından ayırmak için, yüksek kalitede hisse ihraç eden şirketler, kendi kalitelerinin sinyalini verme girişiminde bulunabilirler. İyi kalite ihraççılar, kötülerden farklarını belli etmek için hisselerini, piyasanın değerlendirdiği seviyenin altında satarak, düşük kaliteli ihraççıların kendilerini taklit etmelerini önlemeyi umarlar. Bu fedakarlığı ise, sonraki ihraçlarda piyasanın olumlu tepkisi ile telafi etmeyi beklerler. Bir başka deyişle şirket bu şekilde, ilk başta bir miktar kaynaktan vazgeçerek, kalitesi hakkında piyasaya sinyal vermiş olmaktadır.¹⁰⁸

Ancak bu teorik açıklamanın ampirik olarak test eden araştırmalar, teorinin doğruluğunu desteklememektedir. Örneğin Jagadeesh, Wienstein ve Welch ilk günden sonraki getirilerin de ileride yapılacak yeni ihraçlara ilk gün getirileri kadar etki ettiğini göstermiş¹⁰⁹, Michaely ve Shaw ise teoriyi tamamen reddeden sonuçlara ulaşmıştır. Teorik zeminde ise, neden düşük fiyatlandırmanın bağış ve reklam gibi alanlara para harcamaktan daha etkili bir sinyal olduğu açık değildir.

Michaely ve Shaw, sinyal vermeyi kesin olarak reddetmektedirler. Eşzamanlı denklem modelinde, piyasaya dönüşü daha yüksek bir eğilim ya da daha düşük fiyatlandırılmış ilk halka arz için kar payı ödemesine daha fazla bir eğilim olduğuna

¹⁰⁸ I. Welch, J. Ritter, 2002, s. 10.

¹⁰⁹ Narasimhan Jegadeesh, Mark Weinstein ve Ivo Welch, “An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings”, **Journal of Financial Economics**, 34, 1993, s.153-175.

dair herhangi bir kanıt bulamamışlardır.¹¹⁰ Ayrıca, eğer yatırımcılar ihraççılardan daha çok bilgiye sahipse, örneğin hisselerin genel piyasa talebi hakkında, o zaman ihraççı bir satış sorunuyla yüzleşmiş olmaktadır. İhraççı, piyasanın katlanmaya razı olduğu fiyatı bilmemektedir. Başka bir deyişle, ihraççı hissesine olan talep hakkında yeterli bilgiye sahip değildir. Talep toplama yöntemi, bu durumda ihraççının yatırımcılardan bilgi elde etmesine yarayan bir araç olmaktadır.

Benveniste ve Spindt, yaygın kullanılan talep toplama uygulamasının, aracıları bilgili yatırımcılardan bilgi elde etmelerine olanak sağladığını öne sürmüşlerdir.¹¹¹ Talep toplama ile birlikte, başlangıç teklif fiyat dağılımı belirlenir ve daha sonra aracılar ve ihraççılar “road show”a giderler. Bu, aracılara talebi ölçmeleri için yardımcı olur. Eğer güçlü bir talep varsa, aracı daha yüksek bir fiyat koyacaktır. Ancak, eğer potansiyel yatırımcılar daha yüksek bir fiyatı ödemeye gönüllü olmanın daha yüksek bir fiyatla sonuçlanacağını biliyorlarsa, bu yatırımcılara karşılık olarak bir teklif verilmelidir. Yatırımcıları hisseleri daha yüksek bir fiyattan satın almaya istekli olduklarını samimi bir şekilde açığa vurmalarına ikna etmek için; aracılar, yatırımcılara daha yüksek fiyattan almaya istekli olduklarında, daha fazla ilk halka arz (İHA) payı ile düşük fiyatlamamanın bir bileşimini sunmaları gerekir.

¹¹⁰ Roni Michaely, Wayne H. Shaw, “The Pricing Of Initial Public Offerings: Tests Of Adverse Selection and Signaling Theories”, **Review of Financial Studies**, 7, 1994, s. 285.

¹¹¹ Lawrence M. Benveniste, Paul A. Spindt, “How Investment Bankers Determine The Offer Price and Allocation Of New Issues”, **Journal of Financial Economics**, 1989, s. 345.

Bir de bilgi asimetrisinin aracı ile ihraççı arasında olması, aracının ihraççıdan daha fazla bilgiye sahip olması durumu olabilmektedir. Bu durumda, aracının hisseleri pazarlaması için faaliyete geçirmek üzere teşvik amaçlı olarak, ihraççının bir miktar düşük fiyatlama yapması lehine olmaktadır.¹¹² Ancak, Muscarella ve Vetsuypens'in sonuçlarına göre, aracılar kendileri halka arz yaptıklarında da düşük fiyatlamayı uygulamaktadır.¹¹³ Ritter ve Welch, aracılarn kendi ihraçlarında uyguladıkları düşük fiyatlamayı, bunun halka açılmanın bir gereği olduğunu diğer ihraççılara göstermek için de yapmış olabileceklerini belirtmektedir.¹¹⁴ Habib ve Ljunqvist ise düşük fiyatlamanın bir pazarlama politikası olduğunu ve diğer pazarlama politikalarına göre daha az maliyetli olması nedeniyle ihraççılar tarafından tercih edildiğini savunmaktadır.¹¹⁵

Hanley, aracılarn, talep güçlü olduğunda düşük fiyatlamayı sabit tutmak için, fiyatlamalarını yükselen trende tam olarak ayarlamadıkları bulgusuna ulaşmıştır.¹¹⁶

¹¹² D. P. Baron, 1982.

¹¹³ Chris J. Muscarella, Michael R. Vetsuypens, "A Simple Test Of Baron's Model of IPO Underpricing", **Journal of Financial Economics**, 1989, s.128.

¹¹⁴ I. Welch, J. Ritter, 2002, s.10.

¹¹⁵ Michel Habib, Alexander Ljungqvist, "Underpricing And Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory And Evidence", **Review of Financial Studies** 14, 2001, s. 437.

¹¹⁶ Kathleen Weiss Hanley, "The Underpricing Of Initial Public Offerings And The Partial Adjustment Phenomenon", **Journal of Financial Economics**, 1993, s. 235.

Bu sebeple, aracılar hisse fiyatını başlangıç projesindeki orjinal tahminden daha yukarıya dönük olarak düzelttiklerinde, düşük fiyatlama daha yüksek olma eğilimi göstermektedir. Teklif fiyatı orjinal fiyat dizisinin maksimum değerini geçtiği zaman, ortalama düşük fiyatlama belirgin olarak ortalamanın üzerine çıkmaktadır. Bu ekstra düşük fiyatlama, yatırımcıları hisseleri için yüksek kişisel taleplerini ortaya çıkarmaya ikna etmenin bir bedeli olarak yorumlanır.

Baron düşük fiyatlama için farklı olarak, aracı temelli bir açıklama öne sürmüştür.¹¹⁷ Bu teoride ihraççı aracısına oranla daha az bilgi sahibidir ancak yatırımcılardan daha az bilgi sahibi değildir. Aracıyı gerekli eforu sarfetmeye ikna etmek için, ihraççı açısından düşük fiyatlamaya bir miktar izin vermek en uygun olanıdır. Çünkü ihraççı aracıyı herhangi bir maliyete katlanmaksızın denetleyemez. Ancak, Muscarella ve Vetsuypens, aracıların kendi başlarına halka açıldıkları zaman, hisselerinin herhangi bir denetleme problemi olmasa da aynı şekilde düşük fiyatlandığı bulgusuna ulaşmışlardır.¹¹⁸ Bu bulgu Baron'un hipotezini çürütmese de, destekler nitelikte değildir. Bunların dışında, aracılar, düşük fiyatlamanın halka açılmanın kaçınılmaz bedeli olması olgusunu gerçekleştirmek amacıyla kendi tekliflerini düşük fiyatlamak istemeyebilirler. Habib ve Ljungqvist ise düşük fiyatlamanın, maliyetli pazarlama harcamalarının yerine geçtiğini savunmaktadır.¹¹⁹

¹¹⁷ D. P. Baron, 1982, s. 960.

¹¹⁸ C. J. Muscarella, M. R. Vetsuypens, 1989, s.128.

¹¹⁹ M. Habib, A. Ljungqvist, 2001, s.437.

Asimetrik bilgiyi temel alan tüm düşük fiyatlama teorileri, düşük fiyatlamamanın düzeyinin bilgi asimetrisinin şiddetiyle doğru orantılı olduğunu vurgulamaktadır. Bu modellerde asimetrik bilginin ağırlığı azaldıkça, düşük fiyatlama bütünüyle kaybolmaktadır. Buna karşılık, halka arzlarda görülen düşük fiyatlamayı bilgi asimetrisinin varlığına bağlamayan teorik açıklamalar da mevcuttur.

2.4.1.2 Simetrik Bilginin Temel Alındığı Teoriler

Asimetrik bilgiye dayanmayan düşük fiyatlama teorileri de mevcuttur. Asimetrik bilginin temel alındığı teorilerden biri, gerek ihraççıların gerekse aracılardan halka arz ile ilgili olarak açılacak tazminat davalarını önlemek için düşük fiyatlama yolunu seçtiklerini savunmaktadır. Bu görüşe göre, halka arz fiyatının düşük tutulması, ileride dava konusu edilebilecek olası yatırımcı zararlarının daha az olmasını sağlayacak, hatta birçok durumda zarar oluşmayacağı için, işlemin dava konusu olma ihtimalini zayıflatacaktır. Hughes ve Thakor, ihraççıların, yasal yükümlülüklerini düşürmek için düşük fiyatlama yaptıklarını öne sürmüşlerdir.¹²⁰ Buna rağmen, Drake ve Vetsuypens, dava açılan ilk halka arzların daha yüksek

¹²⁰ Patricia J. Hughes, Anjan V. Thakor, “Litigation Risk, Intermediation, And The Underpricing of Initial Public Offerings”, **Review of Financial Studies** 5, 1992, s. 730.

düşük fiyatlamaya sahip oldukları ve düşük fiyatlamamanın onları dava açılmaktan korumadığı bulgusuna ulaşmışlardır.¹²¹

Asimetrik bilgi problemine dayanmayan bir başka açıklama da aracılarn riskten kaçınan tutumunu ön plana çıkarmaktadır. Bu görüşe göre, piyasada henüz bilinmeyen bir şirketin hisselerini ilk defa pazarlayacak olan aracılar, ihracın başarısız olma ihtimalini ve buna bağlı ortaya çıkacak zararları en aza indirmek amacıyla hisselerin halka arz fiyatını düşük tutmak eğilimindedir. Ancak bu görüşe karşı ortaya koyulan eleştiriler, aracılarn yukarıda bahsedildiği gibi piyasanın talebi hakkında bilgi yoksunu olmadığını dile getirmektedir.

2.4.2 Uzun Dönemli Performans Hakkında Geliştirilen Teoriler

İlk halka arzların uzun dönemli performansları hakkında literatürde çeşitli teoriler mevcuttur. İlk halka arz sonrası uzun dönem performansı, İlk halka arz meselesinden çok, standart bir varlık fiyatlama meselesidir. Uzun dönemli performansı ölçerken, ham performansa odaklanılabileceği gibi, referansa kıyasla bir performansa da odaklanılabilir.

¹²¹ Philip D. Drake, Michael R. Vetsuypens, “IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability”, **Financial Management**, 22, 1993, s. 64-73.

Miller, ilk halka arzlar üzerinde kısıtlamalar olduğunu ve yatırımcıların şirketin değerlemesi konusunda heterojen beklentilerinin olduğunu öne sürmüştür.¹²² Bu düşünceye göre zamanla, düşüncelerin uyuşmazlığı arttıkça, yatırımcının marjinal değerlemesi ortalama değerlemeye doğru birleşecektir ve fiyatı düşecektir. Jain ve Kini, ilk halka arz sonrası uzun dönem performansın ilk halka arz öncesi döneme oranla, zayıf finansal performansı beraberinde getirdiğini öne sürmüşlerdir.¹²³

Teoh, Welch ve Wong, yöneticilerin aşırı iyimser olma eğilimi gösterdiklerini ve bu sebeple eğer sermaye yeterliyse, aşırı yatırıma yatkın olduklarını savunmuştur.¹²⁴ İşletmelerin, ilk halka arzlarını yönetirken iyi görünmeye hevesli olmaları şaşırtıcı değildir. Aynı şekilde Purnanandam ve Swaminathan, kamu piyasasına oranla daha yüksek fiyatlandırılan ilk halka arzların, ilk gün getirileri yüksek olsa bile, uzun dönemde daha düşük performans sergiledikleri bulgusuna ulaşmışlardır.

¹²² Edward M. Miller, “Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion”, **Journal of Finance**, 32, 1977, s. 1155.

¹²³ Bharat A. Jain, Omesh Kini, “The Post-Issue Operating Performance Of IPO Firms”, **Journal of Finance**, 49, 1994, s. 1702.

¹²⁴ Siew Hong Teoh, Ivo Welch ve T. J. Wong, “Earnings Management And The Long-Run Market Performance Of Initial Public Offerings”, **Journal of Finance**, 53, 1998, s. 1948.

2.4.3 Düşük Fiyatlamamanın Yaratabileceği Sorunlar

İlk halka arz bize ‘sat’ tavsiyesi veren analistlerin iyimser ‘al’ tavsiyesi anlamına geldiğini açıklamada yardımcı olabilmekle birlikte, hisse senetlerinin ilk halka arzında ortaya çıkan maliyetle ilgili sorular üzerinde düşünülmesi zorunluluğunu da beraberinde getirmektedir. Menkul kıymetlerin ilk halka arzını müteakip piyasada işlem görmesi ile halka arz aşamasında düşük belirlenen fiyatında meydana gelen yükselişle birlikte Şirket sahipleri açısından memnuniyet verici bir durum ortaya çıkmaktadır.

Açıktır ki halka arzda yüklenicilik yapan aracı kurum ve bankalar ile menkul kıymetlerin ilk halka arzında yatırım danışmanlarının ‘al’ tavsiyelerine göre hareket eden müşteriler sistematik olarak bu işten para kazanmaktadır. Burada akla gelen soru neden şirket sahiplerinin buna izin verdiğidir. Bazı uzmanlar yüklenicilerin düşük fiyat verme sebebinin, yatırımcıların menkul kıymetlere talebinin artacağına ve bunun da ilk halka arzda başarı şansını artıracağına olan inançları olduğunu ileri sürmektedir. Diğer taraftan yüklenici konumundaki aracı kurum ve bankalarda çalışan analistlerin ve yatırım danışmanlarının genelde ilk halka arz aşamasında yatırımcılara “al” tavsiyesinde bulunmalarıdır. Diğer bir sebep ise, özellikle fiyat istikrarının uygulandığı halka arzlarda, daha sonra menkul kıymetin piyasa fiyatının düşmesinin, yüklenicilere bazı sorumluluklar getirmesi ve yüklenicilerin halka arz yüklenimlerinde gösterdiği performansa olan güvende azalmaya yol açmasıdır.

Bununla birlikte, bazı uzmanlar da şirket sahiplerinin, düşük fiyatlandırmayı bir çeşit reklam veya promosyon olarak algıladıklarını ve böylece yatırımcıların

menkul kıymetlere ilgilerinde artış sağladıklarına inandıklarını ve daha sonraki günlerde menkul kıymetlerin fiyatında yaşanan yükseliş ile gelecekte yapacakları halka arzların başarı şansını da artıracaklarını düşündüklerini ileri sürmektedir.

Diğer taraftan, hisse senetlerinin ilk halka arzda düşük fiyatlanması firma sahipleri ile yöneticiler arasında bir anlaşmazlık var olduğu anlamına da gelmektedir. Yöneticiler ve sermayedarlar genelde hisse senedinin ilk değerinin ne olduğuylla ilgilenmezler. Onları asıl ilgilendiren altı ay sonra değerinin ne olacağıdır. Elleriindeki hisse senetlerini altı ay sonra piyasada oluşacak daha yüksek fiyattan satmak çok daha önemlidir.

Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine tam olarak uyulması, ilk halka arzlarda yaşanan düşük fiyatlandırma sorununa kısmi bir çözüm olabilir. Hatta bazı uzmanlar menkul kıymetlerin mezar yoluyla satılması durumunda şirket sahiplerinin daha karlı çıkacağını düşünmektedir. Böylece hisse senedi fiyatlandırmasında gerçekçilik ve şeffaflık sağlanabilir.

2.5 İlk Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı

İlk Halka Arzlar uzun vadede düşük performans sergileyebilirler. Öyle ki, yatırımcıların değerlemeye ilişkin heterojen beklentileri vardır ve bu yatırımcıların en iyimser olan kısmı bu senetleri almaktadır. Ancak, zaman geçtikçe yatırımcı beklentileri yaklaşp hisse sendi fiyatı uzun vadede düşer. Ayrıca, genellikle

başarılı halka arzları takip ettikleri için, birincil halka arzların büyük kısmı düşük performans sergilerler.

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler, halka açılmalar sonrasında en çok 30 gün süreyle bir aracı kurumun, ilgili hisse senedinin fiyatının halka arz fiyatı altına düşmesi halinde borsada fiyatı destekleyici alımlarda bulunmasını ifade eder. Bu işlemler yalnızca hisse senedi fiyatının halka arz fiyatının altına düştüğü durumlarda uygulanabilir. Fiyat istikrarı işlemlerinde kullanılacak azami fiyat, halka arz fiyatıdır.¹²⁵

Halka arzlarda fiyat desteği sağlamaya yönelik işlemler düşük fiyatlamayı tamamlayan bir unsur olarak görülmektedir. Böyle bir destek verilmediği takdirde, yatırımcıların ön talep toplama döneminde ilgilendiklerini beyan ettikleri hisselerle asıl alım sırasında talep göstermemeleri söz konusu olabilecektir.

İlk halka arzlar, özellikle ihracı gerçekleşen hisse senetlerinin fiyatlandırılması ve ardından gerçekleşen fiyat istikrarı çabaları, finans literatüründe en çok tartışılan alanlardan birisi olmasının yanı sıra, uygulaması ülkemiz açısından çok yeni bir çalışma alanıdır. Hisselerin yatırımcılara tahsisinin tamamlanmadığı durumlarda aracı kuruluşlar, arz fiyatını aşmayan bir fiyattan istikrar sağlayıcı teklif sunarlar. Zayıf bir talep söz konusu olduğunda ve negatif eğimli talep eğrisi oluştuğunda bir dereceye kadar bu hisselerin fiyatında düşüş görülecektir. Bu türden

¹²⁵ http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/basinaciklamasi_040622.html, Erişim

Tarihi: 20.08.2007

düşüşü engelleyen veya erteleyen doğrudan müdahaleye halka arz sonrası fiyat istikrarı çabası denmektedir.

2.5.1 Fiyat İstikrarını Sağlayan Faaliyetler

Arz sonrası işlemler, hem ihraççıları hem de yatırımcıları dolaylı ve dolaysız olarak fiyat değişimiyle etkileme gücüne sahiptir. İlk halka arzları takiben aracılar tarafından yapılan fiyat istikrarı sağlamaya yönelik işlemler temelde üç grup altında toplanmaktadır.¹²⁶

2.5.1.1 Doğrudan Fiyata Müdahale

Bu yöntemlerden ilki, aracıların doğrudan fiyat oluşumuna müdahale etmesi şeklinde olmaktadır. Burada aracı kurum, menkul kıymetlerin tamamının satılmaması durumunda hisseleri almak üzere halka arz fiyatını geçmeyen fiyattan teklif verir. Talep eğrisinin negatif eğimli olduğu varsayımıyla, söz konusu hisselerin nihayetinde tekrar satılması gerekeceği için bu işlem, fiyat düşüşlerini geciktirici bir etkiye sahip olacaktır.

¹²⁶ Reena Aggarwal, “Stabilization Activities by Underwriters After Initial Public Offerings”, **Journal of Finance**, 55, 2000, s. 1075-1103.

2.5.1.2 Ek Satış Hakkı ve Greenshoe Option

Bir diğer yöntem ek satış hakkının kullanılmasıdır. Ek satış hakkı, talep toplama sırasında toplanan kesin talebin halka arz edilen hisse senedi miktarından fazla olması halinde, bir miktar hisse senedinin daha halka arz edilen hisse senedi miktarına ilave edilme hakkıdır.

Seri:I, No:32 sayılı Tebliğ ile getirilen yenilikte, aracı kurumların, ellerinde bulunmayan hisse senetlerini ortaklardan ödünç almak yoluyla, ek satışta bulunmaları mümkün kılınmıştır. Söz konusu Tebliğ uyarınca, aracı kurum, hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başlamasını takip eden 30 gün içerisinde ödünç işleminden doğan yükümlülüğünü ortaklara hisse senetlerini milsen iade ederek veya halka arz fiyatı üzerinden bedelini ödeyerek kapatmak zorundadır. Aracı kurumun; ortaklardan ödünç aldığı hisse senetlerinin bedelini, ödünç süresinin sonuna kadar ilk halka arz fiyatı üzerinden ödemek yoluyla ödünç işlemlerinden doğan yükümlülüğünü kapatma hakkı, yurt dışı uygulamalarda “Greenshoe Option” olarak adlandırılmaktadır. Bu hak, ilgili hisse senedinin fiyatlarının yükselmesi halinde, aracı kurumun ödünç yükümlülüğünü risk altına girmeden kapatması için bir güvence niteliğindedir.

Ek satış ya da greenshoe opsiyonu, aracı kurumun oluşturduğu konsorsiyuma ihracın en fazla %15'ine kadar ek satış hakkı tanır. Ancak zayıf ihraçlarda bu oranın yüzde 15'i geçtiği görülmektedir. Ek satış opsiyonunu kullanmaya karar veren aracı

kurum öncelikle ihraç sonrası fiyat desteği ile uğraşacağını bilmektedir. Yeterli hisse senedi tuttuğundan lider kurum için açığa pozisyon almak kolay olacaktır. İkincil piyasada halka arzın fiyatı düşerse, açık pozisyonlar ihraç sonrası satın alınan hisseler ile kapatılır. Ancak, ihraçların tamamında yüzde 7 marjında kazanç sağladıkları için (Bu oran Türkiye için ortalama yüzde 3.5 civarındadır) aracı kurumlar, ek satış opsiyonlarını kullanma niyetindedir ve hiç de şaşırtıcı olmayacak şekilde fiyatın, arz fiyatının çok az altına düştüğü ihraçlarda bile bu hakkı kullandıkları görülebilir.

Halka arzın fiyatı yükseliyorsa, ek satış hakkı açığa satış pozisyonlarını kapamak için kullanılır. Eğer ki açık pozisyon yüzde 15'ten fazla ise, çıplak açığa satış, ikincil piyasada arz fiyatının üzerinde bir fiyattan satın almalarla kapatılmalıdır. Bu noktada, aracı kurumların başlangıçta daha az miktarda hisse satmak yerine, neden geri almayı öngördükleri halde, ek hisse satışı yaptıkları sorusu ortaya çıkmaktadır. Bu duruma Ritter'in getirdiği üç olası açıklamadan ilkinde göre, hisseye olan toplam ön talebin fazla olması durumunda halka arzda öngörülen hisse sayısından daha fazlasının hisse dağıtımının yapılabilmesi; ikincisi; hisselerin geri alınmasının ön talep sırasında aldıkları paylarını geri satmaya eğilimli imtiyazlı müşterileri memnun etme yolu olabilmesi ve üçüncü olarak da fiyat istikrarı ile aracı kurumun ihracın yüksek değerlendirmediği ve yatırımcıların ihraç fiyatından satmaya istekli oldukları durumda hisse senetlerini memnuniyetle alacağı sinyali göndermesidir.¹²⁷

¹²⁷ Jay R. Ritter, "Initial Public Offerings", **Contemporary Finance Digest**, Vol.2, No.1, 1998, s.5-30.

Aggarwal, arz sonrası yürütülen işlemler üzerine yaptığı çalışmada, genelde aracı kurumların fazla satış yaptığı ve ilk güne açığa satış yaparak başladıklarını bulmuştur.¹²⁸ Buna göre, ihraç sonrasında halka arzın performansı kötü olursa, aracı kurumlar, açığa satış pozisyonlarını kapatmak için piyasadaki düşük fiyatlı hisseleri kullanmaktadırlar. Halka arzın performansı iyi olursa, aracı kurumlar ek satış haklarını kullanmakta ve ihraççıdan yeni hisseleri alarak açığa satış pozisyonlarını kapatmaktadırlar.

2.5.1.3 Geri Satışların Kısıtlanması

Geri satışların kısıtlanması bir başka yöntemdir. Halka arzda yer alan bazı aracı kuruluşlar ve bunların müşterileri ikincil piyasada işlemin başlamasının ardından hemen satışa geçmekte ve kısa dönemli kar realizasyonuna giderek halka arza konu olan hisse senetlerini portföylerinden çıkarmaktadır. Bu durumda halka arzı yöneten lider kurum satış yapan satıcı grup üyelerini cezalandırabilir ki buna kar amaçlı geri satış tazminatı (penalty bid) denir.

¹²⁸ R. Aggarwal, 2000, s.1091.

2.5.1.4 Grey Market

Halka arzlarda düşük fiyatlamayı, asimetrik bilgi problemine dayandıran açıklamalarda, bilgi asimetrisinin azalmasına paralel olarak düşük fiyatlama olgusunun da hafifleyeceği öngörülmektedir. Söz konusu bilgi problemini kısmen hafifletebilecek bir uygulama olarak ilk halka arzlarda “grey market” sistemi bir alternatif olarak ön plana çıkmaktadır.

Gri Pazar olarak da adlandırılan grey market, Amerika Birleşik Devletleri (ABD)’nde ve Avrupa Birliği (AB) ülkelerindeki halka arzlarda fiyat istikrarını sağlama aracı olarak kullanılmaktadır ve kara borsa ile normal kanuni satış arasında kalmış pazarı tanımlar. Grey market, piyasada kısa vadede oluşacak fiyatlar hakkında çok bilgilendiricidir ve bu da grey market esnasında nihai talep toplama işlemine katılan yatırımcıları ileride oluşacak fiyatlar hakkında bilgilendirmektedir. Ancak, Grey markette işlemler başlatılmadan önce yükleniciler tarafından talep toplanarak bir fiyat aralığı açıklanmalıdır. Aksi durumda, yatırımcılar arası bilgi asimetrisi oluşabilir ve sonrasında likit bir halka arz öncesi grey market oluşamayabilir.

2.5.2 Fiyat İstikrarı Uygulaması

Fiyat istikrarı, SPK tarafından 2003 yılında uygulamaya konulmuştur. Avrupa Birliği Standartlarına uyum amacıyla düzenlenen ve 17.12.2003 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:I, No:26 Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’de değişiklik yapan

Seri:I, No:32 sayılı tebliğ, halka açılmalar sonrasında aracı kurumların fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde bulunabilmesini mümkün kılmıştır. Bu çerçevede uygulanan halka arzların Türkiye sermaye piyasasına göre zayıf sayılabilecek arzlar olmadığı kesindir. Ancak fiyat istikrarı içeren bu halka arzların yatırımcılar tarafından zayıflıktan ziyade yüksek fiyatlı olarak algılandığı düşünülebilir.

2.5.3 Şartlı Satış İşlemleri

Halka arzlarda şartlı satış; dağıtıcı aracı kurumun müşterilerinden, ihraç fiyatından hisse almalarının bir koşulu olarak ihraççının ilave hisselerini ihraç sonrasında almalarını istediği bir uygulamadır. Şartlı satış anlaşmasına, aynı zamanda bağlayıcı anlaşma da denir ve bu anlaşmaya giren müşteriye de şartlı satın alan denir.

Hao'nun çalışmasına göre, şartlı satış aracı kuruma iki şekilde fayda sağlar.¹²⁹ İlk olarak, şartlı satış aracı kurumun aracılık çabalarını hem ihraç öncesi pazarlama/dağıtım hem de ihraç sonrası olası fiyat destekleme maliyetlerini kapsayacak şekilde azaltır. Şartlı satın alanın ihraç sonrası hisse satın alımı, ihraçtan hemen sonraki fiyatı destekler ve böylelikle halka arzın ikincil piyasada işlem gördüğü ilk gün hisse senedi fiyatında yükselme gözlenir ve bu yükseliş özellikle

¹²⁹ Qing G. Hao, "Laddering In Initial Public Offerings", **Warrington College Of Business Administration Working Paper**, 2004, s. 9-35.

kısa dönem pozisyon alan yatırımcılar için halka arza konu hisseler daha çekici ve kolay satılabilir olarak algılanır.

Şartlı satışın olmadığı durumlarda, ilk günkü fiyat artışı düşük fiyatlandırmaya eşit olacaktır. Ancak, şartlı satış ile hemen her ihraç ile ilgili ikincil piyasada işlemin başlamasının ardından piyasada oluşan fiyat denge seviyesinin üzerine çıktığında farklılaşma görülmektedir. Buna ek olarak, yüksek ihraç sonrası fiyat, beklenen fiyat istikrarı maliyetlerini düşürmektedir. İkinci olarak, aracı kurum dolaylı yoldan şartlı satıştan aldığı paylardan faydalanabilmektedir. Eğer aracı kurum, bazı kısa dönemli yatırımcılarından ihraç sonrası tekrar satılmış halka arz hisselerinin karlarının bir kısmını talep ederse, sonunda tekrar satıştan sağlanan karlar aracı kuruma dönmüş olacaktır. Bu ilişkilerden dolayı, şartlı satışın aracı kurumun ihraç fiyatı kararını etkileyebileceğini söylemek yanlış olmayacaktır.

2.5.4 İstikrar Sürecinin Yönetimi

Aracı kurumlar, ihraç sonrası işlemleri yönetmek için fiyat istikrarı, ihraç sonrası açığa satış kapama, ek satış opsiyonu kullanma ve kar amaçlı geri satış tazminatının bir karışımını kullanabilir. İhraçtan önce, açığa satış pozisyonu tesis edilebilir ve sözleşmede geri satış tazminatı açıkça belirtilebilir. İhraç sonrası açığa satış, aracı kurumların yatırımcılar tarafından geri satılan hisseleri ilk birkaç gün içerisinde sindirmelerine izin verir, aksi takdirde yatırımcılar tarafından tekrar satış hisse fiyatını düşürücü baskıya yol açar. Bu nedenle, talebin düşük olduğu zayıf

ihraçlarda aracı kurumların fiyatın düşüş baskısını sindirebilecek yeterli açığa satış pozisyonu olması gerekir, aksi takdirde hisse senetlerinin fiyatı düşer. Açık pozisyon yeterince büyük olmadığı ve yatırımcılar tarafından satılan hisse senedi sayısının fazla olduğu durumlarda etkin bir fiyat istikrarından hisse stoku yapılmadığı müddetçe söz edilemez.

Aracı kurumlar yatırımcılar tarafından geri satılan hisseleri sözleşmeye geri satış tazminatı koyarak da yasaklamaya çalışırlar ve zayıf ihraçlarda konsorsiyum üyelerini gerçekten cezalandırabilir. Tekrar satışlar fiyatın düşmesine neden olmuyorsa, aracı kurum, açık pozisyonunu ihracın yüzde 15'ine kadar ek satış opsiyonunu kullanarak kapayabilmektedir.

3 HALKA ARZLARDA PAZARLAMA

Pazarlama genel olarak, “mal ve hizmetlerin üreticiden tüketiciye doğru akışını yönlüten işletme faaliyetlerinin yerine getirilmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Ancak, günümüzde pazarlama tüketici odaklıdır ve tüketici ihtiyaçlarının karşılanması temeline dayanmaktadır.”¹³⁰

Halka arz, şirketlerin finansman sağlamaları, likiditelerini artırmaları ve kurumsallaşmalarında şüphesiz önemli bir yere sahiptir. Ancak işletmenin halka

¹³⁰ İsmet Mucuk, **Modern İşletmecilik**, Türkmen Kitabevi, 13. Baskı, İstanbul, 2001, s.255.

açılması tek başına yeterli çözüm değildir. Halka açılmanın başarısı açısından, halka açılan bu şirketin hisse senetlerine ortak olmayı düşünen ve alım gücü olan bir talebin olması gerekmektedir. Bu yönüyle halka arzlara istenilen talebin yaratılmasında ve bu talebin devamının sağlanmasında gerekli pazarlama politikalarının ne şekilde yürütüleceğinin analizi önem taşımaktadır. Bu çerçevede, tüketiciyi arayıp bulmak, onunla iletişim kurmak, finansal ürünlerinin tanıtım ve pazarlamasını yapmak, finansal hizmetler ile ilgili her türlü sorununu çözmek gibi bütün faaliyetler, finansal işletmeler tarafından gerçekleştirilmektedir.¹³¹

3.1 Pazarlamanın Halka Arz Başarısındaki Rolü

Pazarlamanın başarılı halka arzların gerçekleşmesindeki önemi büyüktür. Merton, yatırım bankacısının pazarlama çabalarının, ilk halka arzla ilgilenen yatırımcı sayısını artırdığı gibi, ilk halka arzın değerini de artırdığını savunmuştur.¹³² Cook, Kieschnick ve Van Ness ise, yatırım bankacısının, ilk halka arzların pazarlamasında zannedilenden daha büyük rolü olduğunu savunmuşlardır.¹³³ Aracı kuruluşlar, halka açılmalarda pazarlama faaliyetini yerine getirme görevini üstlenmektedirler. Pazarlama konusu, yatırımcı ile nasıl ilişki kurulacağı, onunla

¹³¹ İbrahim Kırcova, “Finansal Hizmetler Sektöründe Doğrudan Pazarlama”, **Pazarlama Dünyası**, 1993, s.18.

¹³² Douglas O. Cook, Robert L. Kieschnick, Robert A. Van Ness, “On the Marketing of IPO’s”, **Journal of Financial Economics**, 2006, s.4.

¹³³ ibid., s.5.

nasıl irtibata geçileceği, yatırımcı ilgisinin nasıl çekileceği gibi pazarlama faaliyetlerinin nasıl yerine getirileceği konularını içine almaktadır.¹³⁴

Bu açıdan halka arz sürecini yürütecek olan aracı kurumun ve şirketin, başarılı ve kaliteli bir pazarlama sunmaları için, tüketici tercihlerindeki değişimleri çabuk algılaması ve buna karşı tavır alması, buna uygun düşen teknolojileri yaratması ve genel ekonomik durumda meydana gelen değişimlere karşı hızlı uyum sağlaması gerekmektedir.

3.2 Pazarlama Karması Bileşenleri

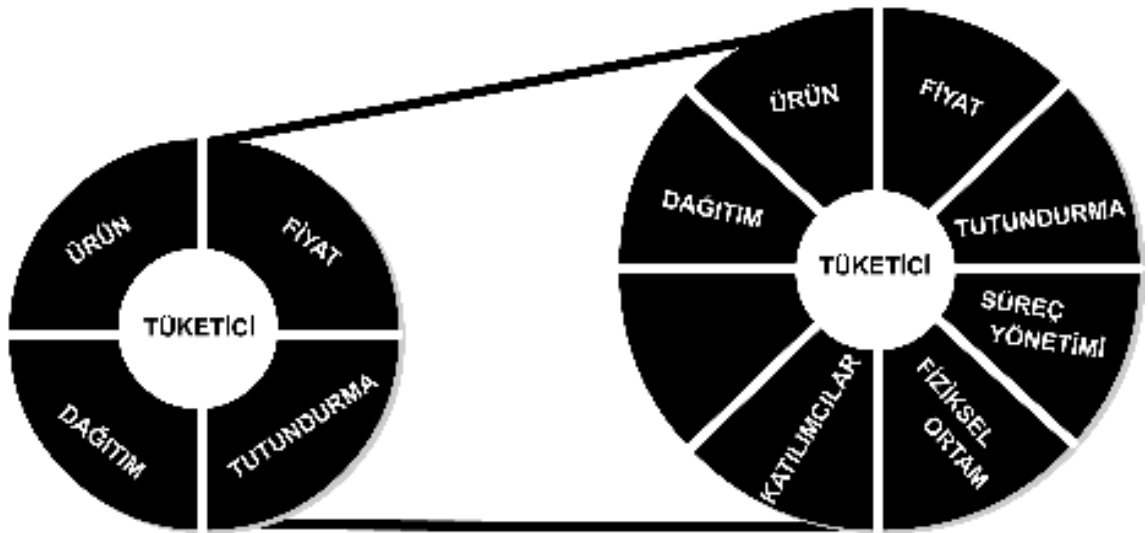
Aracı kuruluşlar hisse senetlerinin pazarlamasında, amaç ve hedeflerine ulaşabilmek için çeşitli pazarlama karması bileşenlerini kullanmaktadırlar. Pazarlama karmasında yer alan dört ana unsur ürün (product), yer (place), fiyat (price) ve tanıtım (promotion); pazarlama karması olarak “4P” şeklinde sembolleştirilmiştir.¹³⁵ Konu hizmet pazarlaması olduğunda ise, 4P’ye ek olarak süreç yönetimi (process

¹³⁴ Özcan Güven, **Bankalarda Fon Kullanımı ve Yönetimi**, İzmir Kitabevi, İzmir, 1981, s. 50.

¹³⁵ İlhan Cemalcılar, “Pazarlama Karması (4P) Kavramında Yeni Gelişmeler”, **Pazarlama Dünyası**, I/4, 1987, s. 23.

management), fiziksel olanaklar ya da ortam (physical facilities) ve katılımcılar (people) unsurları eklenerek 7P oluşturulmaktadır.¹³⁶

Hisse senetlerinin pazarlanması hizmet pazarlamasının konusuna girmektedir. Bu yönüyle hizmet karması elemanlarının incelenmesi, aracı kuruluşların hisse senedi pazarlamasındaki rolünün açıklanabilmesi açısından önem arz etmektedir. Şekil-1’de ürün ve hizmet için pazarlama karması elemanları arasındaki benzerlikler ve farklılıklar gösterilmektedir.



Şekil 1: Ürün ve Hizmet için Pazarlama Karması Elemanları¹³⁷

¹³⁶ Allan J. Magrath, “When Marketing Services, 4Ps Are Not Enough”, **Business Horizons**, 29/3, May-June 1986, s.44.

¹³⁷ Yavuz Odabaşı, Mine Oyman, Sağlık Hizmetleri Pazarlaması, Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi, 6. Baskı, Eskişehir, 2002, s.20.

Yatırımcıların merkeze alındığı bu pazarlama karması bileşenlerinin daha ayrıntılı bir biçimde incelenmesi, konunun aydınlatılması açısından faydalı olacaktır.

3.2.1 Ürün (Hizmet)

Aracı kuruluşlar, hizmet işletmeleri olduklarından, söz konusu pazarlama ürünü de dolayısıyla hizmet olmaktadır. Söz konusu kuruluşların başarılı bir halka arz gerçekleştirebilmeleri için en önemli unsur ise sunulan hizmetin kalitesidir. Öyle ki yatırımcılar, halka arzlara aracılık hizmeti veren aracı kuruluşların, faaliyet alanının odak noktasını oluşturmaktadırlar. Yatırımcılara sunulan hizmetin kalitesini belirleyen öğeler ise güvenilirlik, karşılık verebilme, inandırıcılık, empati ve fiziksel varlıklar şeklinde sıralandırılabilir.¹³⁸

3.2.2 Fiyat

Ürüne olan talep, fiyata göre değişiyorsa, tüketiciler için fiyat unsurunun önemli olduğundan söz edilebilmektedir.¹³⁹ Pazarlamanın ise güçlü hisse senedi fiyatı yaratmadaki etkisi büyüktür. Halka açılan şirketler, halka arz öncesi

¹³⁸ İsmet Mucuk, **Pazarlama İlkeleri**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2004, s.329.

¹³⁹ Berrin Yüksel, “Pazarlama Kavramındaki Değişim Analizi ve Bu Değişmeler Sonucunda Ortaya Çıkan Friendly Marketing Tekniği”, **Pazarlama Dünyası**, Kasım-Aralık 1994, s.27.

yatırımcılara ve aracı kurumlara yönelik yüklü reklam, tanıtım, pazarlama ve satış çalışmaları yürütmektedir. Hisse senedinin fiyatının güçlü ve istikrarlı olması için şirketin hikayesini iyi anlatması, kendini doğru tanıtması gereklidir.

3.2.3 Tutundurma

Aracı kuruluşların ve ihraççı şirketlerin, başarılı pazarlama çalışmaları yürütebilmeleri açısından uygulayabilecekleri başlıca tutundurma araçları; kişisel satış, satış geliştirme, halkla ilişkiler ve doğrudan pazarlama şeklinde sıralanabilir.¹⁴⁰ İyi bir pazarlama, yatırımcıları şirket ve şirketin ürünleri ile ilgili iyi bilgilendirmek ve yönlendirmek anlamına gelir. İyi pazarlama, hissedarlarla ve piyasa yapıcılarla kişisel ilişkiler geliştirmek; şirket hakkında dürüst olmak ve yatırımcıyı aldatmak yerine doğru politikalarla şirketin kendini en iyi şekilde ifade etmek anlamına gelmektedir.

3.2.4 Dağıtım (Yer)

Sunulan mal veya hizmet, tüketiciye doğru yer ve zamanda, istek ve ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde ulaştırılmalıdır.¹⁴¹ Pazarlama karması

¹⁴⁰ İbid., s.28.

¹⁴¹ Abdullah Öçer, Mehmet Kara, Bankacılık Sektöründe Pazarlama Faaliyetleri: Trabzon'da Örnek Uygulama, **Pazarlama Dünyası**, Ocak-Şubat 2001, s.20.

elemanlarından yer, ürünün müşteriler tarafından elde edilebilmesi ve erişilebilmesi için gerekli faaliyetleri içermektedir.¹⁴² Hisselerin halka arzı gibi finansal hizmetlerde, dağıtım unsuru olarak teknolojik makineler ve internet sıkça kullanılmaktadır. Söz konusu teknolojik unsurlar, kanallar işletme ve yatırımcıya; kalite kontrolü, düşük maliyet, müşteri açısından kolaylık ve yaygın dağıtım yapabilme imkanı elde etmesi gibi bir takım faydalar sağlamaktadır.¹⁴³

3.2.5 Süreç Yönetimi

Süreç yönetimi, hizmetin tüketicinin ihtiyaç duyduğu zamanda hazır bulundurulmasını ve tutarlı kalitede sunulmasını ifade etmektedir.¹⁴⁴ Dolayısıyla, süreç yönetiminde aracı kuruluşların ve ihraççı şirketlerin, pazarlama stratejilerini oluştururken ve yürütürken, profesyonel bir biçimde faaliyet göstermeleri gerekmektedir. Bu sebeple, halka arzı edilecek ortaklıklar, özellikle çok büyük ihraçlarda, prestiji yüksek, deneyimli ve finansal kaynakları güçlü olan aracı kurumları tercih etmektedirler. Bu çerçevede aracı kurumun, başarılı bir halka arzı gerçekleştirecek ölçüde nitelikli ve deneyimli uzman kadroya sahip olması, yeterli deneyime sahip olması, piyasada iyi tanınmış olması ve mali kaynaklarının güçlü olması beklenmektedir.

¹⁴² Philip Kotler, **Marketing Management: Analysis, Planning, Implementation, and Control**, Prentice-Hall, New York, 1997, s.93.

¹⁴³ S. Ayşe Öztürk, **Hizmet Pazarlaması**, Ekin Kitabevi, Eskişehir, 2000, s. 59.

¹⁴⁴ Y. Odabaşı, M. Oyman, 2002, s. 21.

3.2.6 Fiziksel Ortam

Fiziksel ortam, tüketicinin satın alma kararı vermesinde ve hizmeti tekrar satın almasında önemli bir unsurdur.¹⁴⁵ Hisse senedi ihracında yatırımcı ile iletişim halinde olan aracı kuruluşların, fiziksel ortamın yatırımcıların karar alma süreçlerinde etkili olduğunu da göz önünde bulundurmaları faydalı olacaktır.

3.2.7 Katılımcılar

Katılımcılar, işletmenin personeli ile tüketicileri dahil tüm insan unsurunu kapsamaktadır.¹⁴⁶ Hizmeti sunan, üreten ve pazarlayan işletme personeli, tüketicinin verilen hizmetin kalitesini algılamasında oldukça önemlidir.¹⁴⁷

4 HALKA ARZLARDA ZAMANLAMA

Şirketler açısından halka açılmanın başarıya ulaşmasında zamanlamanın doğru tespit edilmesi büyük önem teşkil etmektedir. Türkiye’de bazı şirketlerin halka açılmak için durgun piyasaları tercih ederken, bazılarının ise hareketli piyasaları tercih ettikleri gözlemlenmiştir.¹⁴⁸

¹⁴⁵ ibid., s. 22.

¹⁴⁶ ibid., s. 21.

¹⁴⁷ Kasım Karahan, **Hizmet Pazarlaması**, Beta Basım, İstanbul, 2006, s.101.

¹⁴⁸ T. Durak, 1997, s.62.

İMKB endeksleri ve işlem gören hisse senetlerinin fiyatları, diğer dünya borsalarında olduğu gibi başlıca üç etmenden etkilenirler; dünya ekonomisinin durumu ve gidişatı, yerel ekonominin durumu ve gidişatı ve sektör ya da firmanın durumu ve performansı. Global Ekonomi'deki herhangi bir gelişme tüm ülke ekonomilerini az veya çok etkileyeceği gibi, o ülkedeki ilgili veya tüm firmaları da dolaylı veya dolaysız olarak etkileyecektir.

Yatırımcı piyasadaki en iyi ve en yüksek potansiyele sahip hisse senedini araştırıp bulabilir, ancak o anda piyasa endeksleri olumsuzsa bu o hisse senedini almak için büyük olasılıkla kötü bir zamandır. Karlı, satışları yüksek, yükseliş trendini yakalamış olan ve güçlü bir endüstri kolundaki şirketin hisse senedini satın almak her zaman çok akıllıca gibi gelse de piyasanın genel gidişatı kötü ise beklemek genellikle en doğru yol olmaktadır. Alınan kararların doğru ya da yanlış olmasını etkileyen en önemli unsurlardan birisi ise zamanlamadır.

Benninga, Helmantel ve Sarig, ilk halka arzların başarısı için en uygun zamanlamanın, şirketin nakit akışlarının belli bir seviyenin üstünde olduğu dönemler olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.¹⁴⁹ Young ise, düşük değerlemelerin olduğu dönemlerde şirketlerin şartlar düzeline kadar ilk halka arzlarını ertelediğini ve pazar

¹⁴⁹ Simon Benninga, Mark Helmantel, Oded Sarig, “The Timing of Initial Public Offerings”, **Journal of Financial Economics**, 75, 2005, s. 126.

şartlarının iyileştiği dönemlerde ilk halka arz miktarında artış gözlemlendiği fikrini doğrular nitelikte sonuçlara ulaşmıştır.¹⁵⁰

Piyasadaki trendi destekleyen teknik analizler, çoğunluğun düşüncelerini görmemizi sağlar ve temel göstergeleri önemsemeksizin bize belirli bir hisse senedini almak veya satmak için doğru zamanı gösterir. Belirli bir hisse senedini satın almanın doğru olup olmayacağını analiz ederken mutlaka o anki piyasa durumunun da iyice analiz edilmesi gerekmektedir.

Yatırımcılar tarafından genellikle borsanın durgun olduğu dönemlerde mali yapısı güçlü ve kar potansiyeli yüksek şirketlerin halka açılabilceği düşünülmektedir. Ancak sermaye piyasaları yönünden gelişmiş ülkelerde borsanın çıkışta olduğu dönemlerde halka açılan şirketlerin güçlü mali yapıya sahip şirketler olduğu gözlenmiştir. Dolayısıyla, sadece mali açıdan güçlü şirketlerin halka açılmak için borsanın tırmanışa geçmesini bekleyecekleri çıkarımı yapılabilmektedir.¹⁵¹

Borsa endeksinin tırmanışta olduğu ve likiditenin yüksek olduğu dönemler şirketler açısından halka açılmada en uygun dönemlerdir. Ancak ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerdeki genellikle etkin olmayan sermaye piyasalarında, alım satımların spekülatif nitelik taşımaları sonucu endekste iniş ve çıkışlar fazla olmakta, halka açılma için doğru zaman tespiti zorlaşmaktadır.¹⁵² Ulusal Ekonomi'deki

¹⁵⁰ Brian E. Young, “Optimal IPO Timing”, Arizona State University, 2007, s. 19.

¹⁵¹ Aziz Karadeniz, “Halka Açılmanın Püf Noktaları”, **Kapital**, Mart 1992, s.4.

¹⁵² *ibid.*, s.5.

herhangi bir gelişme, Türkiye'deki şirketleri bulundukları sektöre ve gelişmenin yapısına göre az veya çok etkileyecektir. Ekonomideki büyüme hızı, işsiz sayısı, enflasyon, faiz oranları, vergi oranlarında olabilecek değişiklikler, olağan üstü halin ilan edilmesi, teşvik politikasındaki değişimler akla ilk gelen örneklerdir. Sektörün veya özel olarak o şirketin ürünlerine talebin azalması şeklinde bir eğilimin olması; sektöre karşı devletin desteğinin olması veya eski desteğinin kalkması; dış pazarlarda rekabetin zorlaşması gibi dış etkenlerin iyice incelenmesi ve zamanlamanın bu etkenleri göz önünde bulundurularak yapılması, İlk halka arzların başarısını büyük ölçüde etkileyecektir. Öyle ki, sektörde ya da ekonominin genelinde istikrar olmaması durumunda; önemli belirsizliklerin kafa karıştırdığı ortamlarda, halka arzların kısa vade performansları düşük çıkabilmektedir.

Zamanlama konusunda bir diğer önemli unsur yatırımcının şirketin içinde faaliyet gösterdiği sektörün durumudur. Yatırımcıların şirketin içinde bulunduğu sektöre karşı tutumları ve genel pazar koşulları halka arzların başarısını etkileyen unsurlardır. Şirket halka arz zamanlamasına karar verirken, yayın organları ve gerekli diğer pazarlama unsurları yoluyla yatırımcının ilgisini yeterli derecede çektiğinden emin olmalıdır.¹⁵³

Büyük ya da potansiyel olarak benzer yatırımcılara hitap eden halka arzları takiben yapılacak başka halka arzın başarı şansı da, gerekli fonların hazır olmaması riski sebebiyle düşük olacaktır. Bu çerçevede, yatırımcı ilişkilerine önem verilmesi, hem halka arz öncesi hem de halka arz sonrası fiyat performansını olumlu

¹⁵³ İ. Ö. Koç, 1998, s.30.

etkileyecektir. Bu noktalarda aracı kurumların geçmiş tecrübeleri önem arz etmektedir.

5 HALKA ARZLARDA YATIRIMCILAR

Tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendiren yatırımcıların beklentisi, şirketlerden aldıkları kar payı ve senetlerin değer kazanmasından sağlayacakları kazançtır. Yatırımcılar, hisse senetlerinin değişen piyasa koşullarından kaynaklanan fiyat hareketlerinden yararlanmak kazanç elde etmek istemektedirler. Bu nedenle hisse senetlerinin gelecekteki fiyat hareketlerini önceden tahminleme risk açısından ve dolayısıyla kazanç ve kayıpların büyüklüğü bakımından yatırımcılar için son derece önemlidir.¹⁵⁴ Ancak, özellikle belirli bir istikrar ve derinliğe kavuşamamış olan piyasalar ekonomik dalgalanmalar ve şoklardan doğrudan etkilenmektedirler. Bu durum yatırımcı açısından riskin yükselmesi anlamına gelmektedir. Ekonomik kırılganlık bu piyasalardaki hisse senetlerinin fiyatlarını bazen olumlu bazen de olumsuz yönde yüksek oranlarda etkileyebilir. Bu süreç hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcıların kazanç ya da kayıplarının oluşmasına yol açar. Ekonominin doğasından kaynaklanan belirsizlik ve risk bu piyasaları doğrudan

¹⁵⁴ Tuncer Özdil, Cengiz Yılmaz, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) Sektör Bazında İşlem Gören Hisse Senetlerinin Alım-Satım Kararlarında En Yüksek Getirili Stratejinin Belirlenmesi”, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F., **Yönetim ve Ekonomi**, 13/2, 2006, Manisa, s. 211.

etkilemekte, hisse senedi fiyatlarının gelecekte ulaşacağı değeri önceden tahminlemeyi zorlaştırmaktadır.¹⁵⁵

Böyle bir ortamda yatırımcılar gözlem, bilgi ve deneyimlerinden faydalanarak bir takım stratejiler geliştirmektedirler. Bu stratejiler oluşturulurken yatırımcıların göz önünde bulundurması gereken çeşitli unsurlar mevcuttur.

İlk halka arzlarda yatırımcılar, şirketin büyüme ve getiri sağlama potansiyelini; şirketin bulunduğu sektörün mevcut durumunu; pazardaki gelişmeleri; sektör ve şirketin fırsat ve risklerini iyi incelemeli ve bu yönde hareket etmelidirler. Ayrıca, Halka arz edilecek şirketin kamuoyu tarafından nasıl algılandığına dikkat edilmelidir. Şirketin ve sahiplerinin kamuoyu tarafından belli ölçülerde tanınır olması ve sağlam, güvenilir olarak algılanmaları, başarılı halka arzlar gerçekleştirmede destekleyici unsurlardır. Ayrıca, şirketin mali gücü, borçluluğu ve devam eden yatırım projelerinin araştırılması faydalı olacaktır.

¹⁵⁵ İbid.

BÖLÜM 3

COCA-COLA İÇECEK A.Ş. ÖRNEK OLAY İNCELEMESİ

Çalışmanın önceki bölümlerinde, teorik olarak halka arzlar hakkında genel bilgiler verilmiş ve halka arzların başarısını etkileyen unsurlar ayrıntılı bir biçimde incelenmiştir. Konunun aydınlatılmasında ve desteklenmesinde literatür geniş bir biçimde taranmış ve konuyu destekleyici bilgilerle halka arzlardaki başarı unsurları irdelenmiştir.

Bu bölümde, sermaye piyasasının gelişmesi, derinleşmesi ve yatırımcı sayısının artması açısından da son derece önemli bir aktör olan halka arzların başarısını etkileyen unsurlar bir örnek olay çalışmasıyla analiz edilmektedir. Bu doğrultuda üçüncü bölümde, Türkiye'nin en büyük sermaye gruplarından biri olan Anadolu Grubu'nun Coca-Cola İçecek A.Ş.'yi halka açma süreci konusunda uygulamalı çalışmalar yapılacak ve bu konudaki çözüm önerileri ortaya konacaktır.

1 ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Çalışmada yöntem olarak örnek olay (case study) tekniği kullanılmıştır. Bu çalışmaya temel teşkil eden veriler, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nin ve Sermaye Piyasası Kurumu (SPK)'nin internet siteleri ile Coca-Cola İçecek

A.Ş.'nin internet sitesinden toplanmıştır. Verilerin bir kısmı ise gazete taraması yoluyla elde edilmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde sayısal verilere sıkça yer verilmiş, bu verilerin çoğunlukla yıllar ve şirketler bazında analizleri yapılmıştır. Sözü geçen analizlerde, kullanılacak verilerin hangi dönem ve alt dönemlere ait olduğu önem arz etmektedir. Bu sebeple, çalışmada Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin halka arz denemelerini gerçekleştirdiği 2004 senesi baz alınmış; genel durumla karşılaştırmak amacıyla son 10 yıllık dönem verilerine de yer verilmiştir. Çalışmada ayrıca Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin başarıyla sonuçlanan üçüncü halka arz girişiminin gerçekleştiği 2006 senesi verilerine de ayrıntılı biçimde yer verilmiş; böylelikle halka arz başarısını etkileyen unsurların açığa çıkması amaçlanmıştır.

Bulguların değerlendirilmesi aşamasında sözü geçen veriler analiz edilerek halka arzdaki başarısızlık nedenleri belirlenmiş; analiz edilen bulgular literatüre dayalı bilgilerle desteklenmeye çalışılmıştır. Bu yönüyle literatür incelemeleri araştırmanın temelini oluşturmaktadır.

2 TEORİK ÇERÇEVE VE LİTERATÜR İNCELEMELERİ

Bu çalışmanın amacı, halka arzlardaki başarısızlık sebeplerini ortaya koymak suretiyle, bir örnek olay çalışmasıyla sağlıklı sermaye piyasalarının gelişimine yardımcı olacak bilgilerin sağlanmasına katkı sağlamaktır. Bu çerçevede, ihraççı

şirketlerin, aracı kuruluşların ve yatırımcıların göz önünde bulundurması gereken hususlar analiz edilmektedir.

Halka arzların başarısını etkileyen unsurlar çalışmada beş ana bölüm altında toplanmıştır. Araştırmada, halka arzları yöneten aracı kuruluşlar, hisse senetlerinin fiyatlandırması, ihraç edilecek hisse senetlerinin pazarlanması, halka açılmanın zamanlaması ve hisse senetlerinin alıcısı durumundaki yatırımcılar, halka arzların başarısını etkileyen en önemli etmenler olarak belirlenmiştir.

Bir şirketin halka açılma prosedüründe belki de en zor karar verme süreci, ihraç edilecek hisse senedinin satış fiyatını belirleme sürecidir. Öyle ki, düşük fiyatlandırma halka açılacak şirketler için bir maliyet unsurudur. Eğer ihraç fiyatı yüksek tutulursa, hisse senedine talep az olmakta, bu da halka arzın başarısız sayılmasına neden olabilmektedir.

Literatürde hisse senetlerinin fiyatlandırılması ve yatırımcı unsuru konularında pek çok çalışma bulunmaktadır. Habib ve Ljungqvist düşük fiyatlamanın bir pazarlama politikası olduğunu ve diğer pazarlama politikalarına göre daha az maliyetli olması nedeniyle ihraççılar tarafından tercih edildiğini savunmaktadır.¹⁵⁶ Baron ise düşük fiyatlama için farklı olarak, aracı temelli bir açıklama öne sürmüştür.¹⁵⁷ Bu teoride, aracıyı gerekli eforu sarfetmeye ikna etmek için, ihraççı açısından düşük fiyatlamaya bir miktar izin vermek en uygun olanıdır. Hughes ve

¹⁵⁶ M. Habib, A. Ljungqvist, 2001, s. 437.

¹⁵⁷ D. P. Baron, 1982, s. 960.

Thakor, ihraççıların, yasal yükümlülüklerini düşürmek için düşük fiyatlama yaptıklarını öne sürmüşlerdir.¹⁵⁸ Buna rağmen, Drake ve Vetsuypens, dava açılan ilk halka arzların daha yüksek düşük fiyatlamaya sahip oldukları ve düşük fiyatlamanın onları dava açılmaktan korumadığı bulgusuna ulaşmışlardır.¹⁵⁹

Halka arzların başarısında önemli bir diğer unsur, halka arzlara aracılık eden kuruluşlar ile hisse senetlerinin pazarlanmasıdır. Merton, yatırım bankacısının pazarlama çabalarının, ilk halka arzla ilgilenen yatırımcı sayısını artırdığı gibi, ilk halka arzın değerini de artırdığını savunmuştur.¹⁶⁰ Cook, Kieschnick ve Van Ness ise, yatırım bankacısının, ilk halka arzların pazarlamasında zannedilenden daha büyük rolü olduğunu savunmuşlardır.¹⁶¹ Çalışmada elde edilen bulgular da pazarlamanın halka arzın başarısını etkilediğini destekler niteliktedir.

3 COCA-COLA İÇECEK A.Ş. HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Coca-Cola'nın Türkiye'deki faaliyetlerini gerçekleştiren Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin ilk halka arz denemelerindeki başarısızlık sebeplerini incelemekten önce, işletme hakkındaki genel bilgileri incelemek faydalı olacaktır. Bu çerçevede

¹⁵⁸ P. J. Hughes, A. V. Thakor, 1992, s. 730.

¹⁵⁹ P. D. Drake, M. R. Vetsuypens, 1993, s. 64-73.

¹⁶⁰ D. O. Cook, R. L. Kieschnick, R. A. Van Ness, 2006, s.4.

¹⁶¹ ibid., s.5.

işletmenin faaliyet alanı, ortaklık yapısı, finansal durumu ve tarihçesi detaylı bir biçimde ele alınmalıdır.

3.1 Coca-Cola İçecek A.ř. 'nin şirket Yapısı

1964 yılında Türkiye pazarına giren Coca-Cola, gazlı alkolsüz içecek pazarında Coca Cola, Coca-Cola light, Fanta, Sprite, Sen Sun, Schweppes lider konumdadır. Coca-Cola İçecek A.ř. 'nin (CCİ) faaliyeti esas olarak The Coca-Cola Company (TCCC) markalarından oluşan gazlı ve gazsız alkolsüz içeceklerin üretim, satış ve dağıtımından oluşmaktadır.

CCİ Gazlı İçecek ve giderek genişleyen bir Gazsız İçecek ailesi de dahil olmak üzere, belirli pazarlara zengin bir içecek yelpazesi sunmaktadır. CCİ řu anda Türkiye, Kazakistan, Azerbaycan, Ürdün ve Kırgızistan'da TCCC markalarının tek şişeleycisi konumundadır. Ayrıca CCİ'nin Türkmenistan'daki Coca-Cola şişeleme şirketinde %33,3 payı bulunmaktadır.³⁶

Coca- Cola İçecek A.ř. nin özet finansal tablosu halka arzlar denemelerinin gerçekleştiğı yıllar az alınarak aşağıda sunulmuştur:

Tablo 1: Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin Özet Finansal Tablosu¹⁶²

Özet Finansallar (Konsolide - UFRS - 000 YTL)	2004	2005	2006
Satış Hacmi (milyon ünite kasa)	275,4	317,6	423,9
Satışlar	1.079.356	1.190.399	1.667.171
Esas Faaliyet Karı	74.446	116.622	174.437
Esas Faaliyet Kar Marjı	6,9%	9,8%	10,5%
FAVÖK	148.254	193.464	266.618
FAVÖK Marjı	13,7%	16,3%	16,0%
Net Kar*	23.699	79.648	90.611
Net Kar Marjı	2,2%	6,7%	5,4%
HBK (YTL)	0,0011	0,0035	0,0035
Toplam Özsermaye	542.701	733.346	878.630
Toplam Varlıklar	741.038	1.234.196	1.471.422
Net Borç	28.634	291.476	322.114

*Azınlık payı öncesi

Özet Finansallar (Konsolide - SPK - 000 YTL)	2004	2005	2006	2007
Satış Hacmi (milyon ünite kasa)	275,4	317,6	423,9	480,3
Satışlar	1.032.482	1.183.878	1.667.171	1.925.906
Esas Faaliyet Karı	68.263	113.568	176.507	242.384
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı</i>	6,6%	9,6%	10,6%	12,6%
FAVÖK	141.815	186.466	266.004	340.273
<i>FAVÖK Marjı</i>	13,7%	15,8%	16,0%	17,7%
Net Kar	22.670	87.282	86.707	153.665
<i>Net Kar Marjı</i>	2,2%	7,4%	5,2%	8,0%
HBK (Tam YTL)	0,0011	0,0038	0,0035	0,006
Toplam Özsermaye	519.132	666.248	848.741	910.999
Toplam Varlıklar	709.677	1.215.894	1.458.215	1.677.055
Net Borç	27.389	291.476	322.114	360.019

CCİ'nin konsolide satış hacmi incelendiğinde, ünite kasa bazında satış hacmi 2007 yılının ikinci çeyreğinde 2006 yılının ikinci çeyreğine göre %13.6 artışla 138.1 milyon ünite kasaya (784.1 milyon litre) yükselmiştir. Satış hacmi 2007 yılının ilk

¹⁶² http://www.cci.com.tr/assets/files/ozettablo_tr.pdf, Erişim Tarihi: 28.08.2007

yarısında 2006 yılının ilk yarısına göre %12.2 artışla 217.9 milyon ünite kasaya (1,237.2 milyon litre) yükselmiştir. Türkiye ve uluslararası operasyonlarda sağlanan sırasıyla %9.1 ve %28.2'lik satış hacmi büyümeleri konsolide bazda bu yüksek artışa ulaşılmasını sağlamıştır.¹⁶³

3.1.1 Satış Hacmi

CCI'nin satış hacmi incelendiğinde, faaliyet gösterilen tüm pazarlarda satış hacimlerinde yüksek büyüme gerçekleştiği görülmektedir. 2007 yılının ikinci çeyreğinde CCI'nin satış hacmi 2006 yılının ikinci çeyreğine göre %12.1 artışla 110.4 milyon ünite kasaya (626.9 milyon litre) yükselmiş; satış hacmi 2007 yılının ilk yarısında %9.1 büyüyerek 174.5 milyon ünite kasaya (990.8 milyon litre) yükselmiştir.

2007 yılının ilk çeyreğinde Türkiye pazarına sunulan 1.5L PET şişede Coca-Cola ve Fanta ile Damla'ya (PET ve Damacana) ek olarak ikinci çeyrekte de 330ml PET şişede Nestea buzlu çay ile 330ml Powerade sporcu içeceği, 450ml PET şişede Coca-Cola ile Coca-Cola light, Fanta Mango-Portakal ve Nestea Cool gibi yeni paketler de CCI'nin performansına katkıda bulunmuştur.¹⁶⁴

¹⁶³ http://www.cci.com.tr/uploads/documents_d/2C2007%20satis%20hacmi.pdf,

Erişim Tarihi: 26.08.2007.

¹⁶⁴ ibid.

CCİ'nin uluslararası operasyonlar satış hacmi incelendiğinde, 2007 yılının ikinci çeyreğinde CCİ'nin satış hacmi 2006 yılının ikinci çeyreğine göre %21.4 artışla 28.0 milyon ünite kasaya (159.0 milyon litre) yükseldiği görülmektedir. Satış hacmi 2007 yılının ilk yarısında ise %28.2 artışla 43.7 milyon ünite kasaya (248.1 milyon litre) yükselmiştir.¹⁶⁵

3.1.2 Ortaklık Yapısı

Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin mevcut ortaklık yapısı incelendiğinde, şirketin %50,3'ini Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş. ve iştirakleri, %20,1'ini The Coca-Cola Export Corporation, %5,0'ini Özgörkey Holding A.Ş. ve %24,6'ini ise halka açık kısım oluşturduğu görülmektedir. Tablo 2'de Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin mevcut ortaklık yapısını daha basit bir biçimde görmek mümkündür.

¹⁶⁵ ibid.

Tablo 2: Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin Mevcut Ortaklık Yapısı¹⁶⁶

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.ve İştirakleri	%50,3
The Coca-Cola Export Corporation	%20,1
Özgörkey Holding	%5,0
Halka Açık Kısım	%24,6
TOPLAM	%100,00

3.2 Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin Tarihçesi

1964 senesinde, The Coca-Cola Company (TCCC) ürünlerinin ilk şişeleme ve dağıtımını yapmak üzere ilk franchise İstanbul'da İMSA'ya (Has Grubu) verilmiştir. 1968 senesinde İMBAT'a İzmir için (Özgörkey Grubu) şişeleme yetkisi verilmiş, aynı sene İMSA'ya Adana ve çevresi için vekalet verilmiştir. 1971 senesinde, İMBAT'a önce Antalya ve çevresi için, daha sonra da Bursa ve çevresi için şişeleme yetkisi verilmiştir. 1973 senesinde HAS grubu ANSAN'ı kurmuş, 1975 senesinde de ANSAN'a Ankara ve Karadeniz bölgesi franchise hakları verilmiştir. 1977 senesinde, Özgörkey Grubu tarafından ÖZPA, 1984 senesinde ise ÖZDAĞ kurulmuştur. 1988 senesinde, TCCC Atlantic Industry aracılığıyla ANSAN ve Meda'nın %88'ni satın almıştır. 2000 senesinde, ANSAN ve İMBAT MAKSAN altında birleşmiştir. MAKSAN'ın yeni adı Coca-Cola İçecek Üretim A.Ş. olmuştur. MEDA, ÖZ-PA ve ÖZDAĞ MEPA altında birleşmiş, MEPA'nın yeni adı Coca-Cola

¹⁶⁶ <http://www.cci.com.tr/tr/index.asp>, Erişim Tarihi: 20.07.2007.

Satış ve Dağıtım A.Ş. olmuştur. 2002 senesinde, Coca-Cola İçecek Üretim A.Ş.'nin yeni adı Coca-Cola İçecek A.Ş. olmuş; Coca-Cola İçecek A.Ş., Coca-Cola Satış ve Dağıtım A.Ş.'nin tüm hisselerini satın almıştır.

4 COCA-COLA İÇECEK A.Ş.' NİN HALKA ARZ SÜRECİ

Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin, Kasım 2004 tarihinde gerçekleştirdiği 900 milyon dolarlık değerle halka açılma girişimi, talep yetersizliği sebebiyle son anda iptal edilmiştir. 2004 yılında halka arzda bir erteleme, ardından bir de iptal yaşayarak iki kez halka açılma girişiminden geri dönen Coca-Cola İçecek (CCİ), üçüncü denemesinde farklı bir yapıyla halka açılma girişiminde başarıya ulaşmıştır.

CCİ 'nin halka arzı ilk olarak Haziran 2004'te planlanmış ancak daha sonra ileri bir tarihe ertelenmiştir. Ardından şirketin 75.48 trilyon lira nominal değerli hissesinin halka arzı için 3-5 Kasım 2004'te talep toplanmış, fakat talep yetersizliği nedeniyle bu halka arz iptal edilmiştir. CCİ'nin iptal edilen halka arzında şirket değeri 720-851 milyon dolar aralığında, fiyat aralığı ise 4.8-5.65 YTL olarak tespit edilmiştir. CCİ, 2004 yılında 275 milyon ünite kasa (1,6 milyar litre) olan konsolide satış hacmini yüzde 15,3 arttırarak 2005 yılında 318 milyon ünite (1,8 milyar litre) kasaya çıkartmıştır. 2004 yılında 1.033 milyar YTL olan konsolide cirosunu ise, yüzde 14,7 oranında arttırarak 2005 yılında 1.184 milyar YTL 'ye yükseltmiştir.

Kasım 2004'te, ek satış hakkı hariç yüzde 30.8 hissesini halka açmayı planlayan Coca Cola İçecek'in (CCİ) halka arz denemesi, 3-5 Kasım tarihleri arasında 4.800-5.650 liralık fiyat aralığında talep toplama yöntemiyle başlatılmıştır. The Coca-Cola Export Corp., E. Özgörkey A.Ş. ve Etap İçecek'in 54.1 trilyon lira değerli ortak satışının yanı sıra 21.3 trilyon lira sermaye artırımını ile yapılması ve halka arzdan 362.3 ile 426.4 trilyon lira arasında kaynak sağlanması; yoğun talep gelmesi halinde ise 6.2 trilyon lira ek satışın yapılması öngörülmüştür. Halka arzda hisselerin yüzde 60'ı yurtdışı, yüzde 40'ı ise yurtiçi yatırımcılara satılması planlanmıştır. İlk halka arz girişiminin ardından, Anadolu Grubu şirketlerinden Alternatif Yatırım Ortaklığı yüzde 13,10, Yazıcılar Holding yüzde 8,52 ve Alternatifbank yüzde 7,53 değer kaybetmiştir. Coca-Cola İçecek'in arzını gerçekleştirecek İş Yatırım'daki gerileme ise yüzde 8,20 olmuştur.

CCİ'nin bu ikinci halka arz girişimi, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin liderliğinde gerçekleşmiştir. Halka arzda fiyat aralığı 6,00-7,50 YTL olarak belirlenirken, halka arz edilecek hisse senetlerinin nominal değeri 50 milyon 322 bin 321 YTL olmuştur. Satışta bulunan ortaklar ve CCİ, halka arz sonrasında, 6 ay süreyle hisse satışı yapmama taahhüdünde bulunmuşlardır.

CCİ'nin Kasım 2004'te gerçekleştirdiği halka arz girişiminin başarısızlıkla sonuçlanmasının ardından, yurt içi ve yurt dışından gelen toplam talebin, halka arzı karşılayacak düzeyde gerçekleştiği ancak, toplanan talep miktarının halka arzdan sonra Borsa'da fiyat istikrarını sağlayacak düzeyde olmadığı öngörülerek, özellikle küçük yatırımcıyı korumak amacıyla halka arzın ertelenmesine karar verildiği

açıklanmıştır. Müthiş bir kampanyayla duyurulan 75 trilyon nominal değerli halka arz bir şekilde yeniden ertelenen bu ikinci denemede, hisse fiyatlarının istikrarı için 500 milyon dolar bekleyen CCI'ye, 26 bin yatırımcıdan 260 milyon dolarlık talep gelmiştir.

CCI'in erteleme kararında, özellikle yabancı yatırımcıdan gelen talebin yetersiz kalması etkili olmuştur. Anadolu Grubu şirketlerinin hisseleri düşerken borsa da olumsuz etkilenmiştir. Coca-Cola İçecek A.Ş. Başkanı Tuncay Özilhan, halka arzın küçük yatırımcı zarar görmesin diye ertelendiğini belirtmiş ve düşük talebin fiyatı olumsuz etkilemesi sonucu yatırımcının zarar görmesinden çekinildiğini ve Polonya'daki halka arzın yabancılara ilgisi açısından zamansız olduğunu ifade etmiştir.

Üçüncü halka arz girişiminde başarıyı yakalayan CCI, hem Türkiye piyasası, hem de CCI'nin yurt dışındaki faaliyet alanının sunduğu önemli fırsatlar açısından çok daha farklı, çok daha olumlu bir tablo olduğu görülmektedir. CCI, 12 Mayıs 2006 tarihinde mevcut pay satışı yöntemiyle halka açılmıştır. Halka arz olunan hisse senetlerinin nominal tutarı 57.857.545 YTL olurken; satış fiyatı 7,25 YTL, satış hasılatı ise 419.467.201 YTL şeklinde gerçekleşmiştir.¹⁶⁷

Global arz, 365 milyon YTL değerinde ve CCI'nin sermayesinin yaklaşık %20'sini temsil eden 5.032.232.100 adet C grubu hisseyi kapsamıştır. Bu C grubu hisseler, CCI'nin mevcut üç hissedarı tarafından satışa sunulmuştur: The Coca-Cola

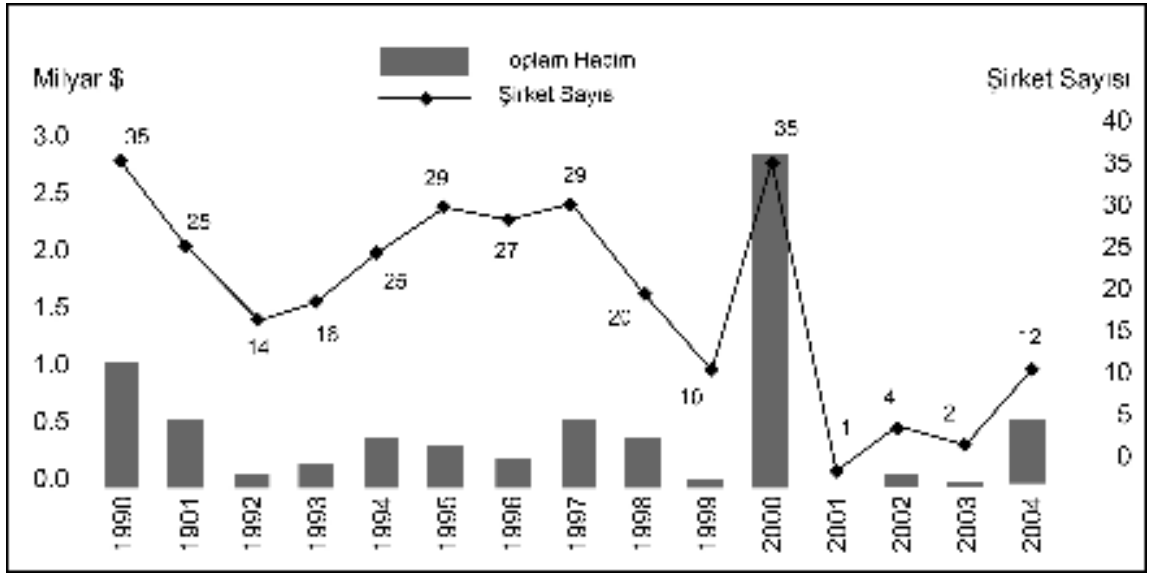
¹⁶⁷ <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=20>, Erişim Tarihi: 01.08.2008.

Export Corporation, Özgörkey Holding A.Ş. ve Coca-Cola Satış ve Dağıtım A.Ş. (CCSD). Global arzın %32'si Türkiye'deki kurumsal ve bireysel yatırımcılara, kalan %68'lik kısım ise uluslararası kurumsal yatırımcılara arz edilmiştir. Credit Suisse'in global koordinatör olduğu halka arzda, CA IB ve Lehman Brothers eş lider, İş Yatırım ise Türkiye'deki konsorsiyum lideri olarak görev almıştır.

5 TÜRKİYE'DE SON SENELERDE GERÇEKLEŞEN HALKA ARZLARA GENEL BİR BAKIŞ

Ülkemizde son senelerde gerçekleşen halka arzlar incelendiğinde, 1997-2004 döneminde yapılan halka açılmalardan 3,8 katrilyon TL civarında gelir sağlandığı görülmektedir. Bu dönemde halka açılan şirket sayısı 97 olmakla birlikte, bunların 14'ü portföyden satış, 61'i sermaye artırımı, 22'si ise her iki yöntemi de kullanmayı tercih etmiştir. Sermaye artırımı yöntemiyle halka açılmaların artmasının, portföyden satış yöntemine göre, halka arz edilen şirketlerin mali yapıları yönünden daha olumlu sonuç vermesi beklenmektedir. Öyle ki, sermaye artırımı yoluyla halka arzlarda fon doğrudan şirkete girerken, mali yapı da güçlenmektedir.¹⁶⁸ 1990-2004 seneleri arasında Türkiye'de gerçekleşen birincil halka arzların analizi, ülkemizdeki halka arzların seyrini gözlemleyebilmek açısından faydalı olacaktır. Grafik-1'de 1990 senesinden, Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin ilk halka arz denemesini gerçekleştirdiği 2004 senesine kadar, Türkiye'de gerçekleşen birincil halka arzlar sergilenmektedir.

¹⁶⁸ S. Akbulak, Y. Akbulak, 2005, s.11.



Grafik 1: 1990-2004 Dönemi Türkiye’de Gerçekleşen Birincil Halka Arzlar¹⁶⁹

2000 ve 2001 yıllarında yaşanan finansal krizlerden sonra halka arz sayısında büyük bir düşüş yaşandığı gözlenmektedir. 2001-2003 döneminde sadece 7 adet birincil halka arz gerçekleşirken daha sonraki dönemlerde yeniden hızlanma göze çarpmaktadır. Ancak aynı zamanda piyasalarda, halka arz edilen hisse senetlerinin başarısız bir performans sergilediği görüşü hakim olmaya başlamıştır.

Şirketlerin birincil halka arzlarının 2002-2007 seneleri arasında, yıllar itibariyle gelişimi Tablo-3’te sunulmaktadır.

¹⁶⁹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), “Türkiye Sermaye Piyasası 2004: Sermaye Piyasasında Gelişmeler, Yatırımcı Analizi, Aracı Kuruluşlar”, İstanbul, 2005, s. 49.

Tablo 3: Şirketlerin Halka Açılmalarının (Birincil Halka Arzlarının) Yıllar İtibariyle Gelişimi¹⁷⁰

Yıllar	Şirket Sayısı	Halka Arz Yöntemi				Tutar (Bin YTL)	Tutar (Bin ABD Doları)
		Tedrici Kuruluş	Sermaye Artırımı	Ortak Satışı	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı		
2002	4	-	2	2	-	76,618.45	56,467.36
2003	2	-	2	-	-	18,395.34	11,252.27
2004	12	-	3	3	6	713,936.04	482,575.19
2005	9	-	2	5	2	2,362,053.08	1,743,964.26
2006	15	-	3	7	5	1,239,651.97	930,501.52
2007	9	-	2	3	4	4,364,058.98	3,298,307.17
Toplam	51	-	14	20	17	8,774,713.86	6,523,067.77

Tablo-3'te görüldüğü üzere, 2002 yılından bu yana halka açılmış olan 51 şirket tarafından yaratılan toplam kaynak girişi tutarı yaklaşık 8.8 milyar YTL düzeyinde olup, söz konusu tutarın yaklaşık % 91'i 2005 ve sonrasında gerçekleşen 33 şirket halka açılmasında yaratılmıştır.

2006 yılında halka açılarak borsa şirketi statüsüne kavuşan 15 şirketin yaratmış olduğu 1.2 milyar YTL toplam kaynak girişine karşılık; 2007 yılında halka açılan 9 şirket, toplam 4.3 milyar YTL kaynak girişi sağlamıştır. Önceki yıla göre

¹⁷⁰ Semaye Piyasalarında Gelişmeler Raporu, 2008, s.20.

halka açılan şirket sayısında % 40 oranında düşüş meydana gelmiş olmakla birlikte, sağlanan kaynak girişi önceki yılda yaratılan kaynak girişi tutarının 3.5 katını aşmıştır.

2007 yılında yapılan 9 halka açılmanın 2'si sermaye artırım, 3'ü ortak satışı (mevcut payların satışı), 4'ü de her iki yöntemin birlikte kullanılması suretiyle gerçekleştirilmiştir. 2002-2007 döneminde yapılan toplam 51 halka açılma açısından bakıldığında ise, 14 halka açılmada sermaye artırım, 20 halka açılmada ortak satışı ve 17 halka açılmada da her iki yöntemin birlikte kullanımının tercih edildiği görülmektedir.

CCİ'nin halka arz denemesi bir kez ertelenmiş ve bir kez iptal olmuştur. Burada dikkati çeken en önemli konulardan biri bu halka arzın underwriting, yani satış garantisi olmasına karşılık, iptal edilmesi olmuştur. Bu çerçevede, 2004 yılı halka arzları hem greenshoe yani halka arz sonrası borsa desteği mekanizmasını anlamsız kılmış, hem de underwriting mekanizmasının iyi işlemediğini ortaya koymuştur.

Coca-Cola İçecek A.Ş' nin ilk halka arz denemesini analiz etmek açısından 2004 senesinde gerçekleşen halka arzları incelemek ve o dönemde halka açılan şirketlerin borsa performansını analiz etmek şüphesiz faydalı olacaktır. 2004 senesinde, halka arz edilen hisse senetlerinin çoğunun performansının borsanın bir hayli altında olduğu ve şirketlerin halka arz fiyatlarını yüksek tuttukları gözlemlenmektedir. Oysa hisse senedi satın alanlar şirketin piyasa değerinin

artmasını ve hisse senedi fiyatlarının yükselmesini ummaktadırlar. Ancak hisse senedi fiyatlarının gerçek değerinin üzerinde belirlenmesi, pay satın alanların daha başında kaybetmelerini doğurmaktadır. Bu yönüyle hisse senedi satın alanlar, 2004 senesinde büyük değer kaybına uğramışlardır.

Yüksek fiyatlama beraberinde iki etik sorunu doğurmaktadır. Bunlardan ilki, yüksek fiyatlama sonucu pay satın alanlara karşı olmuştur. Diğer etik sorun ise sermaye piyasasında güveni sarsma, gelecek halka arzların önünü kesme ve borsayı kötü etkileme şeklindedir. Şirket sahipleri elbette hisselerini yüksek fiyattan satmak istemektedirler. Bu noktada gerçek fiyatı belirlemek aracı kuruluşların görevidir.

CCİ'nin halka arzının iki kez ertelenmesinin 2004 senesine denk düşmesi sebebiyle, bu senedeki halka arzların incelenmesinin faydalı olacağı düşünülmüştür. Tablo 4'de, Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin halka arzının iptal edildiği tarih olması nedeniyle, 8 Kasım tarihi baz alınarak, 2004 yılı halka arzları ile yine aynı tarihteki endeksin 8 Kasım'a göre getirileri karşılaştırılmıştır.

Tablo 4: 2004 Yılı Halka Arzları İle Yine Aynı Tarihteki Endeksin 8 Kasım'a Göre Getirileri¹⁷¹

2004'teki Halka Arzlar	İlk İşlem Tarihi	Halka Arz Fiyatı TL	Halka Arz Sonrası		8 Kasım Fiyatı TL	Getiri %	Hisselerin İlk İşlem Tarihinde İMKB-100	8 Kasım'da Endeksin Artışı %
			En Yüksek Fiyat	En Düşük Fiyat				
Fenerbahçe	20 Şubat	10.052	16.552	10.119	11.000	9,40	18.603	21,50
İnfo Menkul	4 Mart	1.160	2.370	1.200	1.400	20,70	19.015	18,90
Desa Deri	6 Mayıs	1.692	2.070	1.340	1.350	-20,20	17.624	28,30
Burçelik V.	17 Mayıs	1.850	2.040	1.390	1.630	-11,90	15.922	42,00
Türk Traktör	11 Haziran	8.000	8.400	6.150	7.000	-12,50	17.664	28,00
Doğuş Oto	17 Haziran	6.750	6.800	4.180	4.520	-33,00	16.901	33,80
İndeks Bilg.	24 Haziran	4.500	4.950	3.360	4.400	-2,20	16.888	33,90
Şeker F. Kir.	23 Temmuz	1.400	1.460	1.060	1.320	-5,70	18.904	19,60
Plastikkart	19 Ağustos	3.200	5.350	2.975	4.600	43,80	19.187	17,80
Deniz Bank	1 Ekim	2.875	3.180	2.840	2.980	3,70	21.722	4,10
AFM	19 Ekim	14.500	14.500	10.500	11.600	-20	22.550	0,20
İş Girişim	22 Ekim	3.800	4.180	3.460	3.720	-2,10	22.243	1,60

Tablonun geneli incelendiğinde, İMKB-100 Endeksi'ni sadece iki hisse senedinin geçtiği, ikisinin getirisinin endeksin altında kaldığı, 8'inin ise zarar ettiği

¹⁷¹ <http://arsiv.sabah.com.tr/2004/11/12/yildirim.html#>, Erişim Tarihi: 30.11.2006

görülmektedir. Bu çerçevede, hisse senedi alacak yatırımcıların borsadan almalarının daha karlı olabileceği sonucu çıkmaktadır.

6 COCA-COLA İÇECEK A.Ş.' NİN İLK HALKA ARZINDAKİ BAŞARISIZLIK NEDENLERİ

Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin ilk halka arz denemesindeki başarısızlığı çeşitli sebeplere dayanmakla birlikte; ana unsurlar fiyatlandırma, aracı kuruluşlar, zamanlama, yatırımcılar ve pazarlama şeklinde sıralanabilir.

6.1 Fiyatlandırma

İlk halka arzlarda fiyat ne kadar doğru tespit edilebilirse, hisse senedinin ikincil piyasadaki başarısı da o kadar yüksek ve istikrarlı olacaktır. Bu açıdan, piyasalardaki güven ve hisse performansı öncelikle birincil halka arzların başarısına bağlıdır. Halka arzların başarısını etkileyen en önemli unsurlardan biri ise şüphesiz doğru fiyatlamadır. Dolayısıyla hisse senedinin değerlendirme aşaması büyük önem arz etmektedir.

Bir şirketin hisse senetlerini halka arz etme yoluyla finansman sağlaması, ancak uygun zamanda doğru bir fiyatlamayla mümkün olabilir. Düşük fiyatlandırılan bir hisse senedi yatırımcıların ilgisini çekebileceği gibi, düşük fiyatlandırmanın yüksek oranda yapılması şirketin potansiyel kazancından kaybı olarak ortaya

çıkacaktır. Yüksek fiyatlandırılan hisse senedi ise yatırımcısını zarar uğratabilecek fakat şirkete ilave bir kazanç sağlayacaktır. Buna karşın firmanın gelecek dönemlerdeki halka arzlarının olumsuz etkilenmesine neden olabilecektir.

Halka arz olunan hisse senetlerinin fiyatlanmasında öncelikle üç aktörün rolü büyüktür. Bunlardan ilki halka arzı gerçekleştiren ihraççı firmadır. Tipik bir halka arzda ihraççı firma genelde firmaya nakit akımlarını maksimize edecek en yüksek fiyattan hisse senetlerini satmak ister. İkinci aktör, yatırımcılardır. Yatırımcıların temel beklentisi kısa sürede yüksek kazanç sağlayan düşük fiyatlanmış hisse senetlerine yatırım yapabilmektir. Üçüncü ve son aktör ise aracı kurumlardır.

İhraççı firma ile yatırımcılar arasında aracılık rolünü üstlenen bu kurumların genelde düştükleri bir ikilem vardır; halka arzı yüklenen veya arza aracılık eden bir aracı kurum, halka arz fiyatını çok düşük belirlediğinde, ikincil piyasada hisse senetlerinin işlem görmesiyle hisse senedi fiyatında hissedilir bir yükselme olacak ve bu durum ihraççı firmanın potansiyel kazancını kayba dönüştürecektir. İstenmeyen sonuç ise aracı kurumun bir sonraki halka arzlarda diğer ihraççı firmalar tarafından tercih edilmemesi dolayısıyla müşteri kaybı olacaktır. İhraççı tarafından başarısız ancak yatırımcı tarafından başarılı sayılan bu tür halka arzlarda aslında amaç her iki tarafı da memnun etmek olacağına göre halka arzda belirlenen fiyatın önemi çok büyüktür.

Diğer yandan, aracı kurumun halka arz fiyatını yüksek belirlediği durumlarda, öncelikle yatırımcılar yeni hisseleri almaktan kaçınacak, bu da ihraç sonrası gereksiz

fiyat istikrar çabasına neden olacaktır. Yüksek fiyatlamamanın diğer bir sonucu ise ikincil piyasada hisse senetlerinin işlem görmesinin ardından fiyatta hissedilir bir düşüşün hisse senedini alan yatırımcılarda parasal kayba sebep olmasıdır.

Halka arzlarda doğru fiyatlandırma, doğru dağıtım ve halka açılacak olan şirketin iyi bir hikayesi olmalıdır. Bir şirketin halka açılma prosedüründe belki de en zor karar verme süreci, ihraç edilecek hisse senedinin satış fiyatını belirleme sürecidir. Öyle ki, düşük fiyatlandırma halka açılacak şirketler için bir maliyet unsurudur. Eğer ihraç fiyatı yüksek tutulursa, hisse senedine talep az olmakta, bu da halka arzın başarısız sayılmasına neden olabilmektedir. Bunun aksine, ihraç fiyatının çok düşük tutulması durumunda, bu seferde şirket elindeki potansiyel bir kazançtan faydalanamamış olmaktadır. Bu nedenle, ihraç fiyatının doğru olarak hesaplanması, halka açılacak şirket açısından son derece önemlidir.

Geçmişe bakıldığında halka açılmaların en yoğun olduğu dönemin borsa endeksinin en yüksek olduğu dönemler olduğunu görülmektedir. Halka arzların olabilmesi için, piyasa koşullarının iyi olması gerekmektedir. Bu da ancak fiyatlar yükseldiğinde söz konusu olabilmektedir. Bir başka deyişle halka arzlar, fiyatların yükseldiği dönemlerde yapılmış olmaktadır. Bir diğer yandan, borsada kazanç ancak düşük fiyattan alınırsa olabilmektedir. Bu açıdan incelendiğinde, yatırımcının çıkarı düşük fiyattan almak, şirket sahiplerinin çıkarı ise yüksek fiyattan satmaktır. Bu iki fiyat arasında denge oluşturmak ve arayı bulmak ise aracıya düşmektedir. Ancak son dönemde gerçekleşen ya da gerçekleşmesi beklenen halka arzlar, bu alanda bir aksama olduğunu göstermektedir.

Coca-Cola İçecek A.Ş' nin ilk halka arzındaki başarısızlık sebepleri incelendiğinde, CCI' nin halka arzının başarısız olmasının ardında iki ana sebep göze çarpmaktadır. Bunlardan ilki ve en önemlisi şirkete gerçek değerinin üzerinde fiyat biçilmesi; ikincisi ise kötü pazarlama olarak karşımıza çıkmaktadır.

Öncelikle CCI' nin başarısızlıkla sonuçlanan ilk halka arz denemelerinde, fiyatlandırma konusunda bir takım yanlış kararlar verildiği gözlenmektedir. CCI' nin halka arzı ilk olarak Haziran 2004'te planlanmış ancak daha sonra ileri bir tarihe ertelenmiştir. Ardından şirketin 75.48 trilyon lira nominal değerli hissesinin halka arzı için 3-5 Kasım 2004'te talep toplanmış, fakat talep yetersizliği nedeniyle bu halka arz iptal edilmiştir. CCI'nin iptal edilen halka arzında şirket değeri 720-851 milyon dolar aralığında, fiyat aralığı ise 4.8-5.65 YTL olarak tespit edilmiştir. Üçüncü halka arz girişiminde başarıyı yakalayan CCI, 12 Mayıs 2006 tarihinde mevcut pay satışı yöntemiyle halka açılmıştır. Halka arz olunan hisse senetlerinin nominal tutarı 57.857.545 YTL olurken; satış fiyatı 7,25 YTL, satış hasılatı ise 419.467.201 YTL şeklinde gerçekleşmiştir.¹⁷²

CCI yetkilileri yaptığı açıklamalarda, başarısızlıkla sonuçlanan ilk iki halka arz girişiminin geri çekilmesinde, yeterli talebin toplanamaması sebebiyle yatırımcının korunmasının amaçlandığını belirtmişlerdir. Halka arzın geri çekilmesinde, yeterli talebin toplanamamasının yanı sıra ikincil piyasada oluşacak

¹⁷² <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=20>, Erişim Tarihi: 01.08.2008.

fiyat istikrarı da göz önünde bulundurulmuştur. Bu talebin gelmemesinin, halka arzın ertelenmesi üzerinde etkisi büyüktür.

Ancak yatırımcıyı korumak, arzdan önce düşünülmesi gereken bir olgudur. Fiyatın belirlenmesinde, hissedarların ihtirasları değil, şirketin gerçek değeri göz önünde tutmalıdır. Hisse senedi satın alanların tek bekleyişleri, şirketin piyasa değerinin artması ve bunun sonucunda da hisse senedi fiyatlarının yükselmesi olmaktadır. Bu nedenle, halka arzda hisse senedi fiyatının gerçek değerinin üzerinde belirlenmesi, hisse senedi satın alanların daha işin başında kaybetmeleri anlamına gelmektedir.

CCİ'nin halka arzının iptalinde kötü yapılmış değerlendirmenin rolü büyüktür. Talebin, halka arzı gerçekleştirenleri tatmin edecek düzeyde gerçekleşmemiş olmasında yüksek belirlenen değerin rolü büyüktür.

CCİ'nin ilk halka arzının başarısızlığında ikinci önemli etken ise kötü pazarlamadır. CCİ'nin hisselerini satmaya talip olan kurumların, şirketin hissedarların talep ettiği değerden satılamayacağını bilmeleri ve onları fiyatı aşağı çekmeye ikna etmeleri daha faydalı sonuçlar doğurabilirdi. Bu konuya daha sonra ayrıntılı bir biçimde değinilecektir.

6.2 Aracı Kuruluşlar

Halka açılma kararı alan şirketlerin bir sonraki adımda yapmaları gereken, aracı kurumların seçimidir. Aracı kurumlar halka ilk kez ihraçlarda çok önemli rol oynarlar ve halka arzların başarısında aracılardan rolü oldukça büyüktür. Başarılı bir halka arz gerçekleştirebilmek için aracı kuruluşlarda bir takım özelliklerin bulunması gerekmektedir.

Özellikle çok büyük ihraçlarda prestiji yüksek, deneyimli ve finansal kaynakları güçlü olan aracı kurumlar tercih edilmektedir. Firmalar bu derece önemli role sahip aracı kurumlarda bazı özellikler aramaktadırlar. Bu çerçevede aracı kurumun, başarılı bir halka arzı gerçekleştirecek ölçüde nitelikli ve deneyimli uzman kadroya sahip olması, yeterli deneyime sahip olması, piyasada iyi tanınmış olması ve mali kaynaklarının güçlü olması beklenir.

Öncelikle, bir halka arzın başarısına, ihraç edilen menkul kıymetin fiyatının doğru olarak tespit edilmesi göz önünde bulundurularak karar verilmektedir. Bu çerçevede sözü edilen başarı, underwriting firmasının aynı sektörde veya ihraççı şirket ile aynı özelliklere sahip başka şirketlerin halka açılmalarında kazandıkları deneyime bağlı olmaktadır.¹⁷³

Halka arzların başarısı için aracı kuruluşlarda bulunması gereken bir diğer özellik aracı kuruluşun tanınmışlık ve itibar düzeyidir. Yatırımcılar daha önce

¹⁷³ Martin Weiss, **Going Public: How to Make Your Initial Stock Offering Successful**, 1st Edition, Liberty Hall Press, 1990, s.16.

bilinmeyen bir hisse senedini seçerken, satışa arıcılık eden aracı kuruluşların tanınmışlık derecesini ve itibarını göz önünde bulundurmaktadır. Bu doğrultuda ihraççı şirketin, aracı kuruluşun seçiminde tanınmışlık düzeyini göz önünde bulundurması önem taşımaktadır.¹⁷⁴

Sermaye piyasaları ekonomik kalkınmanın temelini oluşturan, sermayenin tabana yayılmasının yanı sıra özelleştirme çabalarının hayata geçirilebilmesi, katılımcıların düşük maliyetle işlem yapabilmeleri ve yatırımların kolaylıkla likidite edilmesi iyi çalışan borsanın sayesinde olmakta, bu ise iyi örgütlenen aracı kurumlarca gerçekleştirilmektedir.¹⁷⁵

Başarılı bir aracı kuruluşun ayrıca, piyasayı iyi okuyabilme yeteneğine sahip olması ve gerektiğinde geri çekilme kararını verebilme yetisine sahip olması beklenir. Aracı kuruluş, satışı garanti eden, piyasayı okuyan ve müşteri bu şirketi bu fiyattan alır demesi gerektirir. Daha önce de belirtildiği gibi, yatırımcının çıkarı düşük fiyattan almak, şirket sahiplerinin çıkarı ise yüksek fiyattan satmaktır. Bu iki fiyat arasında denge oluşturmak ve arayı bulmak ise aracıya düşmektedir. Oysa, 2004

¹⁷⁴ James W. Hendersen, **Obtaining Venture Financing**, Massachusetts Toronto, D.C. Heath and Company, 1988, s.301.

¹⁷⁵ L. Gündüz, C. Yılmaz, M.K. Yılmaz, “Türkiye’deki Aracı Kurumların Performans Analizi (1993-1998): Kantitatif Bir Değerlendirme”, Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Cilt:1, Sayı:3, Mart 2001, s.2.

senesinde gerekleŖen halka arzların çoğu gstermiŖtir ki, aracılar baŖarılı halka arzların yapılabilmesi için gerekli beceriyi gsterememiŖ, halka açılmak isteyen Ŗirket kendine ne fiyat biiyorsa aracı kurum onay vermiŖtir.

CCI'nin halka ilk arzında, yurtiçinde İŖ Yatırım, yurtdiŖında Citibank liderliği stlenmiŖtir. Öte yandan, talep azlığında problemin içerden değil yurtdiŖından kaynaklanması sebebiyle, baŖarıyla sonuçlanan üçüncü denemede, uluslararası konsorsiyum lideri deėiŖtirilmiŖtir. nc halka arz giriŖiminde, yurt diŖında Citibank yerine Credit Suisse First Boston (CSFB) seçilirken yurtiçi liderliğini İŖ Yatırım üstlenmeye devam etmiŖtir.

CCI'nin iki kez baŖarısızlıkla sonuçlanan halka arz giriŖimde aracı kuruluŖ olan Citigroup'un rolü Ŗphesiz büyüktür. Öyle ki halka arzın zamanlamasını belirleyen aracı kuruluŖtur ve halka arzın ertelenmesinde zamanlama hatasının yeri büyüktür. Coca-Cola İçecek A.Ŗ.'nin halka arz giriŖiminin zamanlaması incelendiğinde, CCI ile birlikte yakın bölgede dört büyük halka arzın daha varlığı göze çarpmaktadır. Bu dönemde Polonya, Brezilya ve iki  tane daha geliŖmekte olan piyasada halka arzların mevcut olması ve bu halka arzların hepsinin ABD seçimlerini bekleyip CCI'nin halka arz denemesiyle aynı haftaya denk dŖmesi, yabancı yatırımcının yetersiz ilgisiyle sonulanmıŖtır. CCI'nin, yurtdiŖında bu konudaki danıŖman bankası Citibank'ın zamanlamayı bu Ŗekilde tayin etmesi ise, aracı kuruluŖların halka arz baŖarısındaki önemine dikkat çekmektedir. Citigroup'un bunu dikkate almaması ve zamanlamayı yaparken hata yapması, halka arzın ertelenmesinde Ŗphesiz etkili olmuŖtur.

6.3 Zamanlama

1980’li yıllarda hisse senedi piyasası, tüm beklentilerin üzerinde bir gelişme kaydetmiştir ve hisselerini halka arz eden şirketler, yatırımcılar için oldukça cazip hale gelmiştir. 80’li yıllarda oluşan olumlu atmosfer, 90’lı yılların halka arzlarına da yansımış, yoğun talep ve genişleyen bir yatırımcı tabanı ile bu yıllarda gerçekleşen halka arzlar başarıyla sonuçlanmıştır. 2000’li yıllara gelindiğinde ise doğru yaklaşırken halka arzların borsa performansı kötüleşmeye başlamıştır. Özellikle 2001 krizinde yatırımcılar önemli kayıplara uğramış ve halka açılmalar neredeyse durmuştur.

2004 yılı, halka açılan şirket sayısı bakımından verimsiz bir yıl olmamasının yanı sıra, halka arzlardan hisse alanlar açısından kötü bir sene olmuştur. O yıl içerisindeki halka arzların çoğunun performansının kötü olmasının arkasında yatan en önemli iki sebep fiyatın yüksek belirlenmesi ve borsa performansının kötülüğüdür. 2004 senesinde, 2000 yılından sonra ilk defa bir yılda 12 şirket halka açılmış, ancak bunlardan sekizi yatırımcısına kaybettirmiştir.

CCI’nin ilk halka açılma girişimini gerçekleştirdiği 2004 senesinde, enflasyon, kamu maliyesi ve büyüme konularında olumlu gelişmeler kaydedilirken, istihdam ve cari açık, sorunlu alanlar olmaya devam etmiştir. Gündemi ise

Türkiye'nin Avrupa Birliği üyeliği ile ilgili gelişmeler ile uluslar arası piyasalardaki faiz artışları oluşturmuştur.¹⁷⁶

Piyasalar genelinde, 2004 senesinde toplam 712 trilyon liralık hisse senedi satıldığı görülmektedir. Bunun 505 trilyonu (%71'i) ortak satışı şeklinde gerçekleşmiştir. Yatırımcının toplam zararı ise 110 trilyon lirayı bulmuştur. Bu dönemde, kurumsal yatırımcı tabanının zayıf olması ve bireysel yatırımcıların kısa vadeli hareket etmesi halka arzları gözden düşürmüştür.

Coca-Cola İçecek'in halka arzına yabancı yatırımcı yatırımcının ilgi göstermemesi, yatırımcının güven sorunundan çok, zamanlama sorununu bir kez daha gözler önüne sermektedir. Öyle ki, bu dönemde Polonya, Brezilya ve iki üç tane daha gelişmekte olan piyasada halka arzların mevcut olması ve bu halka arzların hepsinin ABD seçimlerini bekleyip CCI'nin halka arz denemesiyle aynı haftaya denk düşmesi, yabancı yatırımcının yetersiz ilgisiyle sonuçlanmıştır. CCI'nin, yurtdışında bu konudaki danışman bankası Citibank'ın zamanlamayı bu şekilde tayin etmesi ise, aracı kuruluşların halka arz başarısındaki önemine dikkat çekmektedir.

6.4 Yatırımcılar

Halka açık şirketlerin hisse senetlerinin alınıp satıldığı piyasaların güven içinde çalışması bu piyasanın devamlılığı ve istikrarı açısından oldukça önemlidir.

¹⁷⁶ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), 2005, s.3.

Tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendiren yatırımcıların beklentisi, şirketlerden aldıkları kar payı ve senetlerin değer kazanmasından sağlayacakları kazançtır. Bu piyasalarda işlem yapan yatırımcılar için, hisse senetlerinin değişen piyasa koşullarına göre oluşan fiyat hareketlerinden kazanç elde etme isteği; sermaye piyasasında her zaman geçerli, temel hedeflerdendir. Yatırımcılar bu hedeflerine ulaşabilmek için hisse senetlerinin gelecekteki fiyat değişimlerini önceden bilmek isterler. Ancak çoğu zaman bu piyasalardaki belirsizlik ve risk bunu olanaksızlaştırmaktadır.¹⁷⁷

Yatırımcılar hisse senetlerine yatırım kararı alırken, çoğu zaman getiri ile risk arasında bir tercih yapmaktadırlar. Yatırımcı açısından tercih edilen, riski düşük getirisi yüksek hisse senetlerinin seçilmesidir. Ancak, genel itibariyle getirisi yüksek olan hisse senetlerinin riskleri de yüksek olmaktadır. Dolayısıyla yatırımcılar elde etmek istedikleri getiri ile katlanabilecekleri risk arasında bir denge kurma durumundadırlar.¹⁷⁸

Böyle bir ortamda yatırımcılar; gözlem, bilgi ve deneyimlerinden faydalanarak bir takım stratejiler geliştirmektedirler. Bu stratejiler oluşturulurken yatırımcıların göz önünde bulundurması gereken çeşitli unsurlar mevcuttur.

¹⁷⁷ T. Özdil, C. Yılmaz, 2006, s. 212.

¹⁷⁸ Ünal Halit Özden, Münevver Turanlı, Dicle Demirhan, “Seçim Tartışmalarının Hisse Senedi Piyasasına Etkileri”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi**, Sayı 2, İstanbul, s.3.

İlk halka arzlarda yatırımcılar, şirketin büyüme ve getiri sağlama potansiyelini; şirketin bulunduğu sektörün mevcut durumunu; pazardaki gelişmeleri; sektör ve şirketin fırsat ve risklerini iyi incelemeli ve bu yönde hareket etmelidirler. Ayrıca, halka arz edilecek şirketin kamuoyu tarafından nasıl algılandığına dikkat edilmelidir. Şirketin ve sahiplerinin kamuoyu tarafından belli ölçülerde tanınır olması ve sağlam, güvenilir olarak algılanmaları, başarılı halka arzlar gerçekleştirmede destekleyici unsurlardır.

Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin ilk halka arz denemesini gerçekleştirdiği 2004 senesi, yatırımcılar açısından olumsuz dolarak nitelendirilebilecek bir dönemdir. Ekonomik göstergelerin iyi seviyeleri yakalamasına karşılık 2004'te halka arzlarını tamamlayan 12 firmanın 7'si yatırımcılarına zarar ettirirken, yatırımcıların zararı 90 trilyonu aşmıştır. Halkın Borsa'ya güven duymaması, bu arzların başarısızlığında büyük bir etken olmuştur.

2004 senesi yatırımcılar yönünden incelendiğinde, kurumsal yatırımcı tabanının zayıf olduğu göze çarpmaktadır. Ayrıca bu dönemde, borsada yatırım vadesinin çok kısalmış olması ve bireysel yatırımcıların kısa vadeli hareket etmeleri, halka arzlara yeterli düzeyde talebin olmaması sonucunu beraberinde getirmiştir.

Ancak yatırımcılar bu dönemdeki olumsuz tablonun tek sorumlusu değildir. Bu dönemde halka arzlardaki fiyat istikrar fonu mekanizmasının iyi çalıştırılmaması sonucu, yatırımcının güveninin bozulmuş ve kısa vadeli hareket etmelerine sebep

olmuştur. Yatırımcıların güveninin yeniden kazanılması ve yatırım vadesinin uzatılması bu sorunların aşılması ve başarılı halka arzların yapılabilmesi açısından gereklidir.

Sermaye piyasalarına yatırımcı ilgisinin artırılabilmesi ve başarılı halka arzların gerçekleştirilebilmesi açısından bir diğer çözüm önerisi şirketlerin temettü dağıtımına önem vermeleridir. Borsadan hisse senedi olarak yatırım yapan yatırımcı ancak iki yoldan kazanç sağlayabilmektedir. Bunlardan birincisi, şirketlerin yılsonunda kar etmeleri ile ortaklarına kar payı dağıtımını yapması, ikincisi ise, borsadaki değer artışları ile hisse senedi fiyatlarının yükselmesidir. Bu kadar düşük oranda temettü dağıtılan ve şirket öz varlıklarının reel gelişmediği bir borsada fiyat oluşumunda ağırlık doğal olarak spekülasyona kaymaktadır. Bu doğrultuda sermaye piyasalarına yatırımcı ilgisinin artırılabilmesi için şirketlerin temettü dağıtımına önem vermesi gereği açıktır.

Sermaye piyasasının gelişmesinde en büyük sorumluluk halka açılan şirketlere düşmektedir. Sermaye piyasalarına yatırımcı ilgisi halka açık şirketlerin gösterdikleri performans ve dağıttıkları temettülere paralel gelişecektir. Bu konuda halka açılı şirketlerde yatırımcı haklarının korunmasına ve düzenli temettü dağıtılmasına yönelik düzenlemelerin de büyük önemi vardır.

6.5 Pazarlama

Daha önce de belirtildiği üzere, pazarlamanın güçlü hisse senedi fiyatı yaratmadaki etkisi büyüktür. Hisse senedinin fiyatının güçlü ve istikrarlı olması için şirketin hikayesini iyi anlatması, kendini doğru tanıtması gereklidir. İyi bir pazarlama, yatırımcıları şirket ve şirketin ürünleri ile ilgili iyi bilgilendirmek ve yönlendirmek anlamına gelir.

İlk halka arzda CCI, operasyonları sadece Türkiye'yi kapsayan ve 5 fabrikasıyla üretim gerçekleştiren bir şirket olarak pazarlanmıştı. Ancak daha sonra, CCI ve Efes Holding tek çatı altında toplanmış; şirket, Türkiye'nin yanı sıra Kazakistan, Azerbaycan, Türkmenistan, Kırgızistan ve Ürdün'deki Coca-Cola ve Efes faaliyetlerini bünyesine katmıştır. Ayrıca CCI Irak'ta Coca-Cola ürünlerinin üretim ve dağıtım haklarını elde etmiştir. Efes Sınai'nin 14 Kasım 2005 tarihinde satın alınması Coca-Cola İçecek tarihinde önemli bir kilometre taşı olarak yer almaktadır. Orta Asya'da faaliyet gösteren en büyük gazlı içecek şirketi olan Efes Sınai'nin satın alınmasıyla birlikte CCI'nin coğrafi sınırları, Güney Avrasya ve Orta Doğu'yu kapsayan yepyeni bir coğrafyaya yayılmıştır. CCI bugün Türkiye'nin yanı sıra Kazakistan, Kırgızistan, Azerbaycan, Türkmenistan, Ürdün ve Irak'ta faaliyet göstermektedir ve Coca-Cola sistemi içerisinde satış hacmine göre en büyük on şişeleiyici arasında yer almaktadır.

7 CCI’NİN HALKA ARZ SÜREÇLERİ ARASINDAKİ FARKLILIKLAR

Hazırlık sürecini uzun tutan ve büyük reklam bütçesi ile tanıtım yapan CCI’nin, başarısızlığının altında yatan sebepleri anlayabilmek açısından, üçüncü denemede başarıyı yakalayan şirketin halka arz süreçlerindeki farklılıkları incelemek şüphesiz faydalı olacaktır.

CCI’nin halka arz denemeleri arasında önemli farklılıklar göze çarpmaktadır. Öncelikle, CCI’ yi halka açacak konsorsiyum değişmiştir. İlk halka arzda yurtiçinde İş Yatırım, yurtdışında Citibank liderliği üstlenirken, talep azlığında problemin içerden değil yurtdışından kaynaklanması sebebiyle uluslararası konsorsiyum lideri değiştirilmiştir. Citibank yerine Credit Suisse First Boston (CSFB) seçilirken yurtiçi liderliğini İş Yatırım üstlenmeye devam etmiştir. Bu çerçevede, ilk halka arz denemelerinde pazarlama, fiyatlandırma ve zamanlama gibi konularda bir takım yanlış stratejiler yürüten aracı kuruluşların değişmesinin, CCI’nin halka açılma başarısına ulaşmasında etkili olduğu düşünülmektedir.

Bir diğer unsur, daha önce belirtildiği gibi, ilk halka arzda CCI’nin operasyonları, sadece Türkiye’yi kapsayan ve 5 fabrikasıyla üretim gerçekleştiren bir şirket olarak pazarlanmıştı. Ancak daha sonra, CCI ve Efes Holding tek çatı altında toplanmış; şirket, Türkiye’nin yanı sıra Kazakistan, Azerbaycan, Türkmenistan, Kırgızistan ve Ürdün’deki Coca-Cola ve Efes faaliyetlerini bünyesine katmıştır. Ayrıca CCI, Irak’ta Coca-Cola ürünlerinin üretim ve dağıtım haklarını elde etmiştir. Bu farklılıklar göz önünde bulundurularak, CCI’nin yurtdışı yatırımcıya ulaşması ve

doğru pazarlama stratejileri yürütmesinin halka arz başarısına ulaşmasında etkisi olduğu düşünülebilir.

CCİ'nin ilk halka arz denemesinden başarısıyla sonuçlanan son girişimine kadar geçen süre içerisinde, Türk varlıklarının değerinin AB süreci ve özelleştirmelerle arttığı gözlenmektedir. Ayrıca şirketin faaliyet alanı 2004'ten bu yana genişlemiş ve yurt dışında da daha güçlü olan bir şirket haline gelmiştir. Bu yönüyle, CCİ'nin halka açılma başarısını göstermesinde doğru zamanlama unsurunun önemli olduğu düşünülmektedir.

CCİ'nin iptal edilen halka arzında şirket değeri 720-851 milyon dolar aralığında tespit edilirken, 3.denemede şirket değeri 1.1-1.4 milyar dolar arasına yükselmiştir. Ayrıca, iptal edilen halka arzda fiyat aralığı 4.8-5.65 YTL olarak tespit edilmiştir. CCİ, 2004 yılında 275 milyon ünite kasa (1,6 milyar litre) olan konsolide satış hacmini yüzde 15,3 arttırarak 2005 yılında 318 milyon ünite (1,8 milyar litre) kasaya çıkartmıştır. 2004 yılında 1.033 milyar YTL olan konsolide cirosunu ise, yüzde 14,7 oranında arttırarak 2005 yılında 1.184 milyar YTL'ye yükseltmiştir. CCİ'nin 3. denemesinde mali yapısının güçlendiğini gösteren bir başka önemli veri ise, 2004 yılında 68,3 milyon YTL olan konsolide net esas faaliyet karının yüzde 66,4 artarak 2005 yılında 113,6 milyon YTL'ye ulaşmıştır. Tüm bu veriler ışığında, CCİ'nin güçlenen mali yapısının halka arz başarısında etkisi olduğu düşünülmektedir.

SONUÇ

Gelişmiş ekonomilerde şirketler büyük ölçüde sermaye piyasaları sayesinde büyüme fırsatı bulmaktadırlar. Finansman yöntemleri arasında halka arz, şirketler açısından önemli bir yer tutmaktadır. İşletmeler, ucuz maliyetli fon sağlama olanağına sahip olmak, şirketin tanınırlığının artmasını sağlamak, hisse senetlerinin likidite kazanmasına olanak sağlamak, kurumsallaşma sürecinin hızlanmasını ve kurum prestijinin güçlenmesini sağlamak, vergi avantajlarından faydalanmak, hisse senetlerinin teminat olarak kullanılma özelliği kazanması ve şirket değerinin piyasa tarafından belirlenmesi sebepleriyle halka arz yolunu tercih ederler.

Sermaye piyasasının olumlu yönde gelişebilmesi açısından halka arzların başarısı önem teşkil etmektedir. Bu açıdan ilk halka arzların başarısızlık sebeplerini incelemek önem teşkil etmektedir. Halka arzların başarısını etkileyen ana unsurlar, fiyatlandırma, aracı kuruluşlar, pazarlama ve zamanlama olarak sıralanabilir. Fiyatlandırma, ilk halka arzın başarısında önemli rol oynar. Öyle ki, düşük fiyatlandırma halka açılacak şirketler için bir maliyet unsurudur. Eğer ihraç fiyatı yüksek tutulursa, hisse senedine talep az olmakta, bu da halka arzın başarısız sayılmasına neden olabilmektedir. Ayrıca hisse senetlerinin piyasadan geri çekilme olasılığı da vardır. Bunun aksine, ihraç fiyatının çok düşük tutulması durumunda, bu seferde şirket elindeki potansiyel bir kazançtan faydalanamamış olmaktadır. Bu nedenle, ihraç fiyatının doğru olarak hesaplanması, halka açılacak şirket açısından son derece önemlidir.

Aracı kurumlar halka ilk kez ihraçlarda çok önemli rol oynarlar. Aracı kurumların üç temel rolü vardır. Bunlar, danışmanlık hizmeti vermek, şirketlerin halka ilk kez arz edecekleri hisse senetlerini satın almak ve bunları kamuya satmak şeklinde sıralanabilir. Özellikle çok büyük ihraçlarda prestiji yüksek, deneyimli ve finansal kaynakları güçlü olan aracı kurumlar tercih edilmektedir.

İyi bir pazarlamanın halka arzın değerini artırdığı olgusuna literatürde geniş yer verilmiştir. Pazarlamanın güçlü hisse senedi fiyatı yaratmadaki etkisi büyüktür. Hisse senedinin fiyatının güçlü ve istikrarlı olması için şirketin hikayesini iyi anlatması, kendini doğru tanıtmaması gereklidir.

Şirketler açısından halka açılmanın zamanlaması da önemlidir. Sektörün veya özel olarak o şirketin ürünlerine talebin azalması şeklinde bir eğilimin olması, sektöre karşı devletin desteğinin olması veya eski desteğinin kalkması, sektörel olarak girdilerin pahalalanması, dış pazarlarda rekabetin zorlaşması gibi dış etkenlerin iyice incelenmesi ve zamanlamanın bu etkenleri göz önünde bulundurularak yapılması, İlk Halka Arzların başarısını büyük ölçüde etkileyecektir. Öyle ki, sektörde yada ekonominin genelinde istikrar olmaması durumunda; önemli belirsizliklerin kafa karıştırdığı ortamlarda, halka arzların kısa vade performansları düşük çıkabilmektedir.

Coca-Cola İçecek A.Ş'nin ilk halka arzındaki başarısızlık sebepleri incelendiğinde, CCI'nin halka arzının başarısız olmasının ardında iki ana sebep göze

çarpmaktadır. Bunlardan ilki ve en önemlisi şirkete gerçek değerinin üzerinde fiyat biçilmesi; ikincisi ise kötü pazarlama olarak karşımıza çıkmaktadır.

Öncelikle CCI'nin başarısızlıkla sonuçlanan ilk halka arz denemelerinde, fiyatlandırma konusunda bir takım yanlış kararlar verildiği gözlenmektedir. Talebin, halka arzı gerçekleştirenleri tatmin edecek düzeyde gerçekleşmemiş olmasında yüksek belirlenen değerin rolü büyüktür.

CCI'nin ilk halka arz girişimindeki başarısızlığında ikinci önemli etken ise kötü pazarlamadır. İlk halka arzda CCI, operasyonları sadece Türkiye'yi kapsayan ve 5 fabrikasıyla üretim gerçekleştiren bir şirket olarak pazarlanmıştı. Ancak daha sonra, CCI ve Efes Holding tek çatı altında toplanmış; şirket, Türkiye'nin yanı sıra Kazakistan, Azerbaycan, Türkmenistan, Kırgızistan ve Ürdün'deki Coca-Cola ve Efes faaliyetlerini bünyesine katmıştır.

CCI'nin ilk halka arzının başarısızlığında, zamanlamanın da rolü büyüktür. 2004 yılı, halka açılan şirket sayısı bakımından verimsiz bir yıl olmamasının yanı sıra, halka arzlardan hisse alanlar açısından kötü bir sene olmuştur. O yıl içerisindeki halka arzların çoğunun performansının kötü olmasının arkasında yatan en önemli iki sebep fiyatın yüksek belirlenmesi ve borsa performansının kötülüğüdür. Ayrıca, bu dönemde Polonya, Brezilya ve iki üç tane daha gelişmekte olan piyasada halka arzların mevcut olması ve bu halka arzların hepsinin ABD seçimlerini bekleyip CCI'nin halka arz denemesiyle aynı haftaya denk düşmesi, yabancı yatırımcının yetersiz ilgisiyle sonuçlanmıştır.

CCİ'nin ilk halka arzının başarısızlık sebeplerinden biri de aracı kuruluşlardır. Başarılı bir aracı kuruluşun, piyasayı iyi okuyabilme yeteneğine sahip olması ve gerektiğinde geri çekilme kararını verebilme yetisine sahip olması beklenir. Aracı kuruluş, satışı garanti eden, piyasayı okuyan ve müşteri bu şirketi bu fiyattan alır demesi gerektirir. Oysa, 2004 senesinde gerçekleşen halka arzların çoğu göstermiştir ki, aracılar başarılı halka arzların yapılabilmesi için gerekli beceriyi gösterememiş, halka açılmak isteyen şirket kendine ne fiyat biçiyorsa aracı kurum onay vermiştir. Ayrıca, zamanlamada önemli hatalar yapılmıştır.

Son olarak, CCİ'nin ilk halka arz denemesinin başarısızlığında bir etken de yatırımcılardır. CCİ'nin ilk halka arzını gerçekleştirdiği 2004 senesi, yatırımcılar açısından olumsuz dolarak nitelendirilebilecek bir dönemdir. Bu dönemde, kurumsal yatırımcı tabanının zayıf olması, borsada yatırım vadesinin çok kısalmış olması ve bireysel yatırımcıların kısa vadeli hareket etmesi halka arzları gözden düşürmüştür. Ekonomik göstergelerin iyi seviyeleri yakalamasına karşılık 2004'te halka arzlarını tamamlayan 12 firmanın 7'si yatırımcılarına zarar ettirirken, yatırımcıların zararı 90 trilyonu aşmıştır. Halkın Borsa'ya güven duymaması, bu arzların başarısızlığında büyük bir etken olmuştur.

KAYNAKÇA

AGGARWAL Reena, “Stabilization Activities by Underwriters After Initial Public Offerings”, **Journal of Finance**, 55, 2000, s. 1075-1103.

AKBULAK Sevinç, AKBULAK Yavuz, **Anonim Şirketlerin Halka Açılması**, Muğla Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Tartışma Tebliğleri Serisi, 2005/II.

AKBULAK Sevinç, AKBULAK Yavuz, **Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, Beta Basım, 1. Baskı, İstanbul, 2004.

AKBULAK Sevinç, “Şirketlerin Halka Açılması”, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1991.

AYDIN Nurhan, **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, Anadolu Üniversitesi, 2004.

BARON David P., “A Model Of The Demand For Investment Bank Advising And Distribution Services For New Issues”, **Journal of Finance**, 1982, s. 945-1045.

BENNINGA Simon, HELMANTEL Mark, SARIG Oded, “The Timing of Initial Public Offerings”, **Journal of Financial Economics**, 75, 2005, s. 115-132.

BENVENISTE Lawrence M., SPINDT Paul A., “ How Investment Bankers Determine The Offer Price And Allocation Of New Issues”, **Journal of Financial Economics**, 1989, s. 345.

BENVENISTE Lawrence M., BUSABA W., WILHELM W.J., “Price Stabilization As A Bonding Mechanism In New Equity Issues”, **Journal of Financial Economics**, 1996, s.223-255.

BLOCK Stanley B., HIRT Geoffrey A., **Foundations of Financial Management**, 7th Ed., Burr Ridge, Illinois Irwin, 1994.

BREALEY Richard A., MYERS Stewart C., **Principles of Corporate Finance**, Fifth Edition, McGraw-Hill Companies Inc., 1996.

CEMALCILAR İlhan, “Pazarlama Karması (4P) Kavramında Yeni Gelişmeler”, **Pazarlama Dünyası**, I/4, 1987, s. 23.

COOK Douglas O., KIESCHNICK Robert L., VAN NESS Robert A., “On the Marketing of IPO’s”, **Journal of Financial Economics**, 2006, s.1-24.

ÇEKER Mustafa, **Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi**, İstanbul, 1998.

ÇELİK Orhan, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi**, Turhan Kitabevi, 1999.

DEMERS Elizabeth A., JOOS Philip, “IPO Failure Risk: Determinants and Pricing Consequences”, **Simon School Working Paper**, No. FR 05- 07, April 2006.

DEVECİOĞLU Sebahattin, ÇOBAN Bilal, “ Türkiye’de Spor Kulüplerinin Halka Arzı”, **Standart Ekonomik ve Teknik Dergi T.S.E.**, Yıl 42, Sayı 493, Ocak 2003.

DRAKE Philip D., VETSUYPENS Michael R., “IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability”, **Financial Management** 22, 1993, s. 64-73.

DURAK Turgay, “Borsaya Halka Arz Dopingi”, **İntermedya Ekonomi**, Mayıs 1997, Sayı 15, s.62.

DÜZAKIN H. G., “Türkiye’de Hisse Senetleri İMKB’ de İşlem Gören Firmaların Halka İlk Arz ile İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi”, Doktora Tezi, 1998, s.203.

GÜNDÜZ L., YILMAZ C., YILMAZ M.K., “Türkiye’deki Aracı Kurumların Performans Analizi (1993-1998): Kantitatif Bir Değerlendirme”, **Bahçeşehir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Cilt:1, Sayı:3, Mart 2001.

GÜVEN Özcan, **Bankalarda Fon Kullanımı ve Yönetimi**, İzmir Kitabevi, İzmir, 1981.

HABIB Michel, LJUNGQVIST Alexander, “Underpricing And Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory And Evidence”, 2001, **Review of Financial Studies** 14, s. 437.

HANLEY Kathleen Weiss, “The Underpricing Of Initial Public Offerings And The Partial Adjustment Phenomenon”, **Journal of Financial Economics**, 1993, s. 235.

HAO Qing G., ‘Laddering In Initial Public Offerings’, **Warrington College Of Business Administration Working Paper**, 2004.

HASPESLAGH P., NODA T. ve BOULOS F., “Managing For Value: It’s Not Just About The Numbers”, **Harvard Business Review**. July-August, 2001, s. 69.

HENDERSEN James W., **Obtaining Venture Financing**, Massachusetts Toronto, D.C. Heath and Company, 1988.

HUGHES Patricia J., THAKOR Anjan V., “Litigation Risk, Intermediation, And The Underpricing of Initial Public Offerings”, 1992, **Review of Financial Studies** 5, s. 730

JEGADEESH Narasimhan, WEINSTEIN Mark ve WELCH Ivo, “An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings”, **Journal of Financial Economics** 34, 1993, s.153-175.

JAIN Bharat A., KINI Omesh, “The Post-Issue Operating Performance Of IPO Firms”, 1994, **Journal of Finance** 49, s. 1702.

KARADENİZ Aziz, “Halka Açılmanın Püf Noktaları”, **Kapital**, Mart 1992, s.4.

KARAHAN Kasım, **Hizmet Pazarlaması**, Beta Basım, İstanbul, 2006.

KIRCOVA İbrahim, “Finansal Hizmetler Sektöründe Doğrudan Pazarlama”, **Pazarlama Dünyası**, 1993.

KIYMAZ H., “İMKB’de Halka Arzedilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performanslarını Etkileyen Faktörler”, **İMKB Dergisi**, cilt 1, no:2, 1997, s. 69.

KOÇ İ. Özlem, **Şirketlerin Halka Açılması ve bir Uygulama**, SPK Yayın No:118, 1998.

KOTLER Philip, **Marketing Management: Analysis, Planning, Implementation, and Control**, Prentice-Hall, New York, 1997.

KÜÇÜKKOCAOĞLU G., ALAGÖZ A., “İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2007.

LOGUE Dennis E., **The Investment Banking Handbook**, Newyork, John Wiley and Sons Inc., 1988.

MAGRATH Allan J., “When Marketing Services, 4Ps Are Not Enough”, **Business Horizons**, 29/3, May-June 1986, s.44.

MICHAELY Roni, SHAW Wayne H., “The Pricing Of Initial Public Offerings: Tests Of Adverse-Selection And Signaling Theories”, **Review of Financial Studies** 7, 1994, s. 279-319.

MILLER Edward M., “Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion”, **Journal of Finance**, 32, 1977, s. 1155.

MUCUK İsmet, **Modern İşletmecilik**, Türkmen Kitabevi, 13. Baskı, İstanbul, 2001.

MUCUK İsmet, **Pazarlama İlkeleri**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2004.

MUSCARELLA Chris J., VETSUYPENS Michael R., “A Simple Test Of Baron's Model Of IPO Underpricing”, **Journal of Financial Economics**, 1989, s.128.

ÖÇER Abdullah, KARA Mehmet, Bankacılık Sektöründe Pazarlama Faaliyetleri: Trabzon’da Örnek Uygulama, **Pazarlama Dünyası**, Ocak-Şubat 2001, s.20.

ÖZDEN Ünal Halit, TURANLI Münevver, DEMİRHAN Dicle, “Seçim Tartışmalarının Hisse Senedi Piyasasına Etkileri”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi**, Sayı 2, İstanbul.

ÖZDİL Tuncer, YILMAZ Cengiz, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) Sektör Bazında İşlem Gören Hisse Senetlerinin Alım-Satım Kararlarında En Yüksek Getirili Stratejinin Belirlenmesi”, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F., **Yönetim ve Ekonomi**, 13/2, 2006, Manisa, s. 211-224.

ÖZTÜRK Başaran, “Fiyat/Kazanç Oranını Etkileyen Değişkenler Üzerine İMKB’de Ampirik Bir Uygulama”, Erciyes Üniversitesi, **SBE Dergi**, sayı:23, 2007, s. 275-284.

ÖZTÜRK S. Ayşe, **Hizmet Pazarlaması**, Ekin Kitabevi, Eskişehir, 2000.

ROCK K., “Why New Issues are Underpriced”, **The Journal of Financial Economics**, v.15, 1986, s. 187.

ROSS Stephen A., WESTERFIELD Randolph, JAFFE Jeffrey, **Instructor’s Manual to Accompany Corporate Finance**, Sixth Edition, McGraw-Hill Education, 2001.

RITTER Jay R., ‘Initial Public Offerings’, **Contemporary Finance Digest**, Vol.2, No.1, 1998, s.5-30.

SANCAK İbrahim Ethem, “Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları”, **SPK Araştırma Raporu**, 1999.

SAYILGAN Güven, **İşletme Finansmanı**, Turhan Kitabevi, 1. Baskı, Ankara, 2003.

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, Ankara, 2002.

Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdleri, 15. Dönem, Yayın no: 145, cilt:1, Şubat 2004, s. 42.

Sermaye Piyasalarında Gelişmeler Raporu, 2007/II, Nisan 2008, s.20, http://www.spk.gov.tr/apps/ad/raporfiles/spgra/2007/12/6A_2007_II%20%20%20.pdf, Erişim Tarihi: 05.05.2008

SUN Chuanli, JOHNSON Lewis D., “The Role of Information in Underpricing: Implications from Refilling Behavior in the IPO Pricing Process”, **School of Business Queen’s University Working Paper Series**, November 2004, <http://ssrn.com/abstract=621124>, Erişim Tarihi: 21.01.2007.

SUN Chuanli, “The Partial Adjustment of IPO Prices: Information or Speculation?”, **School of Business Queen’s University Working Paper Series**, 2005, <http://ssrn.com/abstract=687469>, Erişim Tarihi: 21.01.2007.

STEWART III G. Bennett, **The EVA Management Guide: The Quest for Value**, Harper Business Publishers, 1991.

ŞENGÜL Selami, **100 Soruda Halka Açılma**, Ankara Sanayi Odası, Ankara, 1997.

TANER Berna, AKKAYA Cenk, “İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama”, **Ege Akademik Bakış Dergisi**, sayı:1-2, 2003, s.3.

TANÖR Reha, **Türk Sermaye Piyasası: Halka Arz**, Özel Basım Garanti Yatırım, 2. Cilt, İstanbul, 2000.

TEKER Suat, EKİT Ömer, “The Performance Of IPOs In Istanbul Stock Exchange In Year 2000”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 2003, s. 119-120.

TEOH Siew Hong, Ivo WELCH ve T. J. WONG, “Earnings Management And The Long-Run Market Performance Of Initial Public Offerings”, **Journal of Finance** 53, 1998, s. 1948.

Türkiye Sermaye Piyasası Araçları Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), “Dünya Uygulamaları Çerçevesinde Kobi Borsaları”, İstanbul, Ocak 2006, s.11, http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/drapor/Dun_Uyg_Cer_Kobi_Borsalari.pdf, Erişim Tarihi: 26.07.2008.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), “Türkiye Sermaye Piyasası 2004: Sermaye Piyasasında Gelişmeler, Yatırımcı Analizi, Aracı Kuruluşlar”, İstanbul, 2005.

ÜLGEN Murat, TEKER Suat, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İşlem Gören Sanayi Şirketleri İçin Bir Analitik Değerleme”, **İTÜ Dergisi**, II/1, 2005, s.49-57.

WEISS Martin, **Going Public: How to Make Your Initial Stock Offering Successful**, 1st Edition, Liberty Hall Press,1990.

WELCH Ivo, RITTER Jay, “A Review Of IPO Activity, Pricing And Allocations”, **Yale ICF Working Paper** No. 02-01, February 8, 2002.

YALÇINER Kürşat, “Düşük Fiyatlama Olgusu ile Halka Arz Şekilleri ve Halka Arz Fiyatı Arasındaki İlişkinin Analizi: 1997-2004 Dönemine Ait Bir İnceleme”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 7/2, 2006, s.146.

YAŞAR Serpil, “Hisse Senetlerinin İlk Halka Arzında Fiyatlandırma, Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arz Sonrası Performans”, Yeterlik Etüdü, SPK, 1997.

YOUNG Brian E., “Optimal IPO Timing”, Arizona State University, 2007.

<http://arsiv.sabah.com.tr/2004/11/12/yildirim.html#>, Erişim Tarihi: 30.11.2006

http://www.cci.com.tr/assets/files/ozettablo_tr.pdf, Erişim Tarihi: 28.08.2007.

<http://www.cci.com.tr/tr/index.asp>, Erişim Tarihi: 20.07.2007.

<http://www.imkb.gov.tr/genel/organizasyon.htm>, Erişim Tarihi: 10.06.2007.

<http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/halkaarz.htm>, Erişim Tarihi: 18.07.2007.

<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm>, Erişim Tarihi: 30.08.2007.

<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/imkbup.htm>, Erişim Tarihi: 26.07 2008

<http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=20>, Erişim Tarihi: 01.08.2008

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=73&fn=73.pdf> ,
Erişim Tarihi: 25.11.2007.

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=76&fn=76.pdf>,
Erişim Tarihi: 20.06.2008.

http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/basinaciklamasi_040622.html, Erişim Tarihi:
20.08.2007.

http://www.tspakb.org.tr/toplantilar/paneller/reel_sektor/talban.html, Erişim Tarihi:
25.11.2007.