

HALKA ARZLARDA DÜŞÜK FİYATLAMA VE BORSA İSTANBUL'A ARZ OLMA KRİTERLERİ*

Low Price in the First Public Offers in the Exchange Rate of Istanbul

Teorik İnceleme

Ayşe PAMUKÇU**, Evren ÖZTÜRK***

Gönderim Tarihi: 28.05.2018

Kabul Tarihi: 04.07.2018

ÖZ : İlk halka arz getirilerinin değişkenliği nedeni ile ilk halka arz edilişlerinde değerlerinin belirlenmesini zorlaştırmaktadır. Bu nedenle de hisse senetleri ilk halka arz edildiklerinde gerçek değerinin altında bir fiyattan satılabilmektedir ya da firmalar düşük fiyattan halka arzı tercih edebilmektedirler. Bu çalışmanın amacı halka arz edilen firmaların düşük fiyatlandırma seviyelerini tespit etmek ve düşük fiyatlandırma ile şirketlerin varlıklarının kısa veya uzun vadedeki getirilerini arasındaki ilişkileri ortaya koymaktır. Bu nedenle öncelikle halka ilk arz ve halka arzda değerlendirme açıklanmış ve sonrasında Borsa İstanbul'da gerçekleşen ilk halka arzlardaki düşük fiyatlandırma seviyesi tespit edilerek düşük fiyatlandırma ile varlıkların halka arzdan sonraki durumları ele alınmıştır. Daha sonra da Borsa İstanbul'daki halka arzların ilk getirileriyle arzdan sonraki getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler : Halka Arz, Değerleme, Borsa

JEL Sınıflandırması : M40, M41.

ABSTRACT : The variability of initial returns to initial public offerings (IPO) is higher for firms that are more difficult to value because of higher information asymmetry. The firms offering their's securities try to bring investors with such underpricing or can choose for public offering at a lower price. The aim of this study is determinate level of underpricing on the Istanbul Stock Exchange and present relation of long term return and underpricing. To this end, firstly it has

*Bu çalışma, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Finansman Doktora Programı'nda hazırlanan "Borsa İstanbul ve Euronext Paris Borsalarında İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Etki Eden Faktörler Regresyon Uygulaması" adlı doktora lisans tezinden türetilmiştir

**Doç. Dr., Marmara Üniversitesi/ İşletme Bölümü/ Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı,

apamukcu@marmara.edu.tr

***Marmara Üniversitesi / İşletme Bölümü/ Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı,

evren.ozturk@yildirimgroup.com

been searched reasons of underpricing. For this reason, firstly public initial public offering and public offering valuation were announced, and after that, the lowest price level in the initial public offerings realized at Borsa Istanbul was determined, and the situation after the public offering of the assets with low pricing was considered. Then, the relation between the first bringing of the public offerings of the Stock Exchange Istanbul and the subsequent deliveries is examined.

Key Words : Public Offer, Valuation, Stock Exchange

JEL Classification : M40, M41.

GİRİŞ

İktisadi literatürde rasyonel her birey faydasını maksimize etmeye çalışırken her firma (şirket) karını maksimize etmeyi amaçlar. Firmalar hedefledikleri karı ve arzuladıkları büyümeleri gerçekleştirmek veya sürdürebilmek amacıyla ilave finansal kaynaklara ihtiyaç duyarlar. İhtiyaç duydukları kaynaklar farklı büyüme evrelerinde değişebildiği gibi şirketin yapısı, yatırım felsefesine, ortaklık yapısı gibi birçok parametreye göre değişkenlik gösterebilir.

Şirketler, belli bir büyüklüğe ulaşıncaya kadar sermaye ihtiyaçlarını içsel ve dışsal kaynaklardan sağlayabilmektedirler. Halka arz ise şirketlerin kullandığı dış kaynakların başında yer almaktadır. Halka arz yoluyla şirketler, finansman sağlayabilmekte; likidite düzeylerini yükseltebilmekte; hem yerli, hem de yabancı yatırımcılara kendilerini tanıtmaya fırsatı yaratabilmekte; hisse senetlerinin tek bir grubun elinden çıkması ve geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşmasını sağlayabilmektedirler.

Şirketler dış kaynak tedarikinde doğrudan borçlanma enstrümanlarını (banka kredisi veya bono-tahvil ihracı) kullanabildikleri gibi halka arz metodunu da tercih ederler. Halka açık bir şirketin sermaye kaynaklarına ulaşımı halka açık olmayan şirketlere göre daha kolay olabilmektedir. Yatırımların finansmanı ve/veya işletme sermayesi ihtiyacı için yabancı fon kullanan şirketler, banka kredisi kullanımı ve tahvil ihracı genellikle belirli bir süreyle sınırlı iken halka arz uzun vadeli finansman imkânı sağlayabilmektedir.

Halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin kısa vadede yatırımcısına normalin üzerinde getiri sağlaması, diğer bir ifade ile hisse senetlerinin düşük değerlendirilerek ihraç edilmesi düşük fiyatlama olgusu olarak isimlendirilir. Çeşitli ülke piyasalarında farklı zaman boyutlarında, farklı sayıda hisse senedi ile yapılan araştırmalarla halka ilk arzların performansları değerlendirilmiş ve hemen hemen bütün piyasalarda kısa vadede güçlü bir düşük fiyatlama olgusu tespit edilmiştir.

Halka arza konu hisse senetlerinde görülen düşük fiyatlama olgusu gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda birçok araştırmacı tarafından raporlanmıştır. Halka arz üzerine kurulan bir çok teorik model Ljungqvist tarafından dört grupta toplanmıştır. Bunlar; (i) yatırımcı, halka arzı gerçekleştiren firma ve aracı kurum arasındaki bilgi asimetrisine bağlı modeller (bu üç aktörden birinin diğerlerinden daha fazla bilgi sahibi olduğu öngörülmektedir), (ii) piyasaların üç temel özelliğine odaklanan kurumsal sebepler ve teoriler (yasal takibe maruz kalma riski, aracı kurumun halka arz sonrası fiyat istikrarı işlemleri ve vergiler), (iii) düşük fiyatlamasının halka arz sonrası ortaya çıkacak yeni ortakların yönetime müdahalelerini azaltacak şekilde yeni hissedar seçimine yardımcı olacağını savunan kontrol konuları ve teorileri, (iv) halka arzı gerçekleştiren firmaya gerçek değeri dışında bir fiyat teklifinde bulunan “rasyonel olmayan” yatırımcıların varlığı ve davranışsal hatalar sergileyen firmaların düşük fiyatlamayı azaltma yönünde aracı kurumlara yeterince baskı yapmadıklarını varsayan davranış yaklaşımları ve teorileridir. Bu teorik modellerde hemen her zaman, halka arz fiyatının düşük belirlendiği sonucuna varıldığı görülmektedir. Öyle ki aracı kurumlarla yakın bağlar kuran yatırımcılar bunun karşılığında halka arza konu olan hisse senetlerinden ilk tahsisatı almakta ve yüksek oranlarda ilk gün getirisi elde etmektedir.

Halka arza aracılık eden aracı kurum, halka arzı gerçekleştiren firma ve kendisine tahsis edilecek hisse senetlerini almayı bekleyen yatırımcı halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin fiyatlamasında farklı beklentilere sahiptir. Tipik bir halka arzda, halka arzı gerçekleştiren firmanın genelde en yüksek hasılatı ortaya çıkaracak maksimum fiyatı tercih etmesi beklenirken, buna karşın kendisine tahsis edilecek hisse senetlerini almayı bekleyen yatırımcının, kısa dönemde yüksek getiri elde edebilmek için önemli ölçüde düşük fiyatlanmış hisse senetlerini satın alması beklenir. Bu durum karşısında, halka arza aracılık eden aracı kurum ise, firma ile yatırımcı arasında bir köprü vazifesi gördüğü için ikilem yaşar. Eğer yatırımcıyı memnun edecek şekilde halka arz fiyatını düşük belirlerse, hasılat kaybına uğrayacağından firma halka arzdan vazgeçebilir veya çalıştığı aracı kurumu değiştirebilir; şayet firmayı memnun edecek şekilde hisse fiyatını yüksek tespit ederse, yatırımcı halka arza iştirak etmekte tereddüt edebilir ki bu da aracılık komisyonunun azalmasına ve gereksiz yere halka arz sonrası fiyat istikrarı işlemlerinin ortaya çıkmasına sebep olacaktır. Ancak buna rağmen aracı kurumlar halka arzın başarılı olmasını garanti edecek ölçüde hisse fiyatını düşük belirleme eğilimindedir. Gerçekten mevcut sonuçlar halka arza konu olan hisse senetlerinin genelde düşük fiyatlandığını da göstermektedir. Bu nedenle tipik bir halka arzda hisse senedi fiyatının belirlenmesi en önemli aşama olarak karışımıza çıkmaktadır.

Bu çalışmada Halk İlk Arz kavramı incelenmiş, halka arzın fayda ve maliyetleri incelenmiş, Maliyet kısmı direk ve endirekt olmak üzere ayrıştırılmış ve kapsamlı bir şekilde ele alınarak halka arzlarda değerlendirme ve Borsa İstanbul'da ilk halka arz olma kriterlerine yer verilmiştir.

HALKA İLK ARZ VE HALKA ARZIN FAYDA VE MALİYETLERİ

Bilindiği üzere, gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye birikiminin yetersizliği ülkelerin ekonomik gelişim sürecini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu çerçevede işletmeler büyümek, gelişmek, yatırım yapmak ve globalleşen dünyada rakipleri ile rekabet edebilmek için gerekli olan sermayeyi bulmakta zorlanmaktadır. İşletmeler açısından sermaye piyasasından kaynak temin etmenin işletmelerin kaynak problemlerinin çözümüne sağladığı katkının önemi son yıllarda artarak devam etmektedir.

Halka arz kavramı, finans literatüründe, bir şirketin hisse senetlerinin ilk kez halka ihraç edilmesi (Initial Public Offerings) anlamında kullanılmaktadır. İhraç kavramı, sermaye piyasası araçlarının ihraççıları tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışını ifade etmektedir.

Hisse senetlerini halka arz etme işlemini şirketler iki şekilde gerçekleştirebilir; birincil piyasalarda halka arz ve ikincil piyasalarda halka arz.

Birincil piyasalar, piyasaya ilk defa çıkarılan veya ihraç edilen hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlerin ilk işlem gördükleri piyasalardır. Birincil piyasadaki işlemlerle halka arz sonucunda toplanan fonlar, ihracı gerçekleştiren şirket kasasına doğrudan girmekte, bu da tasarrufların yatırıma kanallanmasını sağlamaktadır.

Doğrudan çıkarım (direct placement) olarak adlandırılan sunum, halka arz edilecek hisse senetlerini sermaye piyasasında yatırımcı olan bireylere doğrudan doğruya ilişki kurularak satılmasını ifade etmektedir. Bu sunumda, hisse senetlerinin çok sayıda yatırımcıya satılması amaçlanabileceği gibi bir veya az sayıda yatırımcıya da satılması amaçlanabilmektedir. Doğrudan çıkarımın dolaylı çıkarıma üstünlüğü, çıkarıma aracılık eden bir kurum bulunmadığı için, çıkarım giderlerinden tasarruf sağlama olanağı vermesidir. Bu üstünlüğe karşın bazı dezavantajları bulunmaktadır. Birinci olarak, satış işlemi süresi uzayabilir ve ihraççının acil fon gereksinimi zamanında karşılanmayabilir. İkinci olarak ise, hisse senetlerinin çok sayıda yatırımcıya satılmasının amaçlanması halinde başarılı olmayabilir (Sarıkamış, 1998: 91).

Dolaylı çıkarımda (indirect placement) ise, fon sağlamak isteyen şirketlerin sermaye piyasasında bu amaçla bulunan bir aracı kurumun hizmetinden yararlanarak çıkarımda bulunmasıdır. Aracı kurumun hizmetinden

yararlanma, dolaşıma çıkarılmak istenen hisse senetlerinin satış ve dağıtım garantisini isteme şeklinde de olabilir

Dolaylı çıkarımın üstünlüğü ise, aracılık eden aracı kurumun sermaye piyasasındaki bilgi ve tecrübesi ile ihraççının maksimum yarar sağlaması mümkün olabilmektedir. Bu bilgi ve tecrübe birikimi, piyasaya sunulması gerekli finansal varlık türünün seçiminde, fiyatlandırılmasında, taşınması gerekli koşulların saptanmasında fon gereksinimi duyan ihraççının doğru kararlar vermesini sağlayabilir. Ayrıca dolaylı çıkarım, yatırımcılar üzerinde, aracı kurumun itibarı ölçüsünde olumlu etkiler yaparak, çıkarımın başarılı olmasına katkıda bulunabilir. Bununla birlikte aracı kurumun yaygın bir dağıtımı ile hisse senetlerinin bir kişinin elinde toplanması önlenmektedir (Sarıkamış, 1998: 93). Bunlara karşılık aracı kuruma verilecek olan komisyon tutarı ve aracı kurumun yapılacak ihraçta hisse senedi fiyatlarını düşük fiyatlandırması nedeniyle oluşacak gelir kaybı dolaylı çıkarımın dezavantajlarını oluşturmaktadır

HALKA ARZLARDA DEĞERLEME

Halka arzı gerçekleştiren aracı kuruluş tarafından hisse senedinin halka arz fiyatının belirlenmesi için firmada finansal, ticari ve sektörel vb. incelemeler yapılmaktadır.

Hisse senedi fiyatları, ihraç eden şirketin mali yapısındaki değişikliklerden etkilenmektedir. Hisse senetlerine yatırım yapılması söz konusu olan şirketin ve faaliyetlerinin analizini yapabilmek için aşağıda yer alan faktörler üzerinde durmak gerekir (Kanalıcı, 1997: 38).

- Şirketin unvanı, mazisi ve şöhreti,
- Sermayesi, ihtiyatları,
- Yeniden değerlendirme fonu,
- Personel sayısı, işçi-işveren ilişkileri,
- Yöneticilerin ehliyeti ve yetenekleri,
- Üretim konusu, kapasitesi ve cirosu, ihracat imkanları,
- Faydalandığı teşvik tedbirleri,
- Kredi imkanları,
- Yeni yatırım projeleri,
- Rakiplerine nazaran piyasadaki durumu,
- Maliyetleri ve karlılık durumu,

- Hammadde tedarik imkânları, yerli malzemeye çalışma veya dışa bağımlılık durumu, mevcut stokları,
- Kar dağıtma politikası,
- Şirketin mali yapısı,
- Satışlarının izlediği trend,
- Hammadde fiyatlarının seyri ve hammadde kaynaklarını denetleyebilme imkanı,
- Sektör, sektördeki rekabet ve rakipleri,
- Yönetim kalitesi,
- Teknolojik üstünlükleri,
- Tüketici tercihleri

İlk etapta firmanın finansal yapısı oran analizi, yatay, dikey, karlılık, borçluluk, likidite analizleri vb. gibi analiz yöntemleri kullanılarak incelenmektedir.

Firmanın kısa ve uzun vadeli fon ihtiyacının tespitinin yanı sıra, borçluluk yapısının incelenmesi ile borçların tutarları, maliyetleri ve ödeme takvimleri tespit edilmektedir. Ayrıca firmanın yapılmakta olan yatırımları ve yapılması planlanan yatırımları, bunların süresi, türleri, finansmanı varsa teşvikleri incelenerek bu yatırımların yaratacağı nakit girdisi ve yatırımların üretime etkisi tespit edilmektedir. Karlılık analizleri ise firmanın kar marjları ve faaliyet karlılığı tespit edilir (Pwc Business School, 2015: 6).

Firmanın faaliyet gösterdiği sektörün mevcut durumu ve potansiyeli, kullanılan teknoloji, sektördeki rekabet koşulları, rakipleri ve rakiplerin mali durumları yatırımları pazar payları incelenmektedir. Rakiplerin yanı sıra hammadde tedarikçileri de aynı şekilde incelemeye tabi tutulmaktadır ve halka arz edilecek firmanın sektördeki durumu, pazar payı, pazarın durumu ve müşteri yapısı, ürünleri ve firmanın güçlü ve zayıf yanları tespit edilmektedir. Ayrıca firmanın hukuki durumu ve varsa hukuki problemleri ve yönetim yapısı da incelemelere tabi tutulmaktadır.

Firmanın değerini, firmanın faaliyet gösterdiği sektör ile ilgili faktörlerde etkilemektedir. Söz konusu faktörler şu başlıklar altında sıralanabilir.

Sektörün geçmişte gösterdiği büyüme; sektörün geçmiş yıllardaki büyüme performansı, sektörün içinde bulunduğu hayat eğrisi aşaması, sektöre ilişkin beklentiler, sektörde yer alan firmalar hakkında bilgi vermektedir. Sektörün geçmiş dönemlerdeki satış ve kar performansı, sektörün ürünlerine olan talebin bir göstergesidir.

Talep elastikiyeti; sektörde üretilen mal ve hizmete olan talebin elastikiyeti de yatırımcı açısından önemlidir. Yatırımcı menkul kıymet yatırımlarında devamlı ve istikrarlı gelir sağlamayı hedeflemektedir. Bu açıdan talep elastikiyeti sıfıra yakın veya sıfır olan endüstri kollarını yatırımcılar tarafından tercih edilebilir. Talep elastikiyetinin neden olduğu tercih firmanın değerini etkilemektedir.

Sektörün üretim kapasitesi; sektörün üretim kapasitesi, sektörün geleceği hakkında fikir vermektedir. Mamul satış fiyatları ile kapasite kullanımı arasında ters oranlı bir ilişki mevcuttur. Sektördeki firmaların kapasite kullanım oranlarına bağlı olarak sektörde yer alan firmaların gelecekteki değerleri ve büyümeleri hakkında tahminde bulunmak zor değildir.

Sürekli büyümekte olan sektörde yer alan bir firmanın değerinin, küçülme eğiliminde olan sektörde yer alan firmaya göre daha yüksek olması doğaldır (Koç, 1998: 76-77).

Aracı kuruluş tarafından yapılan çalışmalar sonucunda firmanın yapısı, sektörün durumu ve çeşitli varsayımlardan yararlanılarak değişik metotlarla elde edilen sonuçlar bir arada karşılaştırmalı olarak değerlendirilerek bulunan firma değer aralıkları karşılaştırılarak ortak ve tutarlı bir sonuca ulaşılarak firma değeri ve hisse senedi değeri belirlenmektedir.

Doğası itibarıyla değerlendirme çalışmaları tamamen bilimsel olarak nitelenemeyeceği gibi varılan sonuçların birçok durumda subjektif ve kişisel hükümlere bağlı olduğu kaçınılmaz bir gerçektir (Pwc Business School, 2015: 8).

Halka arzda firma değerlemesinde esas olarak iki yöntem kullanılmaktadır.

Bunların birincisi, indirgenmiş nakit akımlarını temel alan nakit akımlarına göre değerlendirme yöntemidir.

Bu yöntemde firmanın değeri, gelecekte beklenen nakit akımlarının uygun iskonto oranı ile iskonto edilerek bugünkü değerine indirgenmesi ile hesaplanmaktadır (Richard, 1998: 568).

İkinci yöntem ise firma değerinin benzer varlıkların ve firmanın faaliyet gösterdiği sektörün kar, defter değeri, satışlar gibi ortak değişkenlerinin karşılaştırılması yoluyla hesaplanmasını sağlayan piyasa göstergeleridir (F/K, PD/DD, F/NA, F/S, FD/FAVÖK, vb).

HALKA ARZDA DÜŞÜK FİYATLAMA

Halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin kısa vadede yatırımcısına normalin üzerinde getiri sağlaması, diğer bir ifade ile hisse senetlerinin düşük

değerlendirilerek ihraç edilmesi düşük fiyatlama olgusu olarak isimlendirilir. İlk Halka Arzların düşük fiyatlaması, yeni bir ihraç için işlem görmeye başlamasından hemen sonra büyük ve pozitif bir getiri oluşması birçok piyasada yenilenen bir olgudur ve finansal yazında üzerinden en çok araştırma yapılan en önemli on konudan biridir.

Literatürde, İHA'ların düşük fiyatlandırılması ile ilgili birkaç anlayış bulunmaktadır.

İdeal durumda, hisse fiyatlarının, teorik olarak temettü / kar payı olarak ödenen, firmanın iskonto edilmiş gelecek kazançlarının bugünkü hisse başı değeri ile eşleşmesidir (Karlis, 2015). “Çoğu literatürde düşük fiyatlama firmanın piyasa değeri ile teklif fiyatı arasındaki fark olarak tanımlayarak, ilk işlem günündeki fiyat hareketlerini piyasa değeri üzerinden değerlendirmeye adaptasyon süreci olarak alırlar. 'Düşük fiyatlama' terimi 70'li yılların A.B.D. akademik literatürüne dayanmakta ve temel olarak, yeni ihraç edilmiş hisselerin teklif sonrası fiyat hareketi fenomenini tanımlamaktadır. En yalın tanımı ile düşük fiyatlama halka arzdan sonra yatırımcılar tarafından ilk anda elde edilen pozitif kazançtır. Genelde bu fiyat hareketi kendini açıkça gösterir.

BORSA İSTANBUL'DA HALKA ARZ OLMA VE KOTASYON KRİTERLERİ

Halka Açılma ve Borsada İşlem Görme

Bir şirketin finansman ihtiyaçlarını sermaye piyasaları ile giderme yöntemlerinin başında halka arz gelmektedir (Resmi Gazete, 2013: 4). “Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış olarak tanımlanmıştır.

Halka açılma gerek Türk gerek uluslararası hukukta ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiştir.

Halka açılma süreci, öncelikle sermaye piyasalarının düzenlenmesinden sorumlu otoriteden izin ve/veya onay süreçlerinin tamamlanması ve ayrıca halka arz edilen payların işlem göreceği borsalar nezdinde kotasyon başvurularının gerçekleştirilmesini gerektirir.

Halka açılma işlemlerimde, yetkili otorite tarafından onaylanmış bir izahnamenin kamuoyu ile paylaşılması zorunludur. Onaylı bir izahname olmaksızın yapılacak bir halka arz hukuki ve cezai sorumluluk doğurabilmektedir.

Türk Mevzuatı Açısından Halka Arza İlişkin Temel Konular

Türkiye'de sermaye piyasalarının düzenlenmesinden sorumlu olan otorite

Sermaye Piyasası Kurulu'dur. Halka arz ve borsada işlem görme aşamasında hazırlanacak izahnamenin SPK tarafından onaylanması ve bu işlemlerin SPK'nın düzenlemelerine uygun yürütülmesi gerekir.

Türkiye'de payların işlem gördüğü tek borsa aynı zamanda bir anonim şirket olan Borsa İstanbul'dur.

Türkiye'de gerçekleştirilecek bir halka arz işleminde tabi olunacak temel düzenlemeler şunlardır:

- Türk Ticaret Kanunu,
- Sermaye Piyasası Kanunu,
- Pay Tebliği,
- İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği,
- Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği,
- Borsa İstanbul Kotasyon Yönetmeliği,
- Diğer SPK ve BIST düzenlemeleri.

İzahname Düzenleme Yükümlülüğü

Türk Mevzuatı Açısından

Sermaye piyasası düzenlemeleri uyarınca bir şirketin paylarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve hazırlanan bu izahnamenin SPK tarafından onaylanması zorunlu tutulmuştur (Resmi Gazete, 2013: 4).

İzahnameler ihraççı şirket ile paylar hakkındaki bilgiler ile bir özet bölümü de içermek üzere bir veya birden fazla belge şeklinde düzenlenebilir. Özet bölümü ihraççıya, varsa garantöre, garantinin niteliğine ve ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin temel özellik, hak ve riskleri içerecek şekilde kısa, açık ve anlaşılır ifadelerden oluşur.

Halka arz öncesi hazırlanan izahname taslağının onaylanması için ihraççı ve/veya yatırım kuruluşu SPK'ya başvurur, SPK izahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve izahname standartlarına göre eksiksiz olduğunun tespiti hâlinde izahnamenin onaylanmasına karar verir. Onay süresi, ilk halka arzlar için, eksik bir belge bulunmaması kaydıyla maksimum 20 gün olarak belirlenmiştir.

İzahname onaylandıktan sonra yayımlanır, ayrıca ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilmez. Ancak, izahnamenin nerede yayımlandığı hususu ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili

Gazetesi'nde ilan edilir.

Halka arza ilişkin ilan, reklam ve açıklamalar izahname ile tutarlı olmalı, gerçeğe aykırı, abartılmış ve yanıltıcı bilgiler içermemelidir.

Kotasyon Kriterleri

Halka arz işleminin vazgeçilmez bir parçası da bir borsaya kote olunmasıdır. Böylelikle halka arz edilen bir şirketin paylarının ikincil piyasada işlem görmesi sağlanmaktadır.

Borsa İstanbul Kotasyon Kriterleri

SPK tarafından onaylanmış bir izahname üzerine yapılacak halka arzının ardından Borsa İstanbul kotasyon şartlarını sağlayan şirketlerin payları Borsa'nın ilgili pazarlarında işlem görebilirler. Bu doğrultuda, şirketin, Borsa İstanbul'a, SPK'ya yapılan başvurunun yanı sıra, ayrı bir başvuru daha yapması gerekmektedir.

Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönetmeliği, şirketlerin Borsa İstanbul kotuna alınması, kotta kalması, kottan geçici veya sürekli çıkarılması, borsa pazarlarında işlem görmesi ve işlemlerin sürekli veya geçici olarak durdurulması esaslarını düzenlemekte ve Borsa İstanbul'da işlem gören ortaklıkların uyması gereken kurallar ile Borsa İstanbul'a verilmesi gereken bilgi ve belgeleri belirlemektedir.

Borsa İstanbul Kotasyon Yönetmeliği çerçevesinde şirketlerin sağlanması öngörülen kotasyon şu şekilde sıralanabilir.

Bağımsız Denetim Koşulu: Buna göre izahnamede yer alacak Uluslararası Muhasebe Standartları ile uyumlu mali tablolar ile bağımsız denetim raporlarının Borsa İstanbul'a sunulması gerekir.

Kuruluş ve Faaliyetlere İlişkin Koşullar: Kotasyon Yönetmeliği'ne göre, başvuran şirketin son 3 yıldır faaliyette olması gerekir. Ayrıca son 3 yıllık mali tablolarının yayınlanması gerekir. Ayrıca, şirketin son 1 yıl içinde ortaklığın faaliyetlerine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya iflas anlaşıması istenmemiş olması gerekir.

Finansman Yapısı Koşulu: Şirketin finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olması gerekir.

Hukuki Uyuşmazlıklar ve Hukukçu Raporu Koşulları: Şirketin, ortaklığın üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların bulunmaması gerekir. Bunun için bağımsız bir hukukçu raporu hazırlanır.

Pay Devir Kısıtlamaları Koşulu: Şirketin esas sözleşmesinde işlem görecektir.

payların devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar olmamalıdır.

Sayısal Koşullar: Borsa İstanbul'da kote olmak için şirketlerin çeşitli sayısal kriterleri sağlaması gerekmektedir. Halka arz edilen payların piyasa değerine göre 3 ayrı grup belirlenmiştir. Şirketler dâhil olacakları grup için aranan son 2 yıllık dönemde vergi öncesi kar elde etmiş olmaya, asgari halka açılma oranına, son mali tabloya göre sahip olması gereken asgari özsermaye miktarına ilişkin şartları sağlamak durumundadır.

Bu çerçevede halka arz edilen payların piyasa değerinin 135.000.000 TL'yi aşması durumunda ise;

- Şirket'in son 2 yılın herhangi birisinde vergi öncesi kar elde etmiş olması ve
- Bağımsız denetimden geçmiş son mali tablosuna göre özsermayesinin en az 33.500.000 TL olması gerekir,
- Ayrıca, herhangi bir asgari halka açıklık oranı aranmaz.

Aşağıda, söz konusu sayısal kriterler tablo halinde gösterilmektedir.

Tablo 1. Borsa İstanbul'da Sayısal Kotasyon Kriterleri

	Yıldız Pazar Grup 1	Yıldız Pazar Grup 2	Ana Pazar Grup 1	Ana Pazar Grup 2
Halka arz edilen payların piyasa değeri	Asgari 250.000.000 TL	Asgari 100.000.000 TL	Asgari 50.000.000 TL	Asgari 25.000.000 TL
Toplam Piyasa Değeri	Asgari 1.000.000.000 TL	Asgari 400.000.000 TL	-	-
Bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolar dikkate alınarak hesaplanan FAVÖK elde edilmiş olması	Son 2 yıl	Son 2 yıl	Son 2 yıl	Son 2 yıl
Halka arz edilen payların nominal değerinin sermayeye asgari oranı	%5	%10	%15	%25
Bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablolarındaki Özsermaye/Sermaye oranı	0,75'ten büyük	1.0'dan büyük	1.0'dan büyük	1,25'ten büyük

Kaynak: [http://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme-pay-piyasasi/halka-arz/yildiz-pazar-ve-ana-pazar/kotasyon-sartlari\(15 Nisan 2016\)](http://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme-pay-piyasasi/halka-arz/yildiz-pazar-ve-ana-pazar/kotasyon-sartlari(15_Nisan_2016))

Görüleceği üzere, Borsa İstanbul kotuna alınacak bir şirketin, mali tablolarının bağımsız denetim geçmesi, önemli bir hukuki uyumsuzluğunun olmaması, payları üzerinde herhangi bir devir kısıtlı bulunmaması, son 2 yıldır faaliyette olması gerekmektedir.

Yukarıdaki kriterlerin sağlanması ile birlikte yapılacak Kotasyon Başvurusu'nda şu bilgi ve belgelerin olması gerekmektedir (Borsa İstanbul Kotasyon Kriterleri, 215). Borsa, aşağıda sayılanlar dışında ilave bilgi ve belgeler de isteyebilir.

- Standart bilgi formu,
- Şirket ana sözleşmesi,
- Ortaklığın Borsada işlem görecektir paylarının devir ve tedavülünü kısıtlayacak veya pay sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermediğine ilişkin beyanı,
- Ortaklığın tabi olduğu özel mevzuat var ise, buna göre alınmış yetki ve izin belgelerinin, bir başka ortaklığın lisansı altında çalışılmakta ise lisans ve benzeri sözleşmelerin bir örneği,
- SPK düzenlemeleri çerçevesinde izahnamede yer alacak mali tablolar ile bağımsız denetim raporları,
- Kotasyon Yönergesinin 8 inci maddesi kapsamındaki başvurular için, bir bağımsız denetim firması tarafından yapılmış son 2 yıla ilişkin FAVÖK hesaplamaları,
- Taslak izahname,
- Aracılık sözleşmesi ve varsa yatırım kuruluşları ile yapılan diğer anlaşmaların bir örneği,
- Ortaklığı temsile yetkili kişilerin imza sirküleri,
- Son 3 yıl olağan ve olağanüstü genel kurul kararlarının yayımlandığı Ticaret Sicili Gazetelerinin listesi,
- Varsa ortaklık aktifinde kayıtlı bulunan duran varlıklara ilişkin sigorta poliçelerinin listesi,
- Varsa ortaklık mülkiyetinde bulunan patent, marka, logo, royalty ve benzeri haklara ilişkin belgeler,
- Hukukçu raporu ve ortaklık tarafından verilen beyan,
- Faaliyetleri özerk veya bağımsız kurullar ya da diğer kamu kurumlarının düzenleme ve denetlemesine tâbi olan şirketlerin (kuruluş, denetim ve gözetim

açısından SPK mevzuatına tâbi olan ortaklıklar hariç) kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile paylarının hukuki durumunun tâbi oldukları mevzuata uygun olup olmadığına ilişkin ilgili kurumlardan alacakları yazı,

- Ortaklık yönetim kurulu üyeleri ile genel müdürü ve yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların özgeçmişleri, (birleşme amaçlı ortaklık başvurularında kurucularının da özgeçmişleri eklenecektir),
- Ortaklığın vadesi geldiği halde ödenmeyen vergi, SGK primi, belediye vb. kamu borcu olmadığına ilişkin olarak ilgili kamu kurumlarından alınan yazılar,
- Fiyat tespit raporu,
- Borsada gerçekleştirilecek halka arzlarda işlem görecekt payların MKK tarafından kaydedildiğine ilişkin belge,
- Şekli ve içeriği Borsa tarafından belirlenmiş halka arza ilişkin satış sonuçları.

SONUÇ

Günümüz piyasalarında tam rekabet koşulları hüküm sürdüğü için belli büyüklüğe ulaşan şirketler ihtiyaç duydukları fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek, likidite sıkıntısını gidermek, kurumsallaşma ve vergi avantajı sağlamak, şirket prestijini, saygınlığını, tanınırlığını arttırabilmek ve benzeri sebeplerle halka açılma yoluna seçebilmektedirler.

Yatırımcıların ilk halka arzlarda arz fiyatının daha aşağıda belirlenmesine sebep olan etmenlerden birisi şirketler hakkındaki bilgi eksiklikleridir. Yatırım yapmak amacı ile halka arz edilen şirketler arasındaki farklı bilgi asimetrisi, düşük fiyatlandırmaya sebep olmakta, bu da ilk getiri kavramını ortaya çıkarmaktadır.

Bunların dışında, piyasalarda halka arza aracılık yapan yatırım bankası ile yatırımcılar arasında bilgi farklılıkları olduğu durumlarda yatırımcılar belli oranlarda risk primi talep etmekte ve dolayısıyla bu da düşük fiyatlandırmaya sebep olabilmektedir. Halka arza aracılık eden yatırım bankasının daha sonraki zamanlarda yapacağı diğer halka arzlarda başarı sağlamak için, ilk yaptığı halka arzlarda piyasaları mutlu etmeye çalışması buna örnek verilebilir.

Hisse senetlerini ilk defa halka arz edecek olan firmaların bu arzları, halka arza aracılık eden yatırım bankasına da bağlı olarak düşük veya yüksek fiyatlandırılmaya maruz kalmaktadır. Bazı durumlarda halka arz firmaları bazen kendi itibarlarını arttırmak veya korumak amacı ile de düşük fiyatlandırma yolunu tercih edebilmektedirler.

Bilindiği üzere kısa vadede kazanç elde etmek isteyen yatırımcılar ile yatırımlarını uzun vadede değerlendirmek isteyen yatırımcılar yatırım

yapacakları firmayı veya firmaları seçerken farklı hareket etmek durumundadırlar. Örneğin yüksek fiyatlandırılmış bir varlığa yatırım yapan yatırımcı kısıyavadede bu yatırımı paraya çevirmek isterse zarar ile karşı karşıya kalabilir.

KAYNAKÇA

Borsa İstanbul A.Ş, (2015),Kotasyon Yönergesi, İstanbul.

Karlis, P., (2015) IPO – Underpricing in, The Park Place Economist VIII Illinois, <http://digitalcommons.iwu.edu/parkplace/vol8/iss1/17/>

Kanalıcı, H. (1997) Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu.

Koç, Ö. (1998) Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama, Ankara, SPK Yayın No:118.

PWC Business School, (2015), Şirket Değerleme Yöntemleri ve Uygulamaları Eğitimi Dökümanı, İstanbul.

Resmi Gazete, (2013) Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, Madde 4, Sayı. 28691.

Richard M. Levich, (1998)International Financial Markets Prices and Policies, New York.

Sarıkamış, C., (1998) Sermaye Pazarları, Alfa Basım Yayın Dağıtım, 3. Basım, Yayın No:213, Dizi No:22.