

TÜRK SERMAYE PİYASASI'NDA BİRİNCİL HALKA ARZ YOLUYLA KAYNAK TEMİNİ: KANTİTATİF BİR YAKLAŞIM*

Dr. Mustafa Kemal YILMAZ**

ÖZET

Ekonomik gelişim sürecinde işletmeler, ülke kaynaklarının verimli alanlarına aktarılması ve etkin bir şekilde kullanımı açısından önemli bir rol üstlenmektedirler. Genel olarak işletmeler, uzun vadeli fon ihtiyacını hisse senedi ve tahvil ihracı yoluyla sermaye piyasasından sağlamaktadırlar. Bu açıdan bakıldığında, şirketlerin halka açıklık durumu, sermaye piyasa üzerinden temin edilen kaynağın niteliği ekonomik birimleri doğrudan etkilemektedir. Türk Sermaye Piyasası'nda da özellikle 1990 yılından başlamak üzere borçlanma maliyetinin artmasına paralel olarak sermaye piyasasından birincil halka arz yoluyla yararlanan şirket sayısının hızla arttığı görülmektedir. Bununla birlikte, gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'deki mevcut potansiyel dikkate alındığında bu sayı yine de çok azdır. Bunun nedenleri arasında, Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlerin çoğunun aile şirketi niteliğinde olması, şirket kontrolünün kaybedilebileceği endişesi, Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olma korkusu ilk sıralarda yer almaktadır. Türk Sermaye Piyasası'nda birincil halka arz yoluyla gerçek anlamda bir kaynak temini sağlanmak isteniyorsa, öncelikli olarak büyük şirketlerin halka açılması, halka açık olan şirketlerin ise halka açıklık oranlarını yükseltmeleri cazip hale getirilmelidir. Bu çerçevede, şirketlere birtakım vergi avantajları tanınmalı, Küçük-Orta Boy İşletmelerin Borsaya açılması etkin bir ön analiz ve gözetim sistemi kurulmak sureti ile teşvik edilmeli, şirketler başta aracı kurumlar olmak üzere ilgili kurumlar tarafından etkin bir şekilde bilgilendirilmelidir. Bunlar yapıldığı takdirde, birincil halka arzın boyutu nitelik ve nicelik olarak geliştirilebilecek, sermaye piyasası, mülkiyetin gerçek anlamda tabana yayıldığı ve uzun vadeli projelerin hayata geçirilmesine yardımcı olan bir yapıya kavuşturulabilecektir.

Anahtar Kelimeler: Birincil Halka Arz, Türk Sermaye Piyasası, Hisse Senedi İhracı.

* Bu çalışmanın ortaya çıkmasına yorumları ile yaptıkları değerli katkılarından dolayı, İMKB uzman personelinin Sn. Haluk Özdemir, Sn. Alişir Yardım, Sn. Ali Küçükçolak ve Sn. Aydın Seyman ile SPK uzman personelinin Sn. Celali Yılmaz'a teşekkür ederim.

** İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü Uzmanı

ABSTRACT

RAISING CAPITAL BY ISSUING EQUITY IN TURKISH CAPITAL MARKET: A QUANTITATIVE APPROACH

Corporations play a vital role for the allocation and effective usage of economic resources in the development process of each country. Broadly speaking, enterprises meet their long-term needs through the issuance of equity and fixed income securities in capital market. From this aspect, free float rate of corporations as well as the quality of funds received from capital market directly affect economic units. In Turkish Capital Market, the number of firms raising capital through initial public offering shows a considerable growth, especially after 1990, parallel to the increasing borrowing cost. Although this is the case, the number is small compared to the existing potential in Turkey. Among the reasons that lead to this fact, the family ownership structure of companies and the doubt of losing the control and being subject to Capital Market Act come at the first place. If raising capital by issuing equity through initial public offerings has to be handled, the relevant authorities should, first of all, encourage big companies to go to public and already opened companies to increase their free float rates. In this context, a number of tax advantages should be provided to companies, Small-Medium Size Entities should be motivated, provided that there is an effective ex-analysis and post-supervision mechanism prior and after the initial public offering process. Moreover, promising companies from different sectors should be informed effectively by authorities, especially by financial intermediary institutions, on this issue. If all these matters can be handled in a relevant manner, then the size of initial public offering may be expected to improve both quantitatively and qualitatively and capital market may become a marketplace where long-term projects could be realised in an effective way.

Key Words: Initial Public Offerings, Turkish Capital Market, Equity Issuance.

1. GİRİŞ

Ekonomik gelişim sürecinde işletmeler, ülke kaynaklarının verimli üretim alanlarına aktarılması ve etkin bir şekilde kullanımı açısından önemli bir rol üstlenmektedirler. Bu misyon çerçevesinde işletmeler, bir taraftan ekonomide toplam talebi karşılarken bir taraftan da firma sahipleri ve çalışanlarının faydalarını arttırmayı hedeflemektedirler. İşletmeler bu amaçlarına ulaşabilmek ve faaliyetlerini sürdürebilmek için gereksinim duydukları finansmanı ise iç ve/veya dış kaynaklardan sağla-

maktadırlar. Özellikle kuruluş aşamasında özkaynaklar daha önemli bir rol oynarken, büyüme aşamasında iç kaynakların kısıtlı olması şirketleri dış kaynak kullanımına zorlamaktadır. Yeni kurulmuş ve büyüme potansiyeli yüksek şirketlere finansman sağlayan risk sermayesinin olmadığı durumlarda kaynaklar, kredi kullanımı, borçlanma ve halka açılarak fon toplama ile sınırlandırılabilir. Genel olarak işletmeler, kısa vadeli fon ihtiyaçlarını kredi kullanımı ya da borçlanma yolu ile para piyasalarından sağlarken, uzun vadeli fon ihtiyaçlarını hisse senedi ve

tahvil ihracı yoluyla sermaye piyasasından sağlamaktadırlar. Bu açıdan bakıldığında, finansal sistemin önemli kurumlarından biri olan menkul kıymet borsaları, fon arz ve talep eden birimler arasında denge- nin kurulması yoluyla kaynakların vade ve miktar açısından optimum dağılımını kolaylaştırmaktadır.

Özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde bütçe açıklarının ve kamu borçlanma gereğinin yüksek olmasından dolayı, devletin mali piyasalardan yüksek faiz oranlarıyla fon talep etmesi, kredi faiz oranlarının da yükselmesine yol açarak borçlanma maliyetini artırmasının yanı sıra, şirketlerin borçlanma senedi ihracıyla fon toplama olanaklarını da önemli ölçüde zorlaştırmaktadır. Birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi Türkiye'de de reel faiz oranları bazı dönemlerde şirketlerin kredi kullanarak yatırım yapmalarına engel olabilecek düzeylere yükselmekte, yabancı sermayeyi ülkeye çekebilmek amacıyla uygulanan yüksek faiz-düşük kur politikaları, dış borç finansman maliyetini artırabilmektedir. Birçok diğer faktör yanında, bu tür politikaların ağırlık kazandığı 1990'lı yıllarda, Türkiye'de sermaye piyasasından yararlanan şirket sayısının hızla arttığı görülmektedir. Bununla birlikte, gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'deki mevcut potansiyel gözönüne alındığında, sermaye piyasasından yararlanan şirket sayısı çok azdır. Sermaye piyasasın-

dan en fazla yararlanan kesim sanayi sektörü olmakla birlikte, 2001 yılı sonu itibariyle İstanbul Sanayi Odası (İSO-500) bünyesinde yer alan sanayi kuruluşlarından yalnızca 121 tanesi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) nda işlem görmektedir. Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlerin pek çoğunun aile şirketi niteliğinde olması, şirket kontrolünün kaybedilebileceği endişesi, Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olma korkusu, şirketlerin sermaye piyasasından yararlanmama nedenleri arasında sayılabilir.

Bu çalışmanın ilk bölümünde, halka arz kavramının tanımı ve önemi üzerinde durulmakta, birincil halka arz işlemlerinin (*initial public offerings*) dünyadaki gelişimi incelenmektedir. İkinci kısımda ise, halka arz olgusunun Türkiye'deki gelişimi kantitatif ve kalitatif yönleriyle ele alınmakta ve gelişmekte olan diğer ülkelerdeki birincil halka arz rakamları ile karşılaştırılmaktadır. Son bölümde ise, Türkiye'de birincil halka arz işlemlerinin ekonomiye sağlıklı ve uzun vadeli kaynak temin edebilmesi açısından nasıl bir yaklaşım izlenmesi gerektiği hususu tartışmaya açılmaktadır.

2. HALKA ARZ İŞLEMİNİN TANIMI VE ÖNEMİ

Bilindiği üzere, gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye birikiminin yetersizliği ülkelerin ekonomik gelişim sürecini olumsuz yönde etki-

lemektedir. 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 tesbitin doğal bir sonucu olarak, şirketler borsalarda işlem görmek üzere halka arz yöntemi ile açılmaktadırlar.

Tanım olarak halka arz, sermaye piyasası araçlarının 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 arttırmaları dolayısıyla hisse satışını ifade eder. Halka arz, belli bir iktisadi büyüklüğe sahip anonim şirkete ait belirli bir orandaki hisse senetlerinin çok sayıda yatırımcıya çağrı ve ilan yoluyla, sermaye artışı veya ortak satışı şeklinde gerçekleştirilir. Şirketlere yeniden yapılanma olanağı tanınmasının yanı sıra, finansman, likidite, kurumsallaşma, yüksek kredibilite, diğer finansal araçlardan yararlanma, uluslararası entegrasyon, yurtiçi ve yurtdışı yaygın tanınma, daha iyi kurumsal yönetim (*corporate governance*), vergi avantajı gibi sayısız yararlar sağla-

yan halka arz genellikle ayrıntılı bir çalışmayı gerektirmektedir.

Yukarıda belirtilen avantajlardan belki de en önemlisi finansman boyutudur. Hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi, şirketler için fon sağlamak ve özkaynak yeterliliğini arttırmak açısından büyük fayda sağlamaktadır. Banka kredilerinin teminindeki güçlükler, yüksek faiz oranları ve teminat mektubu masrafları gibi borçlanma maliyetini yükselten giderlerden kurtulma sadece halka açılma ile mümkün bulunmakta, hisse senetlerini primli fiyatla halka arz eden şirketler, alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetle ve uzun vadeli bir kaynağı kullanılmaktadırlar. 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 suretiyle finansman sağlayabilmektedirler. Buna ek olarak, güçlü ve yönetimde etkinlik elde etmek isteyecek büyük bir ortağı kabul etmek yerine, mevcut hisselerin veya sermaye arttırımı yoluyla çıkartılacak yeni hisselerin halka arz edilmesi, hem şirketin finansman ihtiyacını oldukça düşük maliyetle karşılamakta, hem de bağımsızlığını güvence altına almaktadır.

Birincil halka arz işlemleri konusunda dünyada yapılan literatür

çalışmaları genellikle "düşük fiyatlama" (*underpricing*) konusu üzerine yoğunlaşmakta, ilk gün elde edilen yüksek oranlı getiriler ile uzun dönemli fiyat performansını karşılaştırmaktadır.

Birincil halka arzın zaman içinde gösterdiği değişimi ele alan çalışma sayısı ise oldukça sınırlı sayıdadır. Bu konuda, Lowry (2001) tarafından yapılan bir çalışmada, 37 yıllık bir zaman süresi içinde ABD'nde birincil halka arzların gerek firma sayısı gerek hacim olarak oldukça dalgalanma gösterdiği, bunun en temel iki sebebinin ise ekonomik durumdaki gelişmelere paralel olarak özel sektördeki firmaların toplam sermaye talebinin artış-azalış göstermesi ile piyasadaki yatırımcıların iyimserlik düzeyi (*investor sentiment*) olduğu belirtilmiştir.

Lowry & Schwert (2002) tarafından yapılan başka bir çalışmada, birincil halka arz hacminin özellikle yüksek getirilerin (*high initial returns*) elde edildiği dönemleri mütekip artış gösterdiği tespit edilmiştir. Lerner, Share ve Tsai (2001) tarafından yapılan diğer bir çalışmada ise, birincil halka arzların düşüş gösterdiği dönemlerde, özel sektör şirketlerinin uygun şartlarla sermaye piyasasına açılma imkanı olmadığı, bu nedenle, söz konusu firmaların daha başka finansman yöntemlerine başvurdukları belirtilmiştir (Lowry, 2002; 1).

3. BİRİNCİL HALKA ARZ İŞLEMLERİNİN DÜNYADAKİ GELİŞİMİ

Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerin finansman yöntemleri incelendiğinde, ihraç edilen borçlanma araçları açısından Tablo 1'deki gibi bir durum ortaya çıkmaktadır. Tablo 1'den de görüleceği üzere, finansman şekilleri içinde tahvil ve bono ihracı yolu ile sağlanan kaynak yaklaşık % 50 pay ile birinci sırayı almaktadır. Bu finansman şeklini dışarıdan temin edilen krediler takip etmekle birlikte, özellikle 1999 ve 2000 yıllarında gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren firmaların finansmanında halka arz yoluyla yapılan sermaye temininin (*equity financing*) aldığı pay önemli bir sıçrama göstermiş, sırasıyla % 14 ve % 19'luk bir paya sahip olmuştur. İkinci dünya savaşından bu yana en yüksek seviyenin yakalandığı bu gelişmenin itici gücü ise yeni ihraçların içinde % 50 oranında aldığı pay ile Çin olmuştur. Tahvil ihraçları ile finansmanın göreceli üstünlüğünü muhafaza ettiği toplam içinde, özellikle sendikasyon kredileri şeklinde elde edilen finansmanın (*loans*) aldığı pay, yabancı bankaların gelişmekte olan ülkelerde oluşan risklerini aşağıya çekme çabasına paralel olarak 2001 yılında düşme eğilimi göstermesine rağmen son 4 yılın ortalaması alındığında % 40 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tablo 1: Gelişmekte Olan Piyasaların Finansmanı (Milyar ABD Doları)

İhraçlar	1998	1999	2000	2001
Tahvil ve Bono	79.5	82.4	80.5	89.0
Hisse Senedi	9.4	23.2	41.8	11.2
Krediler	60.0	58.1	94.2	62.2
Toplam	148.9	163.7	216.5	162.4

Kaynak: IMF

Birincil halka arz işlemlerinin dünyadaki gelişimine bakıldığında (Tablo 2), 1995-2001 yılları arasında dünyada toplam 17,015 şirketin halka arz işleminin gerçekleştirildiği görülmektedir. Bölgesel olarak ilk iki sırayı Kuzey Amerika ve "Avrupa-Afrika-Ortadoğu" bölgesinin aldığı bu tablo içinde, özellikle son yıllarda Avrupa'da halka açılan şirket sayısında hızlı bir artış gözlemlenmektedir. Nitekim, yeni halka arzların toplam piyasa kapitalizasyonu içinde aldığı paya bakıldığında, bu oranın ortalama olarak Euro Bölgesi için son 3 yıl içinde % 4'ün üzerinde gerçekleştiği, buna karşılık ABD ve Japonya'da % 2 civarında olduğu görülmektedir. Avrupa'da faaliyet gösteren şirketler arasında halka açılma yönünde görülen bu artış eğiliminin "Tek Avrupa" fikrinin aktif olarak uygulamaya geçirilmeye başladığı 1999 yılından sonra hızlanması dikkat çekicidir.

yonu içinde aldığı paya bakıldığında, bu oranın ortalama olarak Euro Bölgesi için son 3 yıl içinde % 4'ün üzerinde gerçekleştiği, buna karşılık ABD ve Japonya'da % 2 civarında olduğu görülmektedir. Avrupa'da faaliyet gösteren şirketler arasında halka açılma yönünde görülen bu artış eğiliminin "Tek Avrupa" fikrinin aktif olarak uygulamaya geçirilmeye başladığı 1999 yılından sonra hızlanması dikkat çekicidir.

Tablo 2: Dünyada Bölgeler İtibarı ile Halka Arz Edilen Yeni Şirket Sayısının Gelişimi

Yıllar	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kuzey Amerika	738	1,130	1,143	811	903	770	617
Güney Amerika	95	119	97	148	39	46	22
Avrupa, Afrika, Ortadoğu	597	691	860	1,025	1,317	1,520	1,140
Asya-Pasifik	326	483	462	263	380	772	501
Toplam	1,756	2,423	2,562	2,247	2,639	3,108	2,280

Kaynak: FIBV

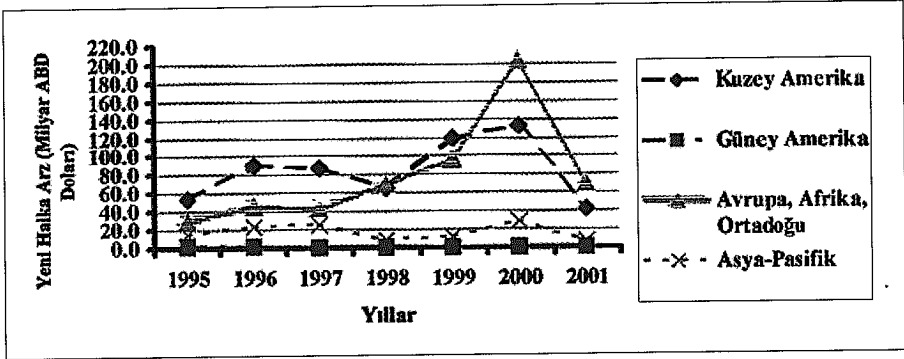
¹Çin tarafından gerçekleştirilen yeni halka arzlarında birinci sırayı Çin Telekomünikasyon Şirketi olan Chinese Unicom (5.7 Milyar ABD Doları), Çin Petrol ve Kimya Şirketi (3.5 Milyar ABD Doları) ve China Mobile Ltd. (6.9 Milyar ABD Doları) almaktadır.

²The Euro Equity Markets, s. 12. Euro Bölgesi; Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Avusturya, Portekiz ve Finlandiya'yı içine almaktadır.

Dünyada 1995-2002 yılları arasında gerçekleştirilen birincil halka arz rakamları incelendiğinde, şirketlere toplam olarak 1.2 trilyon ABD Doları tutarında kaynak sağlandığı görülmektedir. 1995-1998 yılları arasında gerçekleştirilen birincil halka arz işlemlerinde ilk sırayı Kuzey Amerika bölgesi almış olmakla birlikte, özellikle 1998 yılından başlamak üzere Avrupa'da birincil halka arz işlemlerinde görülen yoğun artış "Avrupa, Afrika ve Ortadoğu" bölgesinin aldığı payı oldukça arttırmıştır (Şekil 1).

cunda halka açılan 6,249 şirketin yaklaşık 500 Milyar ABD Doları kaynak temin ettiği ve bu toplam içinde teknoloji şirketlerinin başı çektiği görülmektedir. Bununla birlikte, özellikle 2001 yılında bu sektörün toplam içinde aldığı paydaki düşüş dikkat çekici niteliktedir. İkinci sırada yer alan Avrupa bölgesinde ise, özellikle Euro bölgesindeki şirket sayısında 1998-2000 yılları arasında % 10 oranında bir artış gerçekleşmiş ve toplam şirket sayısı 4,914'e yükselmiştir (Bu dö-

Grafik 1: Dünyada Bölgeler İtibarı ile Gerçekleştirilen Birincil Halka Arz İşlemlerinin Miktarı (Milyar ABD Doları) (1995-2001)



Kaynak: FIBV

Sıralamada ilk sırayı alan Kuzey Amerika bölgesi içinde en büyük paya sahip olan ABD'nde 1980-2001 yılları arasında gerçekleştirilen halka arz işlemleri sonucu halka açılan şirket sayısı ve elde edilen kaynak miktarı ise Tablo 3'de gösterilmiştir. Tablo 3 incelendiğinde, son 20 yıllık süre içinde ABD'nde birincil halka arz işlemleri sonu-

nemde, ortalama artış oranı Japonya'da yıllık ortalama % 5 olmuş, ABD'nde ise yıllık ortalama % 4 azalma görülmüştür. Bu artış trendinde rol oynayan en önemli faktörler, şirket birleşmeleri ve satın almaları, özelleştirmeler ile yatırımcıların hisse senetlerine yönelme eğiliminde görülen artıştır. Özelleştirme uygulamaları bir tara-

Tablo 3: ABD’nde 1980-2001 Yılları Arasında Hisse Senetleri Halka Arz Edilen Şirket Sayısı ve Elde Edilen Kaynak Miktarı

Yıllar (%)	Birincil Halka Arz Edilen Şirket Sayısı	Elde Edilen Kaynak (Milyon ABD Doları)	Teknoloji Şirketlerinin Payı
1980-1989	1,982	82,476	26.0
1990-1994	1,632	101,652	23.0
1995-1998	1,752	140,613	37.0
1999-2000	803	129,363	72.0
2001	80	34,344	29.0
1980-2001	6,249	488,448	34.5

Kaynak: Welch & Ritter (2002), s. 4.

fa bırakılacak olursa, Euro bölgesinde birincil halka arzlarda ilk sırayı teknoloji, medya ve telekomünikasyon şirketleri almaktadır. Bu şirketlerin yeni halka arzlar içinde aldıkları pay 1999 ve 2000 yılında % 50 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Hisse senetleri piyasasının önemini ve büyüklüğünü yansıtan göstergelerden biri de, piyasada işlem gören hisse senetlerinin piyasa ka-

pitalizasyonunun ekonominin temel göstergelerinden biri olan Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) ya olan oranıdır. Euro Bölgesi için bu oran 1990-1995 yılları arasında ortalama % 25 civarında gerçekleşmiş olmakla birlikte, hisse senetleri piyasasında görülen hızlı büyüme sonucunda % 90’lar seviyesine ulaşmıştır. Tablo 4, yıllar itibarı ile, Avrupa, ABD ve Japonya’da bu oranın gelişim trendini göstermektedir.

Tablo 4: Bölgeler İtibarı ile Piyasa Kapitalizasyonunun GSYİH’ya Oranı (%)

Bölgeler	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Euro Bölgesi	21	28	35	47	64	85	89
Diğer AB Ülkeleri*	65	96	113	129	146	178	161
ABD	54	94	109	130	145	181	152
Japonya	99	69	65	51	64	102	68

Kaynak: The Euro Equity Market, s. 12.

(*) 2000 yılı sonu itibarı ile "Euro"yu kullanmayan AB üyesi ülkeler, İngiltere, İsveç, Danimarka ve Yunanistan'dır.

4. TÜRK SERMAYE PİYASASI'NDA BİRİNCİL HALKA ARZ YOLU İLE KAYNAK TEMİNİ

4.1 Hisse Senetleri Halka Arz Edilen Şirket Sayısı ve İşlem Miktarı

Türk Sermaye Piyasası Mevzuatı'na göre hisse senedi ihracı yoluyla halka açılma sadece anonim şirketlerce yapılmaktadır. Bu nedenle, belirli büyüklüğe sahip şirketlerin halka açılma eğilimleri ve olanakları üzerinde durmak gerekmektedir. Türkiye'de şirketlerin

hisse senetleri tek menkul kıymetler borsası olan İMKB'nda işlem görmektedir. Tablo 5, yıllar itibarıyla İMKB'nda işlem gören şirket sayısını ve pazarlar itibarıyla dağılımını göstermektedir. Tablo 5'de dikkati çeken en önemli husus, yıl içinde İMKB'na giren ve çıkan şirket sayısı dikkate alınarak yapılan hesaplama sonucu 1990-2000 yılları arasında şirket sayısının az veya çok sürekli artmış göstermiş olmasına rağmen, ilk defa 2001 yılı içinde bir düşüş göstermesidir. Bu durum, Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu ciddi krizin doğal bir uzantısı olarak da yorumlanabilir.

Tablo 5: İMKB'de Pazarlar İtibarı ile İşlem Gören Şirket Sayısının Gelişimi

Yıllar	Ulusal Şirket	Bölgesel Pazarlar	Yeni Şirket Pazarı	Gözetli Pazarı	Yıl İçinde Giren	Yıl İçinde Çıkan	İşlemGören Şirket Sayısı
1990	110				35	10	110
1991	134				24	-	134
1992	145				13	2	145
1993	160				17	2	160
1994	176				25	9	176
1995	193	12			30	1	205
1996	213	11	1	3	25	2	228
1997	244	7	2	5	31	1	258
1998	262	7	1	7	20	1	277
1999	256	10	1	18	10	2	285
2000	287	13	-	15	36	6	315
2001	279	13	-	18	1	6	310

Türkiye’de birincil halka arzlar ağırlıklı olarak ortak satışı ve sermaye arttırımı şeklinde gerçekleştirilmektedir. Buna ek olarak, 1990, 1991 ve 1993 yıllarında özelleştirme amacıyla da halka arz işlemi yapılmıştır. Bu süre içinde yapılan halka arz işlemleri sonucunda 150.3 Trilyon TL nominal değerle ihracı yapılan hisse senetleri üzerinden elde edilen hasılat miktarı 1,965 Trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. Dolar cinsinden incelendiğinde, 1990-2001 yılları arasında gerçekleştirilen birincil halka arz işlemleri yolu ile sağlanan kaynak tutarı toplamı 6 Milyar ABD Dolarıdır. Tablo 6 ve Şekil 2 sırasıyla Türkiye’de 1990-2001 yılları arasında gerçekleştirilen birincil halka arz işlemleri sonucunda elde edilen hasılat rakamlarının gelişimini Türk Lirası ve ABD Doları cinsinden göstermektedir.

Tablo 6 incelendiğinde, 1990-2001 yılları arasında 1995 yılına kadar çok sık bir düzeyde kalan halka arz miktarının, özellikle 1996 yılından başlamak üzere Türkiye ekonomisinde ciddi bir krizin yaşandığı 2000 yılı sonuna kadar, 1999 yılında yaşanan düşüş bir tarafta bırakılırsa, artış gösterdiği görülmektedir. 1999 yılı üçüncü çeyreğinde yaşanan ekonomik ve politik gelişmeler, 1998 ve 1999 yılları boyunca dünya piyasalarına hakim olan global mali krizden nasibini alan Türk Sermaye Piyasası’na da bir canlılık getirmiş ve 2000 yılı ba-

şından itibaren İMKB bir dizi halka arz işlemine sahne olmuştur. Esas itibarı ile 2000 yılının, sayıca ve halka arz büyüklüğü olarak, kuruluşundan itibaren İMKB için rekor yılı olduğu söylenebilir. Bu yılda ortalama halka arzın boyutu da önemli bir gelişme kaydetmiştir. 2000 yılına kadar ortalama halka arz boyutu 10-15 Milyon ABD Doları arasında iken, 2000 yılında Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. haricindeki halka arzların ortalama büyüklüğü 30 Milyon ABD Doları olmuştur. Türkiye’de ekonomik krizin yaşandığı 2001 yılı başından itibaren ise, olumsuz piyasa koşullarından dolayı biri 2001 yılı, üçü 2002 yılı içinde olmak üzere sadece 4 adet halka arz işlemi gerçekleştirilmiştir. Diğer taraftan, Türk Sermaye Piyasası’nda birincil halka arz işlemleri genellikle yılın ikinci çeyreğinde yoğunlaşmış (%32.71), yılın ilk ve son çeyreğinde ise en düşük seviyesinde (% 21.80) gerçekleşmiştir.

Loughran, Ritter ve Rydqvist (1994) in çalışmasında, birincil halka arz miktarının hisse senedi endeksinin yüksek olduğu dönemlerde (yüksek piyasa getirilerinin elde edildiği dönemlerde) yükseldiği belirtilmektedir. Nitekim, Türk Sermaye Piyasası’nda 1990-2001 yılları arasındaki dönemde birincil halka arz işlemi sonucunda elde edilen hasılatın İMKB-Ulusal 100 endeksinin gelişimi ile yıllar itibarıyla paralel bir seyir izlediği görül-

Tablo 6: Birincil Halka Arzdan Elde Edilen Hasılat ve Nominal Tutar (Milyar TL)

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Ortak Satışı	2,208	233	555	963	5,393	5,423
Sermaye Artırımı	215	622	89	421	2,291	4,273
Tedrici Usul	-	5	-	-	-	146
Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	-	-	-	-	-	856
Özelleştirme	152	617	-	400	-	-
Toplam Hasılat	2,575	1,477	644	1,784	7,684	10,698
Toplam Nominal Tutar	323	308	103	209	709	1,944
Halka Arz Edilen Şirket Sayısı	35	24	14	16	25	29

Yıllar	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ortak Satışı	7,172	8,129	413	1,301	1,235,091	386
Sermaye Artırımı	6,790	45,465	20,578	15,772	304,202	-
Tedrici Usul	-	-	-	-	-	-
Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	738	9,975	73,328	29,400	181,329	-
Özelleştirme	-	-	-	-	-	-
Toplam Hasılat	14,700	63,569	94,319	46,473	1,720,262	386
Toplam Nominal Tutar	2,985	9,668	11,527	26,813	95,370	368
Halka Arz Edilen Şirket Sayısı	27	29	20	10	35	1

Kaynak: İMKB Kotasyon Müdürlüğü

mektedir. Grafik 3, İMKB-Ulusal 100 Endeksinin dolar bazlı gelişimi ile dolar bazında birincil halka arz işleminden elde edilen hasılatın gelişimini birlikte göstermektedir. Benzeri bir karşılaştırma, halka arz edilen miktar ile "piyasa değeri/defter değeri" oranı arasında da yapıla-

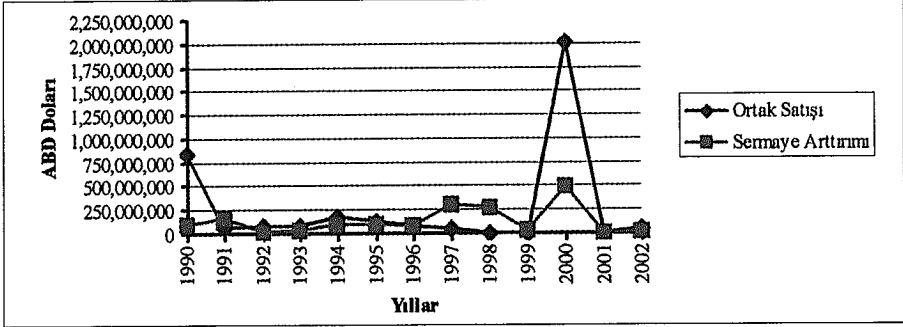
bilir. Bu durumda da, her iki değişken arasında benzeri bir ilişki görülmektedir.³

İkincil halka arz işlemleri sonucunda elde edilen kaynak miktarı ise 2000 yılı sonu itibariyle 3 Milyar ABD Dolarıdır⁴ (Grafik 4). İkincil halka arz piyasası 2000 yılında

³"Piyasa Değeri/Defter Değeri" oranı, hisse senedi fiyatının hisse başına özsermaye değerinin kaç katı olduğunu gösterir. Bu oran, İMKB'nda 1990-2001 yılları arasında sırasıyla 4.05, 2.59, 1.67, 6.78, 5.09, 3.71, 4.52, 8.31, 3.21, 8.46, 3.24 ve 3.94 olarak gerçekleşmiştir.

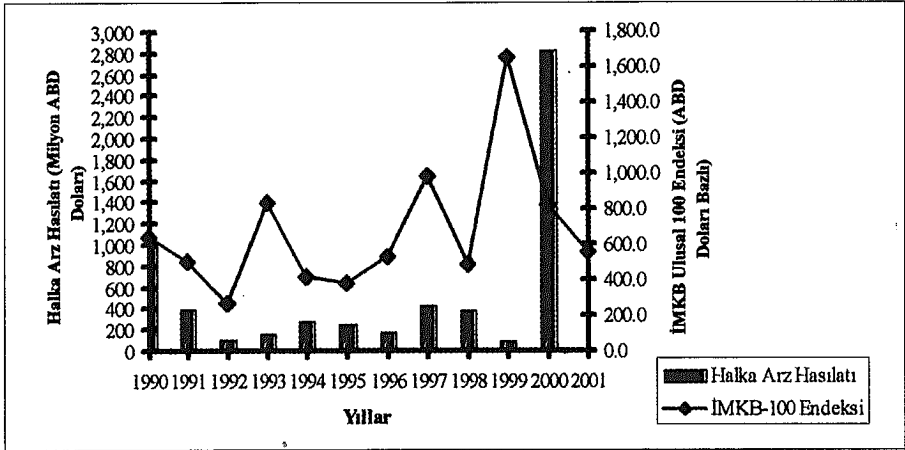
⁴İMKB'nın internet sitesindeki veriler 1994-2000 yılları arasında yapılan ikincil halka arz rakamlarını içermektedir. Bundan önceki dönemde gerçekleştirilmiş olan ikincil halka arz işlemlerine ilişkin sağlıklı herhangi bir veriye ulaşılamamıştır.

Grafik 2: Birincil Halka Arz İşlemlerinden Elde Edilen Hasılat Tutarının Gelişimi ⁵



Kaynak: İMKB

Grafik 3: İMKB-Ulusal 100 Endeksi ile Birincil Halka Arzdan Elde Edilen Hasılat Tutarının Karşılaştırılması (1990-2001)



Kaynak: İMKB

canlanmıştır. Büyük ölçekli arzlar-da özelleştirmelerin ağırlığı dikkati çekmektedir. 1998 yılında toplam 928 Milyon ABD Doları tutarındaki ikincil halka arzın 616 Milyon ABD Doları T. İş Bankası A.Ş'nin özelleş-

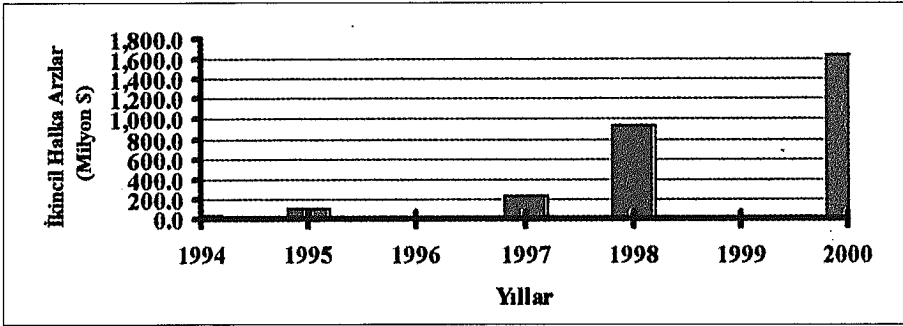
tirmesinden kaynaklanmaktadır. 2000 yılındaki 1.64 Milyar ABD Dolarlık halka arzın 1.14 Milyar ABD Doları da Tüpraş'ın özelleştir-mesinden elde edilmiştir. Birincil halka arzlarda görülen boyut büyü-

⁵ Grafik 2'de, 2001 yılı içinde görülen yükseliş, gerçekleştirilen 1.78 Milyar ABD Doları tutarındaki Türkcell İletişim Hizmetleri A.Ş'nin halka arz işleminden kaynaklanmaktadır.

mesi ikincil halka arzlarda da söz konusudur. Özelleştirmeler hariç tutulursa, 2000 yılına kadar ortalama 25 Milyon ABD Doları olan ikincil halka arz büyüklüğü, 2001 yılında 71 Milyon ABD Dolarına çıkmıştır. İkincil halka arzların ortalama büyüklüğü birincil halka arzların iki katından fazladır. Bu fark, özellikle bankaların ikincil halka arz boyutlarının büyüklüğünden kaynaklanmaktadır.⁶

Halka arz işlemi ile ilişkili olarak üzerinde durulması gereken diğer bir husus da, halka açılan şirket sayısı ve satılan hisse senedi tutarının dağıldığı yatırımcı profilidir. Tablo 7, 1992-2001 yılları arasında halka arz yöntemine göre halka açılan şirket sayısının gelişimini göstermektedir. Tablo 7'den de görüleceği üzere, 1994 yılına gelinceye kadar halka arz işlemi genellikle ortak (hissedar) satışı şeklinde gerçekleş-

Grafik 4: İkincil Halka Arzlardan Elde Edilen Hasılatın Yıllar İtibariyle Gelişimi



Kaynak: İMKB Kotasyon Müdürlüğü

Tablo 7: Halka Arz Yöntemine Göre Halka Açılan Şirket Sayısı

Yıllar	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ortak Satışı	10	12	17	11	11	5	1	4	5	1
Sermaye Arttırımı	4	4	8	13	13	19	13	5	22	-
Tedrici Usul	-	-	-	2	-	-	-	-	-	-
Ser.Art. / Ort. Sat.	-	-	-	3	3	5	6	1	8	-
Toplam	14	16	25	29	27	29	20	10	35	1

Kaynak: İMKB Kotasyon Müdürlüğü

⁶TSPAKB Türk Sermaye Piyasası Raporu, 2001, s. 19.

miş iken, bu yıldan başlamak üzere her sene artan ölçüde olmak üzere sermaye arttırımı şeklinde gerçekleştirilmeye başlanmış, ortak satış yönteminin önemi her geçen sene azalmıştır.

Diğer taraftan Tablo 8 de, halka arz işlemleri sonucunda yurtdışına satılan nominal tutar üzerinden elde edilen hasılat ile yabancı kurum/kişi sayısının yıllar itibariyle gelişimini göstermektedir. Buna göre, son yıllarda yabancı yatırımcılara yapılan satışta, 2000 yılı bir tarafa bırakılacak olursa, 1998 yılından bu tarafa bir düşüş söz konusudur. Buna ek olarak, yabancı kurum/kişi sayısı ve alış yaptıkları tutarlar üzerine yorum yapılırken, aynı kurum veya kişilerin birden fazla halka arz işleminden pay alabileceği ve Türk vatandaşlarının da yurtdışındaki aracı kuruluşları kullanmak sureti ile

alım yapabilecekleri hususunun da unutulmaması gerekmektedir.

Dünyada gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında yapılan bir ayrıştırma Türkiye'nin dünya üzerindeki yerini daha çarpıcı olarak ortaya koyacaktır. Bu açıdan bakıldığında, gelişmişlik düzeyi olarak kendine benzer özellikler taşıyan ülkelerin birincil halka arz toplamı içinde Türkiye'nin payı Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş'nin hisse senetlerinin halka arz edildiği 2000 yılı ile 1998 yılında yaşanan Güneydoğu Asya krizi bir tarafa bırakılacak olursa ortalama % 2 seviyesindedir (Tablo 9). Gelişmiş ülkeler arasından Avrupa Birliği içinde yer alan altı ülkenin birincil halka arz rakamları incelendiğinde ise, Yunanistan dışında kalan ülkelerin çok ciddi rakamlara sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 8: Yurtdışına Satıştan Elde Edilen Hasılat Tutarı ile Kurum ve/veya Kişi Sayısı

Yıllar	Kurum ve/veya Kişi Sayısı	Hasılat Tutarı (ABD Doları)
1995	221	-
1996	269	-
1997	477	-
1998	271	286,150,514
1999	9	10,056,501
2000	888	1,930,083,413
2001	2	22,450
2002	54	20,626,520

Tablo 9: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Birincil Halka Arz İşlemleri (Milyon ABD Doları) ⁷

Ülkeler	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Endonezya	2,689.0	1,046.7	1,160.0	101.6	40.9	250.5	128.8
Malezya	1,679.4	1,522.1	1,718.2	221.5	255.3	239.7	295.4
Kore	2,057.8	1,844.8	486.2	14.4	2,409.4	858.0	108.3
Tayvan	1,922.3	1,553.0	1,425.1	1,289.7	824.3	1,456.9	385.9
Brezilya	191.5	177.9	152.4	312.5	178.1	290.5	242.2
İsrail	74.4	88.5	170.7	388.3	186.5	401.2	16.6
Macaristan	956.7	372.9	4,002.2	819.9	723.7	0.2	1.9
Polonya	414.9	51.6	302.5	242.4	110.9	298.4	BY
Hong Kong	1,045.3	4,036.0	10,544.6	768.6	2,208.7	16,952.5	3,296.9
Yeni Zelanda	41.0	630.4	29.2	45.0	775.0	92.4	332.1
Filipinler	1,201.3	1,031.8	333.1	132.2	19.3	12.5	4.7
Türkiye	246.7	167.9	420.3	383.3	90.7	2,806.2	0.2
Toplam	11,031.3	10,693.5	19,961.9	4,158.9	6,937.8	20,747.9	4,476.0
Türkiye (%)	2.24	1.57	2.11	9.22	1.31	13.53	0.00
İngiltere	4,697.0	16,651.8	11,594.8	6,641.0	7,370.7	14,473.1	7,778.0
Fransa	203.4	1,234.5	8,216.2	14,328.2	7,313.9 ^a	49,371.6 ^b	32,070.7 ^b
Almanya	4,890.2	13,446.9	2,853.4	3,765.5	13,696.1	23,343.1	BY
İtalya	4,339.6	2,026.5	924.8	674.4	1,517.5	6,217.5	3,429.3
İspanya	BY	BY	BY	5,633.5	26,571.3	61,684.1	17,170.7
Yunanistan	89.0	475.6	75.0	1,060.9	992.5	2,596.7	946.4

Kaynak: FIBV

BY = Bilgi Yok, (a) Euronext Paris, (b) Euronext ^a

4.2 Halka Arza Aracılık Faaliyeti ve Satış Yöntemi

Halka arz, sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arzı yoluyla satışına aracılık için SPK'ndan yetki belgesi almış aracı kuruluşlar

vasıtasıyla yapılabilir. Türkiye'deki halka arzlar incelendiğinde, halka arz aracılığın "en iyi gayret aracılığı" veya "bakiyeyi yüklenim" şeklinde yapıldığı görülmektedir. Öncelikli olarak bu iki kavramı açıklamakta fayda var.

⁷ Bu tabloda, gelişmekte olan ülke kategorisinde olan Rusya, Arjantin ve Çek Cumhuriyeti veri olmamasından dolayı yer almamıştır.

^a Euronext; Amsterdam, Paris ve Brüksel borsalarının bir araya gelmesi suretiyle 22 Eylül 2000 tarihinde kurulmuştur.

a. En İyi Gayret Aracılığı (EİGA):

Halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının izahnamede belirtilen satış süresi içinde satılmasını, satılamayan kısmın ise ihraççıya iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder. Aksi aracılık sözleşmesinde belirtilmediği sürece, aracı kuruluş tarafından satılan sermaye piyasası araçlarının bedelleri en geç satış süresini izleyen iş günü sonunda ihraççıya tam ve nakden ödenir.

b. Bakiyeyi Yüklenim (BY): Sermaye piyasası araçlarının, aracı kuruluşlarca halka arz yoluyla satılmasını ve satılamayan kısmın tamamının, bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınacağını taahhüt edilmesidir.

Tablo 10, yıllar itibarı ile halka açılan şirketlerin aracılık yüklenim şekillerini ve satış yöntemlerini göstermektedir. Tablo 10'dan da görüleceği üzere, halka açılan şirketlerin aracılığı konusunda, aracılık faaliyetinde bulunan kurumlar özellikle "en iyi gayret yöntemini" takip etmektedirler. Son beş yıl içinde yapılan halka arz işlemlerinin sadece 2 tanesinde "bakiyeyi yüklenim" yöntemi tercih edilmiştir. Bunun en önemli nedeni, "bakiyeyi yüklenim" yönteminde aracılık faaliyetinde bulunan kurumun ekstra bir yükümlülük üstlenmek suretiyle satılamayan kısmı almak zorunda kalıyor olmasıdır.

Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında talep toplama, talep toplamaksızın satış

Tablo 10: Halka Arzlarda Aracılık Yüklenim ve Satış Yöntemleri (1993-2001)

Yıllar	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
EİGA	14	17	23	22	28	19	10	35	1
BY	2	8	6	5	1	1	-	-	-
Toplam	16	25	29	27	29	20	10	35	1
SFTT	1	5	16	24	28	19	8	34	1
FTATT	-	18	7	-	1	-	-	-	-
BS	-	2	6	3	-	1	2	1	-
DSY	15	-	-	-	-	-	-	-	-

ve borsada satış olmak üzere üç yöntem kullanılabilir. Bununla birlikte, bazı ortaklıklar için belirli satış yöntemlerine uyma zorunluluğu getirilmiştir. Hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların yeni pay alma hakkı kullandırılmasından sonra kalan payların satışında borsada işlem yöntemini kullanması, halka açık olmayan ortaklıkların hisse senetlerinin hissedarları tarafından halka arz edilmesi ve halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırarak, artırılan sermayeyi temsil eden paylarını kısmen veya tamamen halka arz etmeleri durumunda, talep toplama veya borsada satış yöntemlerinden birini uygulaması zorunludur. Ayrıca, nitelikleri belirlenmiş halka açık ortaklıklar talep toplama veya borsada satış yöntemlerinden birini uygulamak zorundadırlar.

Tablo 10 incelendiğinde, ülkemizde halka arz işlemleri sırasında genellikle sabit fiyatla talep toplama

(SFTT) yönteminin kullanıldığı görülmektedir. Geçmiş 10 yıl değerlendirildiğinde, direkt satış yönteminin (DSY) sadece 1993 yılında kullanıldığı, fiyat teklifi alma ile talep toplama (FTATT) yöntemi ile Borsada satış (BS) yönteminin ise sadece 1994 ve 1995 yıllarında yoğun olarak kullanıldığı görülmektedir. Halihazırda Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) nda inceleme safhasında bulunan 36 şirketin halka arz başvurusu bulunmaktadır⁹ Sektörler itibarı ile bakıldığında bu şirketler Tablo 11'deki gibi dağılmıştır. Bu tabloda dikkat çekici en önemli nokta, halka açılmayı hedefleyen şirketler içinde ISO-500 kapsamında yer alan şirketlerden çok azının bulunduğu gerçeğidir.

4.3 Türk Sermaye Piyasasında Birincil Halka Arz İşlemi ile Kaynak Temini

İMKB bünyesinde şirketler esas itibarı ile Ulusal Pazar'da kote ola-

Tablo 11: 2002 Yılında Yapılması Planlanan Halka Arzlar

Sektör	Firma Sayısı	Sektör	Firma Sayısı
Enerji	3	Petrol Türevleri, Plastik, Boya	4
Teknoloji/Elektronik	6	Yayıncılık, Kağıt, Matbaa	5
Gıda	3	Tekstil	3
Pazarlama/Dağıtım	4	Otomotiv	1
Bankacılık, GYO, Leasing	6	Holding	1

Kaynak: SPK

⁹ Bu bilgi, SPK'nun websitesi olan "<http://www.spk.gov.tr>"den 30.09.2002 tarihi itibarıyla alınmıştır.

bilmek amacıyla halka arz işlemi yapmaktadırlar. Bununla birlikte Borsa bünyesinde, küçük ve orta ölçekli şirketlere yönelik olarak kurulmuş olup, Borsa tarafından Ulusal Pazara kote olmak için belirlenen kotasyon kriterlerini sağlayamayan şirketlerin işlem görebileceği bir de Bölgesel Pazar bulunmaktadır. Ayrıca İMKB, yeni kurulmuş ve fon gereksinimi duyan şirketlere Borsa kanalıyla alternatif bir finansman yöntemi sunmak, yeni projelere ve teknolojilere işlerlik kazandırılmasına yardımcı olmak amacıyla Yeni Şirketler Pazarı (YŞP) nı kurmuştur. Söz konusu Pazarı, Ulusal ve Bölgesel Pazar'dan ayıran en önemli özellik, bu pazarda işlem görecektir şirketlerin kurucularından, ortaklarından veya yöneticilerinden, gerçekleştirecek halka arz işlemi sonucu sağlanacak gelire eşdeğer tutarda ve asgari 1 yıl süreli banka teminat mektubunun şirkette iflas, konkordato ve benzeri risklerin gerçekleşmesinde kullanılmak üzere Borsa tarafından alınmasıdır. Bununla birlikte, kurulduğu tarihten 2002 yılı sonuna gelinceye kadar YŞP'nda sadece iki şirket işlem görmüştür. Bu da Pazarın hedeflediği amaca ulaşamadığını göstermektedir.

Türkiye'deki birincil halka arz işlemleri incelendiğinde, halka arz işlemi yapan şirketlerin piyasa değerinin çoğunlukla 10-50 Milyon ABD

Doları arasında olduğu görülmektedir (Şekil 5)¹⁰. Diğer bir ifade ile, piyasa değeri 50 Milyon ABD Dolarının üzerinde olan büyük firmalar borsada halka arz işlemi yapmak suretiyle kaynak teminini ağırlıklı olarak tercih etmemişlerdir. Bu durum, borsada işlem gören şirketlerin niteliklerinin ve halka arz amaçlarının sorgulanmasına neden olmaktadır. Özellikle ucuz kaynak temin etmek isteyen, yeni yatırımlara yönelmekten ziyade işletme sermayesinin finansmanı amacıyla kaynak teminine çalışan şirketler bu piyasaya yönelmekte, bu ise sermaye piyasasının savunduğu en önemli tez olan sermayenin (mülkiyetin) tabana yayılması suretiyle yeni yatırımların finansmanı yaklaşımının dışında kalmaktadır. Örneğin, 2001 yılı içinde gerçekleştirilen Galatasaray ve Beşiktaş Spor Kulüplerinin halka arz işlemleri şirketleşmeyi amaçlamakla birlikte aslında başkanlık seçimleri öncesinde kulüplerin kaşasına kısa vadeli nakit girişi sağlama çabasına yönelik çalışmalardır.

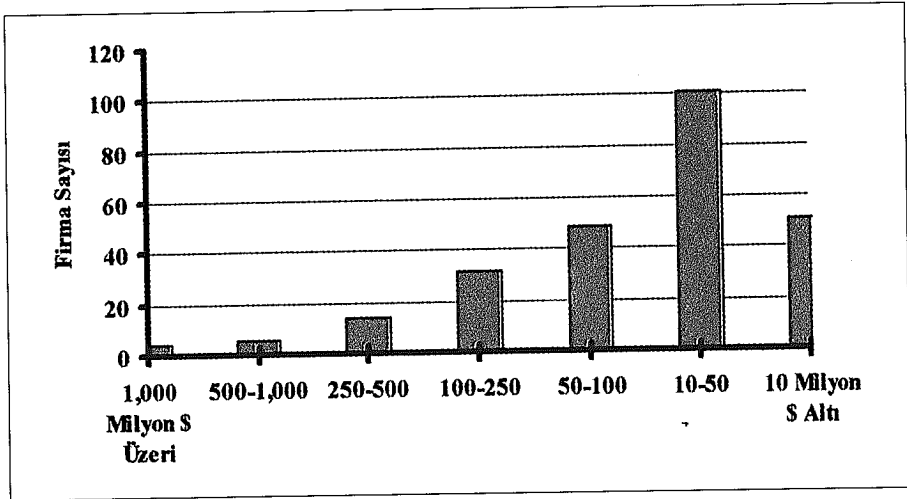
Türk Sermaye Piyasası'na ve dolayısıyla da Borsa'ya yöneltilen eleştirilerden biri de, halka yeni açılan şirketlerin iyi eleme yapılmadan bu piyasaya gelip fon topladıklarıdır. Halka açılmayı tercih eden şirketlerin çoğu "Küçük-Orta Boy İşletme" (KOBİ) ölçeğindedir. Bu nedenle, piyasanın *kaliteli arz sorunu* vardır.

¹⁰ Şirketlerin piyasa değeri, halka arz edilen tarihteki dolar bazında elde edilen toplam hasılatın halka açıklık oranına bölünmesi sureti ile bulunmuştur.

Bu yorumu kuvvetlendiren olgulardan biri de, halka açılan küçük sermayeli şirketlerin piyasada işlem yapan büyük yatırımcılar tarafından sıkça spekülâtif ve manipülâtif amaçlı işlemlere konu olması ve bir kısmının kısa süre içinde başarısız deneyimler yaşayarak piyasadaki önemini yitirmesidir. Nitekim, ilgili denetim

• Şirketler, bankalardan kullandıkları kredilere ilişkin borçlarına karşılık çoğu zaman şirketlerinin hisse senetlerini teminat olarak göstermektedirler. Ekonomik konjonktürün olumsuz geliştiği dönemlerde, şirketler bankalara olan borçlarını vadesinde ödemekte zorlandıklarında, bankalar ellerinde

Grafik 5: Hisse Senetleri Halka Arz Edilen Şirketlerin Piyasa Değerleri İtibariyle Dağılımı (Milyon ABD Doları)



Kaynak: İMKB

ve gözetim birimleri tarafından düzenlenen raporlar genellikle küçük şirketlerin hisseleri içindir.¹¹

Türkiye'de özellikle küçük ölçekli (sermayesi düşük) şirketlerin halka arz işleminde ilk sırayı almasının ardında bazı önemli nedenler vardır. Bunlardan bazıları şunlardır:

teminat olarak bulunan hisse senetlerini piyasada satmak sureti ile gelir elde etmek istemektedirler. Bu nedenle de bankalar kredi kullandırırken, genellikle hisse senetleri halka arz edilmiş ve piyasada işlem görmekte olan şeffaf ve güvenilir şirketleri tercih etmektedirler. Diğer bir ifade ile, şirketlerin halka

¹¹Bu çıkarıma, SPK'nun işlem yasağı getirdiği kararların incelenmesi sonucu ulaşılmıştır. Bu kararlara konu hisse senetlerinin çoğu küçük şirketlere aittir.

açıklığı şirketlerin bankalar nezdindeki kredibilitesini yükseltmektedir.

- Türkiye’de yatırım yapmayı düşünen yabancılar çoğu zaman bu amaçlarını gerçekleştirebilmek için aracı kurumlar vasıtasıyla tespit ettikleri Türkiye’de faaliyet gösteren küçük ama verimli şirketlere ortak olmak sureti ile Türkiye’deki piyasalara girmek ve pay almak istemektedirler. Yabancı yatırımcılar bu ortaklık işlemi sonucunda elde edecekleri şirket hisse senetlerini ileride zarara uğramaksızın uygun fiyattan piyasadan satabilmek amacıyla ortaklığın önşartı olarak söz konusu firmaların halka açılmasını istemektedirler.

- Halka açılma kararını veren firmaların mali yapıları incelendiğinde, bu firmaların çoğunda özkaynak dışında kullandıkları borçların oldukça yüksek bir seviyeye geldiği, diğer bir ifade ile çok yüksek oranda bir finansal kaldıraç ile çalıştıkları görülmektedir. Bu durum, söz konusu firmaların özellikle bankalardan kullandıkları kredi miktarına bir sınır getirmekte ve yeni kaynak girişi amacı ile firmaları sermaye piyasasına yönlendirmektedir. Diğer bir ifade ile, söz konusu şirketler için halka açılma işlemi, gerçek anlamda halka açılmaktan ziyade kısa vadeli kaynak teminine yönelik olmaktadır.

Türkiye’de üzerinde durulması gereken hususlardan biri de halka açıklık oranının istenilen seviyede olmamasıdır. Türkiye’deki işletmelerin çoğu aile şirketi niteliğinde olup, İMKB’nda işlem gören şirketlerin ortalama halka açıklık oranı 2000 yılı içinde gerçekleştirilen halka arzlara rağmen hala oldukça düşük seviyede bulunmaktadır (% 24)¹². Oysa gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının birçoğunda halka açıklık oranı % 50’nin üzerinde bulunmaktadır (ABD’nde % 80, İsrail’de % 60.2, Bulgaristan’da % 64.1, Hong Kong’da % 66).

Türkiye’de halka açıklık oranının düşük olmasının nedenlerinden biri, kayıt dışı ekonominin varlığıdır. Sık sık vergi değişikliklerine gidilmesi de şirketlerin sermaye piyasalarına yönelmesini engellemektedir. Bu nedenle, halka açık anonim ortaklıkların mali yükleri hafifletilmesi, eğitime katkı payı, özel işlem vergisi gibi ek maliyetler sermaye piyasasıyla ilişkilendirilmemelidir. Bu ortaklıkların kurumlar vergisi oranı da % 33 yerine % 10'lara düşürülmelidir. Şirketlerin halka açılmasını özendirmek için % 30 olan kurumlar vergisi oranının hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için indirilmesi halka açılmayı önemli ölçüde teşvik edecektir. Şirketlerin halka açıklık oranının artı-

¹² Halka açıklık oranının (HAO) hesaplanmasında, şirket ortaklarının sahip olduğu payların dahil edilmediği, Takasbank A.Ş’nin “misilen saklama” olarak tanımlandığı hisse senedi tutarları veri olarak kullanılmıştır. HAO açısından bu göstergenin, piyasa gerçeklerini daha sağlıklı yansıttığı düşünülmektedir.

rilmasını özendirmek üzere, kurumlar vergisi oranının halka açıklık oranı arttıkça düşürülmesi yönünde düzenleme yapılması ve halka açıklık oranına göre farklı vergi tarifeleri uygulanması mülkiyetin tabana yayılma hızını artıracaktır.

Dünyada sermaye piyasalarının gelişim trendini yansıtan önemli göstergelerden biri de, özellikle kurumsal finansman amacıyla bankacılık sektöründe kullanılan kredi hacmi ile hisse senedi piyasa kapitalizasyonunun değerinin karşılaştırılmalı durumudur. Gelişmekte olan ülkeler açısından bu iki göstergenin 1990-2000 yılları arasındaki dönem için izlediği trend incelendiğinde, ortalama olarak bu değişkenlerin birbirine yakın değerler aldığı görülmektedir.¹³ Bölgeler itibarı ile incelendiğinde ise, Asya'da bankacılık sektöründen kullanılan kredi hacminin hisse senedi piyasa kapitalizasyonunun üstünde olduğu, buna karşılık Latin Amerika ve Orta Avrupa'da ise bu durumun tam tersinin gerçekleştiği görülmektedir. Bu farklılığın ortaya çıkmasındaki en önemli neden, özellikle 1997 ve 1998 yıllarında Güneydoğu Asya'da yaşanan kriz sonucunda hisse senetleri fiyatlarında görülen önemli düşüştür. Türkiye açısından her iki

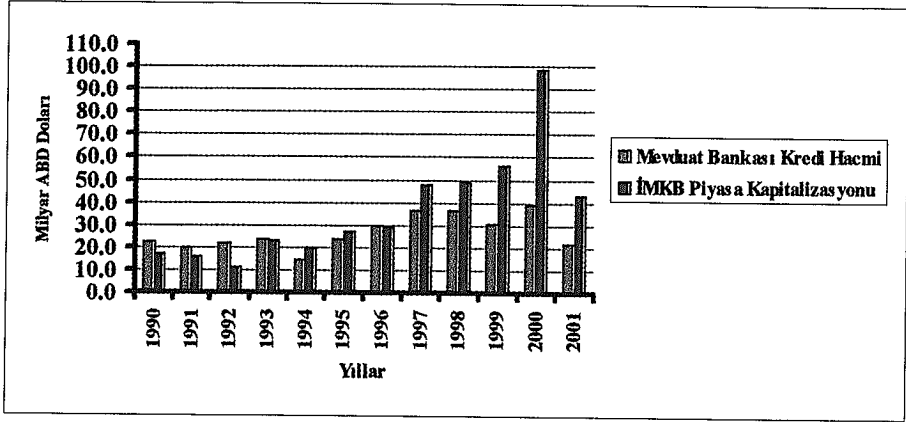
göstergenin göreceli gelişimi incelendiğinde ise, 1998 yılına kadar hemen hemen aynı seviyede hareket eden bu iki göstergenin, özellikle 1998 yılından başlamak üzere bankacılık sektöründen kullanılan krediler aleyhine bozulduğu görülmektedir. Bu gelişimin en önemli nedeni, özellikle 1997 ve 1998 yıllarında yaşanan Güneydoğu Asya ve Rusya krizlerini müteakip bankacılık sektöründen kullanılan kredi hacminin, yurtdışından temin edilen kredilerdeki azalmaya paralel olarak düşmesi ve bankaların, yüksek reel faiz elde etme imkanı sağlayan kamu borçlanma araçlarına (hazine bonoları) yönelme eğiliminin gittikçe artmasıdır. Şekil 6, 1990-2001 yılları arasında Türkiye'de faaliyet gösteren mevduat bankaları tarafından kullanılan kredi hacmi ile İMKB Hisse Senetleri Piyasası kapitalizasyonunun gelişimini ABD doları cinsinden göstermektedir¹⁴.

Grafik 6'dan da görüleceği üzere, 1994 yılına kadar mevduat bankaları tarafından kullanılan kredilerin miktarı İMKB piyasa kapitalizasyonunun üzerinde olmasına rağmen, bu yıldan başlamak üzere piyasa kapitalizasyonunun miktarı her geçen sene artış göstermek suretiyle kredi hacminin üzerinde gerçekleşmiştir.

¹³ Dünya genelinde bakıldığında, yurtdışı kredi hacmi toplamı ile hisse senedi piyasa kapitalizasyonu toplamı 2000 yılı sonu itibarıyla 3 ve 2.5 trilyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir.

¹⁴ Şekil 6'da yer alan kredi hacmi verisi yıl sonu kredi toplamı, piyasa kapitalizasyonu verisi ise her yıl için 12 ayın ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Bunun nedeni, İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda yıl içi volatilitenin (fiyat değişkenliği) yüksek olması sonucu piyasa değerlerinde aylar itibarıyla ortaya çıkan değişimin fazla olması, ortalama değerin gerçeği daha doğru yansıtmasıdır.

Grafik 6: Mevduat Bankaları Kredi Hacmi ve İMKB Hisse Senetleri Piyasası Kapitalizasyonu (Milyar ABD Doları)



Kaynak: DPT, İMKB 2001 Yıllık Raporu

5. SONUÇ

Uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı sermaye piyasasında şirketler piyasanın en önemli unsurlarından birisidir. Bu nedenle, şirketlerin halka açıklık ya da kapalılık durumu ve bu piyasa üzerinden temin edilen kaynağın niteliği sermaye piyasasını doğrudan etkiler. Buna bağlı olarak, içinde yaşanan yoğun iç ve dış rekabet ortamında, üstelik Avrupa Birliği gibi bir hedef de belirlenmiş iken, Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlerin kurumsallaşma ve bunun gereği olan "kurumsal yönetim" ilkelerini tüm faaliyetlerinde egemen kılmaları ayakta kalabilmelerinin ön şartı haline gelmiştir. Esasen, bu şirketlerin sermaye piyasasından fon sağlayabilmeleri de büyük ölçüde kurumsallaşmalarına bağlıdır. Aksi

halde, gerekli yatırımları yapabilmeleri ve rekabet ortamında ölçek ekonomisinden yararlanabilmeleri mümkün olamayacaktır.

Türk Sermaye Piyasası’nda birincil halka arz işlemleri 1990 yılından başlamak üzere geçen 10 yıl içinde önemli gelişmeler göstermiştir. Bununla birlikte, özellikle son 3-4 yıl içinde izlenen süreç sağlıklı olmaktan uzak görünmektedir. Bir taraftan KOBİ’ler borsadan kaynak teminine yönlendirilirken, diğer taraftan büyük sanayi şirketleri kaynak temini noktasında halka arz yöntemini fazla tercih etmemektedirler. KOBİ’lerin Borsa’ya yönelmeyi tercih etmesinin altında ise, özellikle bankalardan borç alma kaynaklarının kuruması ve daha çok "işletme sermayesi"ni finanse etmeye yönelik kısa vadeli kay-

nak temini ihtiyacı ön plana çıkmaktadır. Özellikle Borsa endeksinin yükseldiği dönemlerde, bu yükselişten fayda sağlamaya çalışan birçok küçük-orta boy işletme çok detaylı bir analiz ve çalışma yapmaksızın halka açılmak istemektedir. Bu noktada, aracı kurumların inceleme sorumluluğunu artırmak gerekmektedir¹⁵.

Türk Sermaye Piyasası'na gerçek anlamda bir kaynak temini sağlanmak isteniyorsa bu konuda başta SPK, Borsa ve Maliye Bakanlığı olmak üzere atılması gereken birtakım adımların olduğu düşünülmektedir. Öncelikli olarak büyük şirketlerin halka açılması, halka açık olan şirketlerin ise halka açıklık oranlarını yükseltmelerinin cazip hale getirilmesi gerekmektedir. Bu konuda alınacak önlemler arasında, sözkonusu şirketlere birtakım vergi avantajları tanınması uygun olacaktır. İkinci olarak, Borsaya açılmayı düşünen küçük ve orta boy işletmeler SPK ve Borsa tarafından teşvik edilmekle birlikte, bunlar sıkı bir analizden geçirilmeli ve mali yapıları ile ileriye yönelik plan ve projeleri dikkatle incelenmelidir. Bir sonraki etapta ise, bu şirketlerin hisse senetleri üzerinde Borsada yapılan işlemlerin etkin bir şe-

kilde gözetimi yapılmalıdır. Son olarak ise, Türkiye'de halka arzın yaygınlaştırılması için öncelikli olarak sanayinin geliştiği bölgelerdeki şirketlerin belirlenmesi ve bu şirketlerin halka açılma konusunda bilgilendirilmek suretiyle borsaya yönlendirilmesi gerekmektedir. Bu konuda en büyük görev, şirketlerin halka açılmalarına aracılık edecek olan aracı kurumlara düşmektedir. Türkiye'de Denizli, Kocaeli, Bursa, Gaziantep gibi şehirlerde büro açmak suretiyle aracı kuruluşların taşra teşkilatı İstanbul ve İzmir dışında faaliyet gösteren şirketlere de ulaşmalı, bu şirketleri rasyonel olacak bir tarzda sermaye piyasasına yönlendirmelidirler¹⁶.

Borsada işlem gören şirketler incelendiğinde, halka açıklık oranı % 50'nin üzerinde olan şirket yok denecek kadar azdır. Böyle olunca da, şirketlerin Borsa aracılığıyla el değiştirmesi mümkün bulunmamaktadır. Bu durumda, piyasa dinamikleri gerçek anlamda çalışmamakta, güdük kalmaktadır. Türk halkının yaklaşık % 3'ünün elinde hisse senedi olması da bu güdüklüğün doğal bir sonucudur. Hızlı iniş-çıkışların yaşandığı İMKB'nda küçük yatırımcılar korkutulmuş ve Borsa, sermayenin tabana yayılması

¹⁵ Aslında küçük ve orta boy işletmeleri Borsaya almak yerine, büyük firmaları Borsaya getirmeye çalışmak daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Çünkü küçük şirketlerin hisse senetleri üzerine yapılan manipülatif işlemler küçük yatırımcıyı ürkütmekte ve piyasadan kaçırmaktadır.

¹⁶ Aracı kuruluşların halihazırda taşra teşkilatı olarak şube, acenta ve iribat bürosu bulunmakla birlikte, bu birimler daha çok yatırımcıların İMKB'nda alım-satım işlemi yapmasına aracılık etmekte, o bölgedeki elverişli şirketleri tespit edip, halka açılmaya yönlendirme gibi bir çaba göstermemektedirler.

amacına bir türlü etkin olarak aracılık edememiştir. Bu nedenle, Borsa'da işlem gören şirketlerin halka açıklık oranları % 80'lere ulaşmadıkça piyasada olması istenen değişimlerin gerçekleştirilmesi mümkün değildir.

Yukarıda yapılması gerektiği belirtilen hususlar bu konuda alınabi-

lecek önlemlerin sadece birkaçıdır. SPK ve Borsa tarafından, çeşitli anket ve araştırmalar yapılmak suretiyle birincil halka arzın boyutu nitelik ve nicelik olarak geliştirilmeli, sermaye piyasası mülkiyetin gerçek anlamda tabana yayıldığı ve uzun vadeli projelerin hayata geçirilmesine yardım eden bir yapıya kavuşturulmalıdır.

KAYNAKÇA

Düzakın, Hatice G., "Türkiye'de Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Firmaların Halka İlk Arz ile İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi", 1998.

FIBV Statistics, International Federation of Stock Exchanges, <http://www.world-exchanges.com>

Global Financial Stability Report: Market Development and Issues, IMF, March 2002.

Goergen, M., Corporate Governance and Financial Performance: A Study of German and UK Initial Public Offerings, Cheltenham, UK, 1999.

Hazine İstatistikleri (1980-1999), Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, 2001.

İMKB Yıllık Bülteni, 2001.

"KOBİ'lere Borsa Yolu Açıldı", KOBİ Girişim Dergisi, Eylül 2000.

Lowry, M., "Why Does IPO Volume Fluctuate so Much?", Journal of Financial Economics 00 (2002).

Mathieson, Donald J., Schinasi, Garry J., International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues, IMF, August 2001.

Saltık, Y., "Halka Arz mı, Halka Az mı?", <http://www.sporline.com/forsnet.htm>

Sancak, İbrahim E., "Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları", SPK Araştırma Raporu (Yeterlilik Etüdü), Rapor Sayısı: XIV-8/7-5, 04/10/1999.

Sayılarla Türkiye Ekonomisi: Gelişmeler (1980-2001), Tahminler (2002-2005), DPT, Ağustos 2002.

"**The Euro Equity Markets**", European Central Bank, August 2001, <http://www.ecb.int/pub>

Türk Sermaye Piyasası Raporu, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, 2001.

Uras, G., "South Seas Buble Companies", Milliyet Gazetesi, 12 Temmuz 2000.

Welch, I., Ritter, J., "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations", Yale ICF Working Paper No. 02-01, Yale International Center For Finance.

Yıldırım, A., "Borsada Halkın Kaybı Tam 13 Milyar Dolar", Sabah Gazetesi, 25/09/2002.

Yıldırım, A., "13 Milyar Dolar Nasıl Kurtarılacak", Sabah Gazetesi, 26/09/2002.