

Geliş Tarihi:

26.09.2022

Kabul Tarihi:

22.09.2023

Yayımlanma Tarihi:

29.09.2023

Kaynakça Gösterimi: Küçükçolak, R. A., Küçüköglü, S., & İter Küçükçolak, N. (2023). Şirket finansmanında halka arzlar : Borsa İstanbul örneği, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 22(47), 830-866. doi:10.46928/iticusbe.1180429

ŞİRKET FİNANSMANINDA HALKA ARZLAR: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ


İnceleme

Recep Ali Küçükçolak 

Sorumlu Yazar (Correspondence)


İstanbul Ticaret Üniversitesi

akucukcolak@ticaret.edu.tr

Sami Küçüköglü 

İstanbul Ticaret Üniversitesi

sami.kucukoglu@istanbulticaret.edu.tr

Necla İter Küçükçolak 

Türkiye Ürün ve İhtisas Borsası

necla.kucukcolak@turib.com.tr

Recep Ali Küçükçolak: İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans doçentidir. Finansal yönetim, Kurumsal Finans ve Halka Arzlar alanında ders vermekte ve bu alanlarda araştırmalar yayınlamaktadır

Sami Küçüköglü: İstanbul Ticaret Üniversitesi Finansal Ekonomi doktora öğrencisidir. Finansal yönetim, Kurumsal Finans, Borsa ve Halka Arzlar alanlarında araştırmalar yapmaktadır.

Necla İter Küçükçolak: Türkiye Ürün ve İhtisas Borsası Başkan yardımcısı doçenttir. Borsa, Kurumsal Finans ve Halka Arzlar alanlarında araştırmalar yayınlamaktadır.

Recep Ali Küçükçolak
akucukcolak@ticaret.edu.tr
Sami Küçüköglu
sami.kucukoglu@istanbulticaret.edu.tr
Necla İlder Küçükçolak
necla.kucukcolak@turib.com.tr

Özet

Bu çalışmada işletme finansmanında halka arzları değerlendirmek amacıyla 2021 yılında halka arz olan 52 şirket ile 2022 yılı Ağustos ayı dönemine kadar halka arz olan 30 adet şirketin verileri Borsa İstanbul (BİST) özelinde deskriptif yöntem ile incelenmiştir. Araştırmada kullanılan veriler Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP) ile şirketlerin Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından onaylanmış izahnamelerinden elde edilmiştir. Belirlenen sonuçlara göre 2021’de gerçekleşen 52 adet şirketin halka arz edilmesinden sonra 2022 yılında Ağustos ayı sonu itibariyle gerçekleşen 30 adet şirketin halka arz edilmesi 2022 yıl sonu itibariyle halka arzların 2021’e göre düşük bir ivmede gerçekleşeceğine işaret etmektedir. Halka arzlarda düşüşün global finansal piyasalardaki gelişmeler, dünya çapında artan enflasyon oranları, ekonomik büyüme oranlarındaki yavaşlama, Ukrayna’da devam eden savaş gibi koşullar altında devam edeceği ön görülmektedir.

Amaç: İşletme finansmanında Türk şirketlerinin Borsa İstanbul özelinde halka arzlar üzerinden elde ettikleri kazanımları ve Türk şirketleri için sermaye piyasalarının önemini ortaya koymaktır.

Yöntem: Bu çalışmada nitel araştırma yönteminin bir deseni olan deskriptif analiz (etnografi) yöntemi kullanılmıştır. Deskriptif (tanımlayıcı) araştırma yoluyla söz konusu araştırmanın çalışma grubuna dahil olan 2021 ve 2022 yıllarında halka arz edilmiş Türk şirketleri ile ilgili halka arz verileri kullanılmıştır.

Bulgular: Halka arzların toplam maliyeti % 0,52 ile % 7,71 arasında değişmektedir. Maliyetler içindeki en büyük kalem ise %0,29 ile %6,29 arası değişen oranlar ile aracılık komisyonlarıdır. En düşük halka açıklık oranı % 15,01 ile en yüksek halka açıklık oranı ise %48,34 arasında değişmiştir. Yatırımcı talebi ise halka arzın büyüklüğüne göre 821 kişi ile 846.353 kişi arasında değişmiştir.

Özgünlük: Söz konusu çalışma Türk sermaye piyasalarında şimdiye kadarki en fazla halka arzın yaşandığı yıl olan 2021 ile 2022 yılının Ağustos dönemine kadar olan halka arzları deskriptif yöntem ile inceleyen ilk çalışmadır. Bu bakımdan elde edilen bulgu ve sonuçlar bundan sonra sermaye piyasaları üzerine yapılacak çalışmalar için katkı sağlayacaktır.

Anahtar Kelimeler: Halka Arzlar, Finans, Borsa İstanbul, Sermaye Piyasaları

JEL Sınıflandırması: G10, G120, G30

PUBLIC OFFERINGS IN COMPANY FINANCE: THE EXAMPLE OF BORSA ISTANBUL

Abstract

In this study, in order to evaluate public offerings in business finance, the data of 52 companies that went public in 2021 and 30 companies that went public until August 2022 were analyzed with a descriptive method in Borsa Istanbul (BIST). The data used in the research were obtained from the Public Disclosure Platform (KAP) and the companies' prospectuses approved by the Capital Markets Board (SPK). According to the results, after the public offering of 52 companies in 2021, the public offering of 30 companies as of the end of August in 2022 indicates that by the end of 2022, the public offerings will take place at a lower pace compared to 2021. It is predicted that the decline in public offerings will continue under conditions such as developments in global financial markets, increasing inflation rates around the world, slowdown in economic growth rates, and the ongoing war in Ukraine.

Purpose: It is to define the gains of Turkish companies in business finance through public offerings in Borsa Istanbul and the importance of capital markets for Turkish companies.

Method: In this study, descriptive analysis (ethnography) method, which is a pattern of qualitative research method, was used. Through the descriptive research, the public offering data of the Turkish companies included in the working group of the aforementioned research, which were offered to the public in 2021 and 2022, were defined.

Findings: The total cost of public offerings varies between 0.52% and 7.71%. The largest item in costs is brokerage commissions, with rates ranging from 0.29% to 6.29%. The lowest free float ratio ranged from 15.01% to the highest free float ratio of 48.34%. Investor demand, on the other hand, varied between 821 and 846,353 people, depending on the size of the public offering.

Originality: The aforementioned study is the first to examine the public offerings between 2021, the year of the highest public offering in Turkish capital markets, and until August 2022, using the descriptive method. In this respect, the findings and results will contribute to the future studies on capital markets.

Keywords: Public Offerings, Finance, Borsa Istanbul, Capital Markets

JEL Classification: G10, G120, G30

GİRİŞ

Bir işletme için finansman kaynağı ve finansmanın mevcudiyeti, işletmenin gelişimi, büyümesi ve başarısının arkasındaki en önemli faktörler olarak görülmektedir (Cook, 2001; Ou ve Haynes, 2006). Finansal ihtiyaçlar ve işletmelere açık olan finansman seçenekleri, bir firmanın yaşam döngüsündeki aşamaya bağlı olarak değişir. Bir işletmenin sermayeye erişimi, gelişim düzeyi, kendi yetki alanındaki finansmanın mevcudiyeti, işinin doğası ve pazarlama kabiliyetleri ve sorumlu girişimcinin profesyonel bağlantıları gibi bir dizi faktöre bağlıdır.

Bir işletmenin yaşam döngüsü boyunca finansman talebinin seviyesi ve türü, büyüme aşamasına bağlı olarak değişir. Her aşama farklı bir finansman stratejisi gerektirdiğinden, işletmenin finansman ihtiyacını belirlemek için büyüme aşamasını dikkate almak önemlidir. (Abdulsaleh ve Worthington, 2013). Bu yaklaşım, işletmenin büyümesini ve uzun vadeli finansman sağlayabileceği ve büyümesini sürdürebileceği sermaye piyasalarına ulaşmasını sağlar.

İşletmeler için yaşam döngüsü finansmanına ilişkin literatür, işletmelerin yaşam döngüleri boyunca belirli ve farklı finansman araçları kullanarak bütüncül bir yaklaşım uygulamaları gerektiğini, çünkü bunun büyüme ve hayatta kalmaya yol açtığını göstermiştir. Yaşam döngüsü finansmanı yaklaşımı her işletmeye uygulanamaz; ancak teori ve ampirik kanıtlara dayanarak, bu yaklaşımı benimseyen işletmelerin fayda sağladığı görülmüştür. İşletmeler tarafından yaşam döngüleri boyunca ortalama olarak kullanılan finansman kaynakları şunlardır:

- İşletme sahibinin kişisel tasarrufları, işletme bünyesinde üretilen karlar ile temsil edilen işletme içi öz sermaye finansmanı,
- Ticari kredi,
- Banka finansmanı ve menkul kıymetler piyasası,
- Borç finansmanı,
- Girişim sermayesi.

Yukarıda bahsedilen finansman seçenekleri, işletmenin yaşam döngüsünün uygun aşamalarında kullanıldıkları takdirde fayda sağlamaktadır. Bir işletmenin yaşam döngüsü içinde var olan aşamalar genel olarak tohum aşaması, başlangıç aşaması, gelişmekte olan aşama ve genişleme / gelişme aşamasını içerir. Bir işletmenin yaşam döngüsünün her aşamasında büyüme veya geçiş sürecinde ihtiyaç duyulan finansman türü mevcuttur.

Küçük bir işletmenin başlangıcında veya tohum aşamasında, girişimcilerin, ailelerinin ve arkadaşlarının kişisel tasarrufları ve varlıkları üzerindeki ikinci ipotekler genellikle en önemli finansman kaynaklarıdır, çünkü bu firmalar maddi olmayan varlıklar, ticaret geçmişi eksikliği ve bilgi eksikliği ile oldukça riskli olma eğilimindedir. Bu özellikler, küçük işletmelerin bankalar gibi finansal kurumlardan kredi temin etmesini zorlaştırmaktadır.

Başlangıç aşamasında hayatta kalmanın ikinci aşamasında, genellikle bireysel kaynaklar tükenir ve dış finansman kaynakları gerekli hale gelir. Bu aşamada, küçük işletmelere yapılan yatırım hala yüksek riskli olarak kabul edilir ve işletme risk sermayedarlarının dikkatini çekecek kadar büyük değildir. İş melekleri gibi varlıklı bireyler, kişisel fonlar ile kurumsal girişim sermayesi fonları arasındaki boşluğu doldurabilir. İş meleklerine ilişkin bir diğer cazip unsur da uzmanlık, bilgi ve bağlantılarıyla katkıda bulunmalarıdır.

Küçük ölçekli işletmeler ilk aşamaları geçtikten sonra, büyümeyi finanse etmek için daha fazla sermaye enjeksiyonuna ihtiyaç duyarlar. Bu aşamada işletmeler, maddi olmayan varlıklara dayanmaları, yatırımcıların gelecekteki büyüme beklentilerini değerlendirememeleri, düşük karlılık ve kısa faaliyet geçmişleri nedeniyle borç finansmanı için hala uygun olmayabilirler, bu da işletmeleri bu aşamada halka arz yoluyla öz sermaye toplamak için uygun hale getirmez. Risk sermayedarları, bu aşamada genç firmaların karşılaştığı bu tür finansman engellerinin hafifletilmesinde rol oynamaktadır. Risk sermayedarları bu tür firmaları sermaye sağlamadan önce yoğun bir şekilde inceler ve sonrasında da yakından izlerler.

Gelişmekte olan ve gelişme aşamaları gibi daha ileri aşamalarda, firma bir faaliyet geçmişi oluşturmuştur, performansına ilişkin teminat ve bilgi sağlama kabiliyetine sahiptir ve menkul kıymetleştirilmiş borç ve halka açık hisse senedi piyasalarına erişebilecek şekilde daha şeffaf hale gelmiştir. Firmanın erişebileceği borç finansmanı banka kredilerini, özkaynak ve borçlanma karması mezzanine finansmanını ve borçlanma senetlerini içerir. İşletme finansmanı türleri sadece finansman araçlarının mevcudiyetine değil aynı zamanda işletmelerin finansal verilerine de bağlıdır. Varlık bazı finansman alternatifleri ve menkul kıymetleştirme işletmeler tarafından kullanılabilir. Ancak bu yapılandırılmış finansman araçlarına yapılacak yatırım miktarı yerel finans piyasalarının vadesine, desteklenen varlıkların değerine, işletmelerin kredi notuna ve finansal ürünlerin standartlaştırılıp standartlaştırılmadığına ve potansiyel likiditesine bağlıdır. Buna ek olarak, işletmelerin kullanabileceği, temelde borç ve özkaynak özelliklerinin birleşiminden oluşan ve tek bir finansman aracına dönüşen farklı türde "hibrit finansal ürünler" bulunmaktadır.

IOSCO tarafından gerçekleştirilen ve işletmelerin hangi kaynaklardan finansman temin ettiklerini araştıran bir anket çalışmasında kamu ve özel sektör işletmelerinin başlıca finansman kaynaklarını sıralamaları istenmiştir. Söz konusu finansman kanalları anketine verilen yanıtlar, işletmelerin çoğunda banka kredilerinin işletmeler için birincil finansman kaynağı olduğu anlaşılmıştır. Banka kredilerinin toplam finansman tutarı içindeki payı % 60, öz sermaye finansmanının payı % 25 ve ardından risk sermayesinin payı % 10 ile ilk üçte yer alan işletme finansmanının en yaygın kaynakları olduğu gözlenmiştir (IOSCO, 2015). Bu çalışmada Türk KOBİ'lerinin pandemi dönemi ve sonrasında öz sermaye ile finansman kaynaklarını ne ölçüde kullandıkları Borsa İstanbul özelinde 2021 yılı ve 2022 Ağustos dönemine kadar gerçekleşen halka arzlar üzerinden incelenmiştir.

LİTERATÜR TARAMASI

Halka arzlar ile ilgili olarak uluslararası yayınlarda yapılan çalışmalarda son yıllarda en sık ele alınan konular halka arz edilen şirket hisse değerlerinin düşük fiyatlandırılmasına neden olan etkiler olmuştur. Web of Science ve Scopus endekslerinden yararlanılarak yapılan literatür taramasında halka arzlar ile ilgili olarak yapılmış çalışmalar aşağıda kısaca açıklanmıştır.

Yan ve Huang (2022) çalışmalarında 2009-2018 yılları arasında yüksek hızlı büyüyen yeni şirketlere yönelik olarak kurulan ChiNext piyasasında işlem görmeye başlayan şirketlerin ilk halka arzlarına ilişkin verilere dayanarak, ilk gün uygulanan kotasyon fiyat limitlerinin halka arzın düşük fiyatlandırması üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Araştırma sonucunda fiyat limitlerinin uygulanmasının, yatırımcı duyarlılığını yoğunlaştırarak ve piyasa spekülasyonunu teşvik ederek halka arzların düşük fiyatlandırmasını önemli ölçüde artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Min (2022) çalışmasında, Kore piyasasında hisse senedi halka arzına katılan bireysel yatırımcıların gerçek yatırım getirisini kısa ve uzun vadeli perspektiften ölçmekte ve bireysel yatırımcıların yatırım sezgilerine etki eden halka arz özelliklerini araştırmaktadır. Araştırma neticesinde bireysel tahsis oranı ne kadar yüksekse, ilk işlem gününde kısa vadeli yatırım getirisinin o kadar düşük olduğu ve bunun da bireysel yatırımcıların kazananın laneti “winner's curse” riskini doğruladığı sonucuna varılmıştır.

Amorim, Camargos ve Ferreira (2021) çalışmalarında makroekonomik faktörlerin Brezilya borsasındaki halka arzlar üzerindeki etkisini 2007-2018 dönemini dikkate alarak analiz etmişlerdir. Araştırmadan elde edilen sonuçlar, Brezilya’da ekonomik faaliyeti temsil eden “Merkez Bankası Ekonomik Faaliyet Endeksi (IBC-BR)” ile ekonomik belirsizliği temsil eden “Brezilya Ekonomik Belirsizlik Endeksinin (IIE-BR)”, hem hasılat hem de halka arz sayısı üzerinde uzun dönemde etkili olduğunu göstermektedir.

Massel, Park, ve Reichelt, (2021) çalışmalarında firmaların ilk halka arzlarında elde ettikleri gelirlere yatırımcıların önem verdiğini görmüşlerdir. Elde edilen sonuçlarda halka arz yöneticilerinin halka arzdan hemen önceki mali yılda gelirleri fırsatçı bir şekilde raporladıkları tespit edilmiştir. Bu araştırma, halka arz yöneticilerinin halka arz öncesi gelirleri fırsatçı bir şekilde raporlama eğiliminde olduğunu ve bu durumun halka arzların ilk gün performansını artırabileceğini ancak uzun vadede halka arz performansını düşürebileceğini göstermektedir.

Tütüncü (2021) çalışmasında halka arzlarda ihraççıların kurumsal yatırımcılara uygun indirimler sunmak için tahsis takdirlerini kullanıp kullanmadıklarını araştırmıştır. Araştırma, 2010 ile Eylül 2021 arasında Borsa İstanbul'da 173 arzu kapsamıştır. Araştırma sonuçlarında tüm brüt gelirlerin yaklaşık %84'ü, tahsis takdir yetkisinin kullanıldığı yatırımcılardan geldiği anlaşılmıştır. Söz konusu tahsislerde halka arz edilen hisse senetleri daha büyük fiyat indirimleriyle satılmakta, ancak ihraççılara daha düşük başlangıç getirileri sağlamaktadır.

Wei ve diğerleri (2021) yaptıkları çalışmalarında Hong Kong borsasında Ocak 2000 ile Aralık 2017 tarihleri arasındaki 986 halka arzın fiyatlandırılma düzeyi ile kurumsal kalite arasındaki ilişkiyi araştırmak için “quantile regression” yöntemi kullanmışlardır. Araştırma bulgularına göre, söz hakkı ve hesap verebilirlik, düzenleyici kalite, yolsuzluğun kontrolü ve firma büyüklüğü arasında negatif yönde anlamlı bir ilişki olduğu ortaya konmuştur. Buna karşın, politik istikrar ve hukukun üstünlüğü Hong Kong'daki halka arzların düşük fiyatlandırılmasını etkilemede önemli ölçüde pozitif ilişkili olduğu görülmüştür.

Badru (2021) çalışmasında Malezya'daki halka arz edilen şirketlerin halka arz gelirlerini ne amaçla kullanmayı planladıklarını ve bu gelirlerin en büyük bölümünün hangi amaç için ayrıldığını belirlemektir. Çalışma 2005 ila 2015 yılları arasındaki dönemde 221 halka arz ihraççısının izahnameleri analiz edilmiştir. Veriler, tanımlayıcı istatistikler, tek yönlü varyans analizi (ANOVA), Bağımsız Örnekler t-Testi ve Wilcoxon Sıralama Toplamı testi kullanılarak analiz edilmiştir. Sonuçlar, ihraççıların halka arz gelirlerini iş genişletme, sermaye harcamaları, borç ödeme, araştırma ve geliştirme için kullandıklarını göstermektedir. Ancak, IPO gelirlerinin en yüksek miktarları ve en büyük yüzdelelerini sermaye harcamaları izlemekte, ardından borç ödeme ve iş genişletme gelmektedir.

Gao Long, ve Zhao (2021) halka açılma sonrası firma performansını inceledikleri çalışmalarında ilk halka arzların bu performansa katkıda bulunup bulunmadıklarını araştırmışlardır. Araştırmadan elde edilen bulgular halka arz edilen firmaların halka açıldıktan sonraki ilk 3 yıl boyunca büyümelerini koruduklarını, ancak büyümenin karla ilgili göstergeler açısından üçüncü yıldan sonra devam etmediğini ve bu durumun önceki araştırmalardan farklı olduğunu göstermektedir.

De Jong, ve Legierse, (2021) çalışmalarında Hollanda'da 1876-2015 yılları arasında ilk halka arzların sayısındaki dalgalanmaları açıklamayı hedeflemişlerdir. Ekonometrik bir modellemeyle halka arz sayılarının ekonomik büyüme ve borsanın büyüklüğü ile güçlü bir şekilde ilişkili olduğunu bulmuşlardır.

Honjo (2020) çalışmasında Japonya'da 10.000'den fazla yeni kurulan firmadan oluşan bir örneklem kullanılarak ilk halka arz zamanlamasını etkileyen faktörler incelenmiştir. Sonuçlar kuruluş aşamasında özkaynak finansmanına dayanan start-up firmalarının diğerlerine kıyasla daha erken halka açılma olasılığının daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Araştırmada, yüksek piyasa değerine sahip firmaların bulunduğu sektörlerdeki yeni kurulan firmaların diğer sektörlerle göre daha erken halka açılma olasılığının daha yüksek olduğu görülmüştür.

Singh ve Jain (2020) Hindistan'daki çeşitli sektörler bazında gerçekleştirilen ilk halka arzların performansının araştırıldığı çalışmalarında, 2006-2016 döneminde sermaye piyasasına gelen 40 halka arzı incelemiştir. Elde edilen sonuçlarda ihraççı firmanın yaşı ve halka arzın ilk gününde işlem görme hacmi gibi değişkenlerin başlangıç getirileri ile pozitif bir ilişkisi olduğu, halka arzın satış büyüklüğünün ise başlangıç getirisi ile negatif bir ilişkisi olduğu görülmüştür.

Chhabra ve Kiran (2020) çalışmalarında 2005-2012 döneminde gerçekleştirilen ilk halka arzların kısa ve uzun dönem performanslarına odaklanmaktadır. Araştırmadan elde edilen sonuçlar, yeni ihraçların düşük fiyatlandırıldığını ve böylece kazananların laneti hipotezinin “winners' curse” kanıtlandığını ortaya koymaktadır.

Rudy ve Cavich (2020) çalışmalarında firmanın halka arzından önce gerçekleştirilen kurumsal siyasi faaliyetin, yatırımcılara bir sinyal olarak işlev gördüğünü ve piyasanın firmanın öz sermayesinin değerine koyduğu belirsizliği azalttığını savunmaktadır. Firma halka arzından önce kurumsal siyasi faaliyete ne kadar yatırım yaparsa, halka arz performansı o kadar iyi olmaktadır. Bu bulgu, Kurumsal siyasi faaliyetin bir piyasa dışı sinyal olarak hareket ettiğini ve yatırımcılar ile hedef firma arasında bilgi asimetrisini azaltarak yatırımcı davranışını etkilediğini göstermektedir.

Baxamusa ve Jalal (2018) çalışmalarında ilk halka arzların neden dalgalı halde gerçekleştiğine dair cevap aramaktadırlar. Sonuçlar endüstriler arasındaki müşteri-tedarikçi ilişkilerinin halka açılma dalgalarının yayılmasına yardımcı olduğunu göstermektedir.

Jenkinson, Jones ve Suntheim (2018) Çalışmalarında, 2010-2015 yılları arasında halka arz edilen şirketlerin yatırımcılara tahsis edilen hisseleri belirleyen faktörleri analiz etmişlerdir. Araştırmacılar, yatırımcıların halka arz edilen şirketlere tahsis edilen hisselerin, bilgi üretimi ve komisyon geliri ile doğru orantılı olduğunu bulmuşlardır. Bu durum, yatırımcılara halka arz edilen şirketler hakkında daha fazla bilgi sağlayan ve daha fazla komisyon geliri elde eden yatırım bankalarının, yatırımcılara daha fazla hisse tahsis etme eğiliminde olduğunu göstermektedir.

Su (2018) çalışmasında Çin hisse senedi piyasasında talep toplama ve ikincil piyasa oransal arzının (SMP) etkinliği üzerine bir karşılaştırma analizi yürütmüştür. Elde edilen bulgularda SMP arzı daha az düşük fiyatlandırmaya ve halka arzların kısa dönem getirilerinin daha düşük seviyede sapsalara yol açmaktadır. Ayrıca, SMP arzı, düşük piyasa getirisi ve/veya yüksek piyasa oynaklığı şeklindeki olumsuz piyasa koşullarına karşı daha dayanıklı nitelikte olduğu sonucuna varılmıştır.

Rasheed ve diğerleri (2018) çalışmalarında 2000-2016 yılları arasında Pakistan Borsası'nda (PSX) listelenen 88 halka arzın verilerini kullanarak her bir değerlendirme modelinin değer-ilişki düzeyini incelemişlerdir. Elde edilen sonuçlar, halka arza aracılık yapan yatırım bankalarının temettü ödeme geçmişi olan firmaları değerlemek için temettü iskonto modelini kullanma olasılıklarının daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır.

Kotlar ve diğerleri (2018) Çalışmalarında halka arz fiyatlandırmasını iki aşamalı bir oyun olarak düşünerek, halka açılma ve borsada işlem görme kararının gerektirdiği ilk sosyo-duygusal servet kayıplarının yaşanmasının ardından aile şirketi sahipleri tarafından bu kayıpların telafi edilmesi veya "başa baş" duruma getirilmesi amacıyla halka arz hisselerini düşük fiyatlandırma eğilimini artırdığını teorize etmişlerdir. Avrupa'daki 1.807 halka arz üzerinde yapılan analizden elde edilen bulgularda, yazarların araştırmadaki teorik beklentileri desteklemektedir.

SERMAYE PİYASALARI VE HALKA ARZ YOLUYLA İŞLETME FİNANSMANI

İşletme finansmanında halka arzlar, şirketlerin sermaye sağlama ve büyüme fırsatlarına ulaşma stratejilerinin önemli bir parçasıdır. Halka arzlar, şirketlerin hisse senetlerini halka sunarak geniş bir yatırımcı tabanından sermaye çekmelerini sağlayan bir işlem türüdür. Bu işlemin yeri ve önemi işletme finansmanı açısından oldukça büyüktür.

Halka arzın işletmeler için önemli bir yeri vardır çünkü bu süreç, büyük miktarda sermaye çekme ve büyüme fırsatlarına ulaşma imkânı sunar. İşletmeler, halka arz yoluyla hisse senetlerini yatırımcılara sunarak sermaye artırabilir ve mevcut projelerini finanse etmek, yeni pazarlara girmek veya yeni ürünler geliştirmek gibi stratejik hedeflerine ulaşabilirler. Bu nedenle, halka arz işletmelerin büyüme potansiyelini artırabilir.

Ayrıca, halka arzlar şeffaflık ve hesap verilebilirlik gereksinimlerini artırır. Halka açık şirketler, düzenleyiciler ve yatırımcılar önünde daha fazla hesap verebilirler. Bu, finansal raporlama ve şirket yönetimi açısından daha yüksek standartların benimsenmesine yol açar, bu da yatırımcı güvenini artırır. Akademik çalışmalar, halka açık şirketlerin daha iyi performans gösterme eğiliminde olduğunu göstermektedir, çünkü bu şirketlerin yönetimleri, pay sahiplerine karşı daha fazla sorumluluk taşırlar (Ritter ve Welch 2002).

Halka arza geçiş yapan işletmeler, M&A faaliyetlerinde artış gösterme eğilimindedir. Bu artış, işletmelerin daha fazla sermayeye erişebilmesi sayesinde gerçekleşir. Halka açık olmak, işletmelere büyümelerini desteklemek ve rekabet avantajı elde etmek için gerekli kaynağı sağlar. İşletmeler, rakiplerini satın alarak veya yeni pazarlara giriş yaparak büyüme stratejilerini daha etkili bir şekilde uygulayabilirler.

Ayrıca, halka açık işletmelerin işletme değerleri de artar. Daha geniş bir yatırımcı tabanı, hisse senedi fiyatlarını artırabilir ve bu da hissedar değerini yükseltebilir. Bu durum, halka arzın işletmelerin finansal sağlığına ve büyüme potansiyeline olumlu katkı sağlayabileceğini göstermektedir (Zhang ve Zheng 2021).

İşletme finansmanında halka arzın işletmeler için ciddi avantajlar sunabileceğini vurgulamaktadır. Halka arz, işletmelerin büyümesini finanse etmelerine yardımcı olurken, daha geniş bir yatırımcı tabanı ile iş değerlerini artırma potansiyeli sunar. Bu nedenle, işletmelerin büyüme ve rekabetçilik stratejilerini değerlendirirken halka arzı bir seçenek olarak göz önünde bulundurmaları önemlidir. Bu yol, işletmelerin daha fazla sermaye elde etme ve işlerini daha da büyütme şansını yakalayabilecekleri bir fırsat sunabilir.

İşletmeler finansman için genelde sermaye piyasalarından ziyade büyük ölçüde banka kredilerini tercih etmektedirler. Ancak, 2008 yılındaki global finansal krizden bu yana, bankaların kaldıraçlarını azalttığı, kredileri azalttığı ve kredi kriterlerini sıkılaştırdığı bir dönemin yanı sıra Basel III ile bağlantılı olarak daha sıkı sermaye gerekliliklerinin getirilmesinin ardından banka kredilerine erişim daha zor hale gelmiştir. Bu bağlamda ve piyasa temelli finansmana doğru bir kayma olduğu bir ortamda, sermaye piyasalarının işletmeler için bir finansman kaynağı olarak daha güçlü bir rol oynamasına daha fazla ihtiyaç bulunmaktadır. Diğer finansman seçeneklerine kıyasla işletmelerin öz kaynaklarının güçlendirilmesinin verimliliği hakkındaki önemli noktalar aşağıda belirtilmiştir (IOSCO, 2015).

- Sermaye piyasaları aracılığıyla öz sermaye artırımı, öncelikle organize, şeffaf, düzenli işleyen ve güvenilir bir piyasa aracılığıyla sermayeye erişim sağlar.
- Borçlanmanın aksine, öz sermaye finansmanı, bir şirketin nakit akışları üzerinde baskı oluşturabilecek anapara ve faiz ödeme yükümlülükleri gerektirmez.
- Öz sermaye finansmanı ve borsaya kote olma konusunda, firmalar piyasa disiplininin yönetim kalitesi üzerindeki olumlu etkilerinden ve potansiyel yatırımcılar, tedarikçiler ve müşteriler için daha fazla görünürlükten faydalanabilirler.
- İşletmelerin özellikle yaşam döngülerinin ilk aşamalarında, risk sermayesi ve borç finansmanına erişimleri genellikle sınırlıdır. Yeni büyüme alanlarını teşvik etmek ve inovasyon odaklı bir ekonomiye doğru ilerlemek için, yeni kurulan ve yenilikçi firmaları destekleyecek yeni finansman yollarının güçlendirilmesine ihtiyaç vardır. Bankalar tipik olarak bu tür finansmanı üstlenecek şekilde yapılandırılmamıştır ve bu nedenle öz sermayeye erişim bu firmaların büyümesini finanse etmek için kilit öneme sahiptir.
- Bir işletme için uygun finansman seçenekleri, gelişim aşaması, iş planı, faaliyet gösterilen sektör, yönetim deneyimi ve pazarlama deneyimi dahil olmak üzere birçok faktöre bağlı olacaktır. Ülkelerin hepsinde işletmelerin çoğunluğu halka açık değildir, bu nedenle sermaye piyasası finansmanının çoğu için cazip ve/veya uygulanabilir bir seçenek olarak görülmediği anlaşılmaktadır.
- Verimlilik açısından, öz sermayenin artırılması diğer finansman seçeneklerine kıyasla daha uzun bir süreç içerebilir. Başlangıçta daha fazla maliyet gerektirebilir ve devam eden düzenleyici ve idari uyum gereklilikleri içerebilir.
- İşletmeler özel koşullarına, sahiplerine ve yönetimlerine özgü nedenlerle öz sermaye finansmanı yoluyla fon sağlamayı tercih etmektedir. Borçlanma oranları öz sermaye maliyetinden daha yüksek olsa da borsalarda işlem görme ve ilgili mevzuata uyum zorunluluğunun maliyeti, bu düşük maliyetin faydasından daha ağır basabilir.

Bu nedenle, aşağıdaki hususların halka açık bir şirket olmanın diğer faydaları ile birlikte değerlendirilmesi gerekecektir:

- Hem borsalarda işlem görmeye başlama sırasında hem de daha sonraki aşamalarda fon sağlama fırsatları ile büyüme için sermayeye daha iyi erişim.
- Piyasada daha yüksek profil ve görünürlük, bunun sonucunda artan iş, şirketin müşterileri ve tedarikçileri arasında daha fazla güvence ve gelişmiş bir kurumsal imaj.
- Kurumsal fonların ve yatırımcıların takdirini kazanmak için kurumsal şeffaflığın artırılması.
- Yönetim verimliliğini ve bilgi akışını iyileştirmeye yardımcı olmak için kotasyon gerekliliklerinin bir sonucu olarak iyileştirilmiş kurumsal yönetim.
- Hisse senedi opsiyonları aracılığıyla çalışan motivasyonunun ve bağlılığının artırılması.
- Yatırımcılar genellikle işletme büyüdükçe ilave yatırım finansmanı sağlamaya hazır olduklarından, yeni menkul kıymetler ihraç ederek kotasyondan sonra sermaye piyasalarından fon toplama imkânı.

İşletmelerin Halka Açılmaları Önündeki Engeller / Zorluklar

Uluslararası çapta çeşitli ülkelerde yapılan bir araştırmada KOBİ niteliğindeki işletmelerin sermaye piyasaları yoluyla finansmana erişimini engelleyen en yaygın engeller aşağıdaki gibi gösterilmiştir.

Tablo 1. İşletmelerin sermaye piyasalarına erişiminde karşılaştıkları engeller

	Engeller	Yüzde (%)
1	Ailelerin sahip olduğu yapılar ve şirketin kontrolünü kaybetme korkusu	20
2	Halka arz sırasında ve sonrasında mevzuat gerekliliklerinin yerine getirilmesi ve maliyetler	20
3	Sermaye piyasalarına aşinalık eksikliği	15
4	Nitelikli personel eksikliği	10
5	İhraç fiyatı, yani piyasanın hisse senedi fiyatı üzerinden uyguladığı iskonto oranı	10
6	Şirketin çok küçük olduğu ve borsaların büyük ihraççılar için olduğu yanılgısı	10
7	İkincil piyasada likidite eksikliği	10
8	Yatırımcı eksikliği ve halka arzın ilk maliyetleri ödendikten sonra arzın başarısını çevreleyen mevcut belirsizlikler	5

Kaynak: (IOSCO, 2015)

Yönetim kontrolünün kaybı işletmeleri halka açılma ve sermaye piyasalarına erişimden caydırıcı ana faktörlerden biridir, zira halka açılma sonrasında ihraççılar halka açık bir şirket olarak iş yaklaşımlarını değiştirmek zorunda kalabilirler. Örneğin, özel bir şirket karlılığı ve bunun sonucunda ortaya çıkan vergileri en aza indirmek için şirket giderlerini en üst düzeye çıkarabilirken, halka açık

bir şirket artan karlılık gösterme baskısı altında olabilecektir. Ayrıca işletmelerin çoğu aile şirkettir ve ticari bilgilerini rakipleriyle paylaşma konusunda isteksizdirler.

Bir diğer konu da halka arz ve borsalara kotasyon sürecinin başlangıç ve devam eden maliyetleridir. İşletmeler ayrıca sermaye piyasaları yoluyla fon toplamının maliyetli olduğu ve halka açılma prosedürünün omuzlarına büyük bir bürokratik yük bindireceği görüşündedirler. Sermaye piyasalarına başarılı bir şekilde erişebilmek için ikna edici bir yatırım hikayesi, bir iş modeli, sağlam bir finansal geçmiş, uygun bir yönetim kurulu ve yönetim ekibi, iyi finansal beklentiler ve sağlam kontrol sistemlerine sahip olma ihtiyacı gibi temel koşullar vardır. Bu koşulları yerine getirmek için halka arz maliyetine yansımaya bilecek önemli zaman ve kaynaklar gereklidir. İşletmeler düzenli olarak ayrıntılı bilgi açıklamak zorunda kalacak, böylece iç sistemlerini sürekli kontrol ihtiyacı içinde olabileceklerdir.

KOBİ'lere yönelik sınırlı ilgi ve araştırma, bu nitelikteki işletme hisselerinin yatırım için cazibesini azaltmaktadır. Ana pazarlara kote olan küçük ölçekli şirketler analistlerin fazla ilgisini çekmese de piyasa aracılığı tarafından sağlanan araştırma faaliyetleri ve kotasyon hizmetleri KOBİ niteliğindeki işletmelerin sermaye piyasalarına erişimi açısından kilit bir rol oynayabilir. Yapılan bir araştırmada halka arza aracılık yapan aracı kuruluşların KOBİ niteliğindeki işletmelerle çalışmaktan en çok caydırıcı faktörler aşağıdaki gibi belirtilmiştir (IOSCO, 2015).

Tablo 2. Aracı kuruluşların KOBİ halka arzlarında cesaretini kıran faktörler

	Engeller	Yüzde olarak (%)
1	Özkaynak yoluyla sermaye artırmakla ilgilenen fazla KOBİ niteliğinde işletme bulunmamaktadır	30
2	Küçük ve orta ölçekli arzlarla ilgilenen yeterince yatırımcı yoktur (örneğin likidite, portföy kompozisyonu vb. ile ilgili sorunlar nedeniyle)	25
3	Dağıtım kanalları KOBİ'lere yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için uygun değildir.	15
4	Yükümlülük riskleri	15
5	İtibar riskleri	10
6	Diğer	5

Tablodaki en önemli faktör, KOBİ'lerin sermaye piyasaları yoluyla sermaye artırımına ilgi göstermemesidir. Şirketler, faydaları maliyetinden yüksek olduğu ve işletme hisse senetlerine ilgi duyan yeterli sayıda yatırımcı olduğu sürece sermaye piyasalarına erişim maliyetlerine katlanacaktır. Potansiyel yatırımcıları ek sermaye sağlamaya ikna etmek bir başka zorluktur, çünkü aracı kurumların müşteri tabanı küçük ve orta ölçekli işletmelere genelde yatırım yapmakla ilgilenmeme eğilimindedir.

Sonuç olarak, aracı kurumlar, ilgili sorumluluk ve itibar riskini göz önünde bulundurarak, küçük ölçekli bir ihraççıyı finanse etmeyi çabaya değer bulmayabilirler.

Global Halka Arzlardaki Trend

Global halka arzlardaki trendler, işletmelerin halka açılma eğilimlerini ve bu alandaki değişiklikleri inceleyen önemli bir konu haline gelmiştir. Bu konuyla ilgili güncel verilere dayalı olarak bazı trendleri ve anahtar noktaları aşağıda bulabilirsiniz:

- Teknoloji sektörü: Teknoloji son yıllarda global halka arz trendlerinin önemli bir parçası haline gelmiştir. Özellikle ABD'deki teknoloji devlerinin yanı sıra dünya genelindeki çeşitli teknoloji şirketleri, halka açılarak büyük sermaye çekmektedirler. SPAC'lar (Özel Amaçlı Edinme Şirketleri), işletmelerin geleneksel IPO'lar yerine daha hızlı ve düşük maliyetli bir şekilde halka açılmalarına olanak tanır. Bu nedenle SPAC'ların yükselişi, halka arz trendlerini etkileyen önemli bir faktör konumundadır (Deloitte, 2021).
- Yeşil ve Sürdürülebilir Yatırımlar: Sürdürülebilirlik ve yeşil enerji alanındaki şirketler, yatırımcıların ilgisini çekiyor. Bu tür şirketler, halka açılarak hem sermaye çekiyorlar hem de sürdürülebilirlik odaklı yatırımcılara hitap ediyorlar (Turguttopbaş, 2020).
- Globalleşme: Birçok şirket, global pazarlara erişim ve büyüme fırsatları arayışında halka açılıyor. Bu, farklı ülkelerdeki şirketlerin küresel yatırımcılara ulaşmasını kolaylaştırmaktadır.
- Finansal Teknoloji (FinTech) Sektörü: Finansal teknoloji şirketleri, finans sektöründeki yenilikleri temsil ediyor. Bu şirketler, finansal hizmetlerdeki geleneksel oyunculara karşı rekabet avantajı elde etmek için halka açılmayı tercih etmektedirler.
- COVID-19 Etkisi: COVID-19 pandemisi, birçok işletmenin halka açılma planlarını ertelemesine neden oldu. Ancak pandeminin etkisi azaldıkça, şirketler tekrar halka açılma planları yapmaktadır.

Global halka arzlardaki bu trendler, işletmelerin finansman stratejilerini ve halka açılma kararlarını etkileyen önemli faktörlerdir. Bu trendler, yatırımcıların ve işletmelerin finansal piyasalardaki değişen dinamiklere daha iyi adapte olmalarına yardımcı olur.

2022 yılının ikinci yarısı itibariyle global halka arzlar Çin ve Orta Doğu ülkelerindeki halka açılmalarındaki artışa karşın son beş yılın en düşük düzeylerinde gerçekleşmiştir. Global halka arz işlemlerin 2022 yılında dünya çapında artan enflasyon oranları, ekonomik büyümelerde yavaşlama, Ukrayna'da devam eden savaş nedeniyle hisse senedi piyasalarında satış dalgasına yol açmıştır. Piyasa koşullarındaki bozulma nedeniyle 2021 yılına göre 2022 yılında global halka arz işlemleri giderek daha kırılgan hale gelmiştir ve aydan aya halka arz işlem tutarları önemli ölçüde azalmıştır. 2022 yılının ikinci çeyrek sonu itibariyle global halka piyasası işlemlerinin tutarı toplamı 36.6 Milyar dolar seviyesindedir ve bu tutar 2021 yılının aynı dönemine göre % 70 azalmayı ifade etmektedir.

Söz konusu tutar Covid-19 salgınının başladığı 2020 yılının ikinci çeyrek rakamı olan 43.6 Milyar doların da altındadır ve 2016 yılından bu yana en düşük ikinci çeyrek global toplam halka arz tutarıdır (PWC, 2022). 2022 ikinci çeyrek bazında pek çok global halka arz işlemi iptal edilmiş ya da tedirginliklerinin devam ettiğini göstermiştir. ABD halka arz piyasalarında 2022 yılının ilk çeyreği son beş yılın en düşük ilk halka arz işlemleri ile geçmiş ve ikinci çeyrek sonu itibariyle bir önceki yıla yaklaşmıştır ve toplamda sadece sekiz global halka arz işlemi gerçekleşmiştir. Avrupa ilk halka arz piyasaları ise 2022 yılının ikinci çeyreğini 2.1 Milyar dolar ile kapatmıştır. Bu dönem itibariyle global halka arzlar açısından en hareketli bölge Çin ve Orta Doğu bölgesi olmuştur. Her iki bölge birlikte ikinci çeyrek itibariyle toplam global halka arzların % 64'ünü oluşturmuştur (PWC, 2022). 2022 yılının sorunlu geçen birinci çeyreğin ardından ikinci çeyrek sonunda da, faiz oranlarının ve belirsizliğin arttığı, enflasyonun yükselişe geçtiği, büyümelerin yavaşladığı, Ukrayna'daki savaşın büyüdüğü ve Çin'de salgın nedeniyle bölgesel yeniden kapanmaların görüldüğü bir ortamla karşılaşmıştır. Hisse senedi piyasalarının önemli bir bölümü geçen yılki kazançlarını kaybetmeye başlamıştır. Örneğin S&P 500 endeksi birinci çeyrek sonunda geçen yılın aynı dönemine göre %21 değer kaybetmiş, MSCI World endeksi %21 oranında düşmüştür.

EMEA (Europe, Middle East and Africa) bölgesinde 2022 yılının birinci çeyreğinde halka arz gelirlerinde % 59 oranında düşme görülmeyle birlikte ikinci çeyrekte önceki yılın ikinci çeyreğine göre karşılaştırılabilir seviyededir. Özellikle Birleşik Arap Emirliklerindeki halka arzlar başı çekmektedir. Birleşik Arap Emirliklerindeki halka arz tutarı EMEA bölgesindeki toplam halka arz gelirlerinin % 72'sini oluşturmuştur. İtalya haricinde AB üyesi ülkelerde ve İngiltere'de sınırlı halka arz işlemleri gerçekleşmiştir. İtalya'da ise global bir kimya şirketi 500 milyon dolarlık bir halka arz gerçekleştirmiştir. Asya Pasifik bölgesinde ise halka arzlardan elde edilen toplam tutarlar ise ikinci çeyrekte bu yılın birinci çeyreğine göre % 27 oranında azalmıştır. Asya ve Pasifik bölgesindeki halka arz gelirlerinin % 90'ı Çin ve Hindistan'da gerçekleşen halka arz işlemlerinden kaynaklanmıştır. Hong Kong'da gerçekleşen halka arzlar oldukça azalmıştır ve ikinci çeyrek sonu itibariyle 9 halka arz işleminde 600 milyon dolara ulaşmıştır. Oysaki 2021 yılının ikinci çeyreğinde 14 halka arz işleminden 4.2 milyar dolar halka arz gelir elde edilmiştir (PWC, 2022).

Amerika bölgesinde ise halka arzlar oldukça düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. 42 halka arz işleminden elde edilen halka arz tutarı 4.7 milyar dolar olmuştur. Halka arz sayısı ve tutarının yarısı (17 işlem ve 2.2 milyar dolar) ise SPAC (Special Purpose Acquisition Company-Özel Amaçlı Şirket Satın Alma Şirketleri) halka arzlarından oluşmuştur. ABD SPAC halka arzları geçen yıla göre azalmaya devam etmiştir. 2020 yılından 2022 yılına kadarki SPAC halka arzlarından elde edilen tutar açısından en düşük dönem olmuştur. ABD'nde SPAC piyasası 2022 yılında inişe geçmiş, yatırımcıların bu tür halka arz işlemlerine ilgileri azalmış, bu şirketlerin kurulma amaçlarına uygun şirket satın alma son tarihlerine kadar şirket satın almaları gerçekleşemediğinden halka arzlardan elde edilen tutarlarının yatırımcılara geri iadesi rekor seviyelere yükselmiştir.

Hisse senedi piyasaları açısından 2022 yılında enflasyon en büyük risk haline gelmiş durumdadır. Enflasyon riskinin yanı sıra yavaşlayan global büyüme, stagflasyon riski yatırımcıların risk iştahını olumsuz etkilemiş ve enflasyon artışına karşı kendilerini koruyucu sektörlerdeki şirketlerin hisse senetlerine yönelmişlerdir.

Bu dönemin önem taşıyan bir diğer gelişmesi ise FED'in faiz artırmaya başlaması ve sonucunda giderek artan resesyon endişesidir. Bu nedenle 2022 yılının halka arz işlemleri ve toplam tutarları açısından piyasalardaki volatilité azalınca ve ihraççılar ile yatırımcılar arasındaki şirketlerin değerlendirme farklılığı ortadan kalkınca kadar düşük kalmaya devam etmesi beklenmektedir.

ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Araştırma deseni: Bu çalışmada nitel araştırma yönteminin bir deseni olan deskriptif analiz (etnografi) yöntemi kullanılmıştır. Deskriptif analiz, etnografi yöntemiyle yakından ilişkilendirilen bir araştırma yöntemidir. Etnografi, bir araştırmacının belirli bir topluluğun, kültürün, grup veya yerin yaşam tarzını, davranışlarını ve değerlerini anlamak için derinlemesine gözlem yapmasını içeren bir sosyal bilimler araştırma yaklaşımıdır. Bu çalışmada işletmelerin, sermaye piyasaları ve halka arzlara karşı davranış, tutum ve değerlendirmelerinin gözlemleri, deskriptif (betimleyici) veriler ile ortaya konulmuştur.

Deskriptif (tanımlayıcı) araştırma yoluyla söz konusu araştırmanın çalışma grubuna dahil olan 2021 ve 2022 yıllarında halka arz edilmiş Türk şirketleri ile ilgili halka arz verileri kullanılmıştır. Veri toplama aracı olarak doküman incelemesi kapsamında Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP, 2022) internet sitesi üzerinden ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından onaylanarak Borsa İstanbul'da (BİST) halka arz edilmiş firmaların izahnameleri kullanılmıştır.

Çalışma grubu olarak Borsa İstanbul'da halka arz edilme ölçütü dikkate alınarak 2021'de gerçekleşmiş toplam 52 adet ve 2022'nin Ağustos ayı dönemine kadar gerçekleşmiş toplam 30 adet halka arz edilmiş firma kullanılmıştır. Ölçüt yoluyla oluşturulan çalışma grubundan elde edilen bulgular;

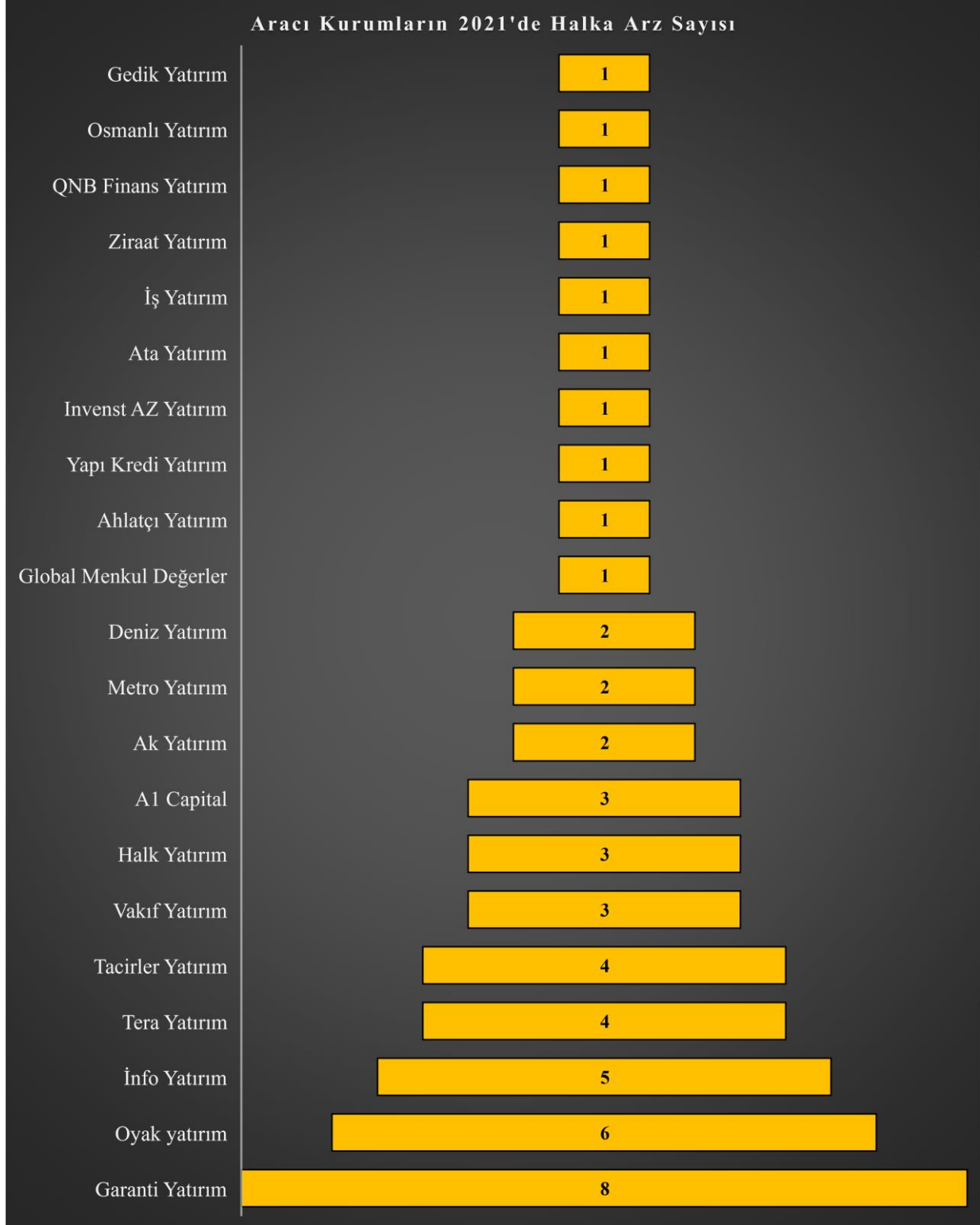
- Halka Arza aracılık eden kurumlar
- Borsa'da işlem gördüğü Pazar
- Halka arzdan toplanan tutar
- Şirketlerin halka açıklık oranı
- Halka arza talepte bulunan yatırımcı sayısı
- Şirketlerin sermaye arttırmaları ve ortak satışlar tutarları
- Şirketlerin halka arz öncesi ve sonrası ödenmiş sermayesi
- Halka arzın toplam maliyeti
- Halka arz aracılık komisyon tutarı

- Şirketlerin halka arzdan önceki yıl toplam ciroları ve net karları

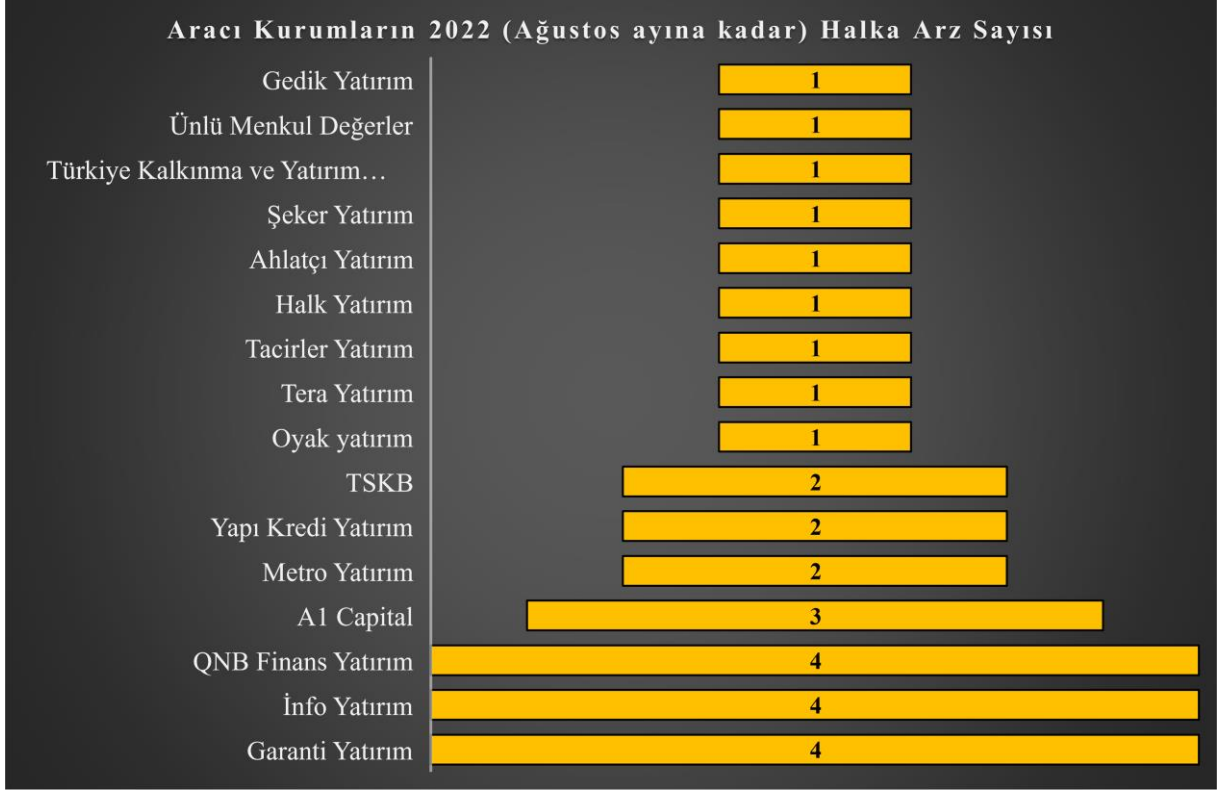
Olarak belirlenmiş ve elde edilen bulgular üzerinde tartışılmıştır.

DESKRİPTİF ANALİZLER VE ELDE EDİLEN BULGULAR

Halka Arza Aracılık Eden Kurumlar



Şekil 1. Aracı Kurumların 2021 yılında yaptıkları halka arz sayısı

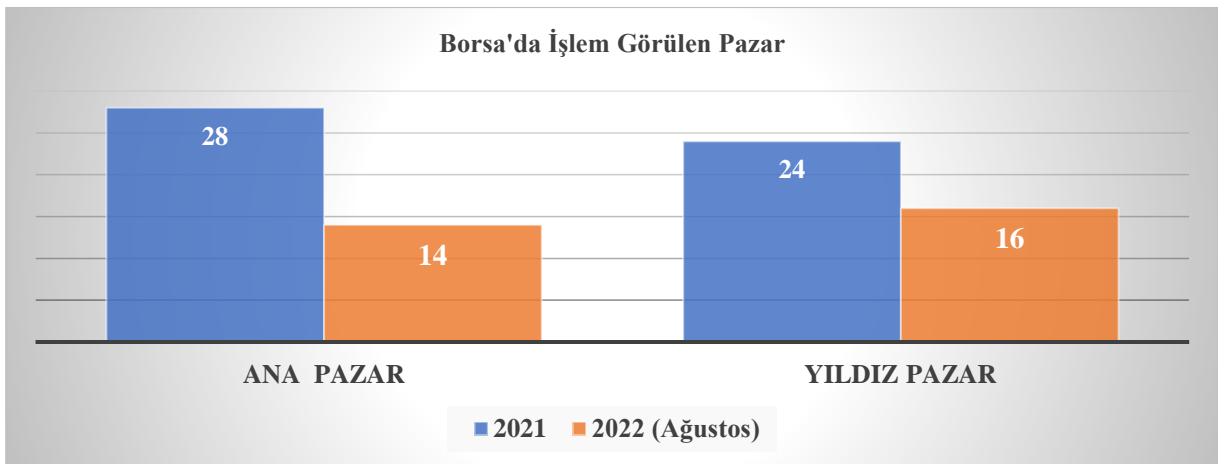


Şekil 2. Aracı Kurumların 2022 (Ağustos ayına kadar) Halka Arz Sayısı

Şekil 1’de 2021 yılı içerisinde şirketlerin Borsa İstanbul’da toplam 52 halka arzına aracılık eden kurumlar görülmektedir. Bu kapsamda toplam 52 halka arz içinde en çok halka arzı 8 adet ile Garanti Yatırım gerçekleştirirken onu 6 halka arz ile Oyak Yatırım ve 5 halka arz ile İnfo Yatırım takip etmiştir.

Şekil 2’de ise 2022 yılının Ağustos ayına kadarki dönemde 30 halka arz gerçekleşmiş ve işlemlerden en çok halka arz gerçekleştiren aracı kurumlar 4 adet halka arz ile Garanti Yatırım, 4 adet halka arz ile İnfo Yatırım ve yine 4 adet halka arz ile QNB Finans Yatırım olmuştur.

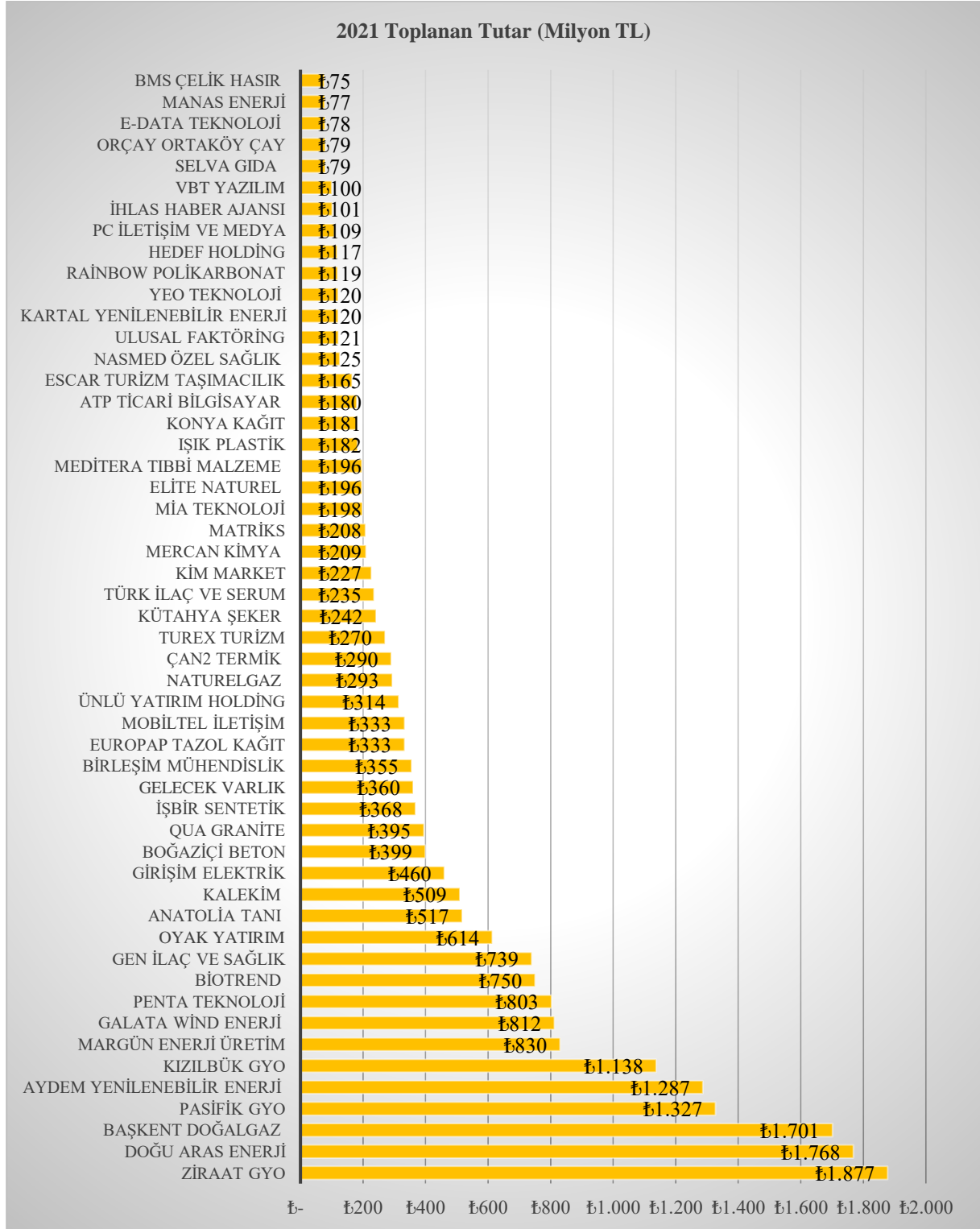
Borsa’da İşlem Görülen Pazar Payları



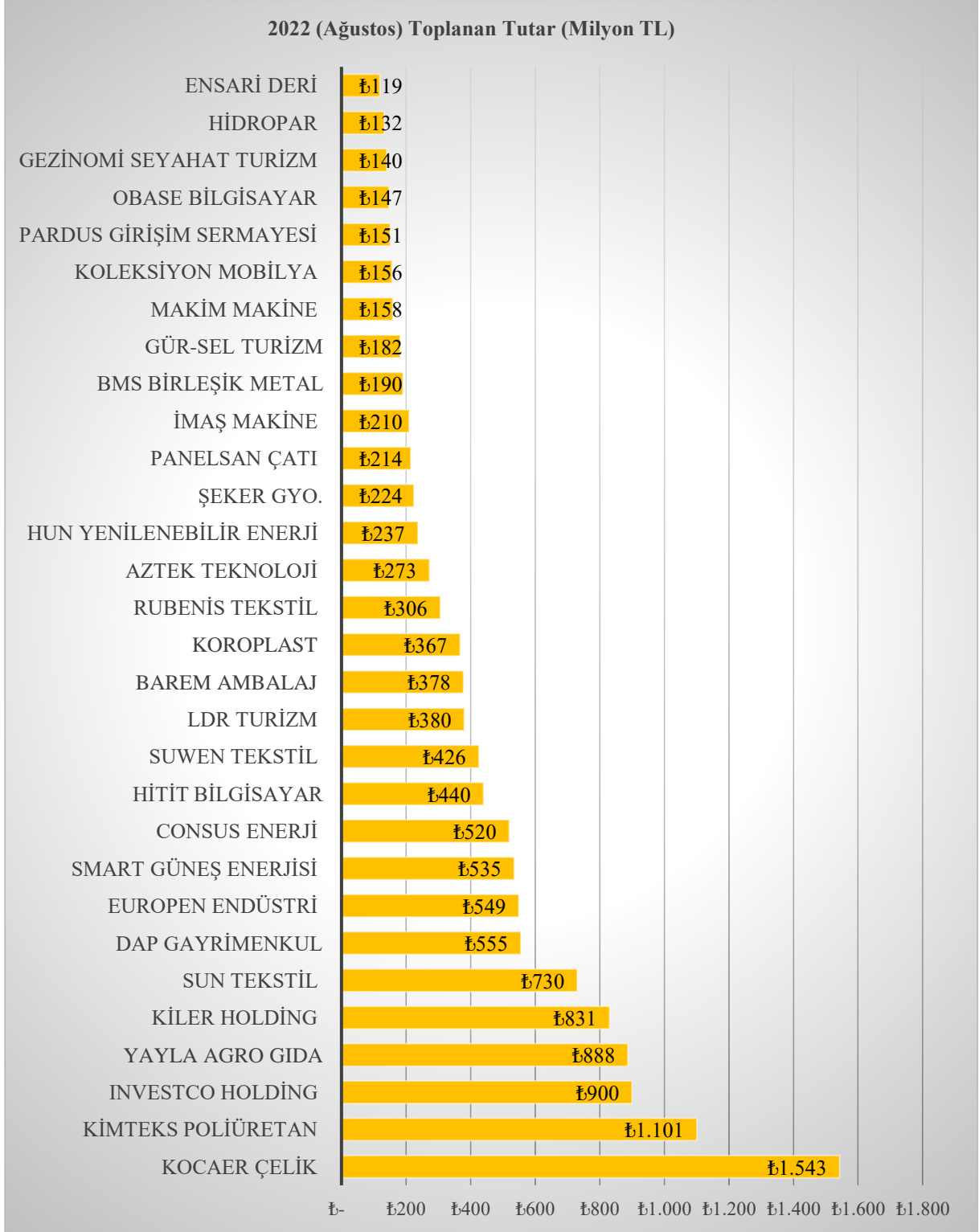
Şekil 3. Borsa’da işlem görülen pazar

2021 yılında toplanan 52 halka arzdan 28 adedi ana pazarda, 24 adedi de yıldız pazarda işlem görmektedir. 2022 Ağustos ayına kadar gerçekleşen 30 adet halka arzdan 14 tanesi ana pazarda, 16 tanesi de yıldız pazarda işlem görmektedir.

Halka Arz Büyüklüğü (Toplanan Tutar)



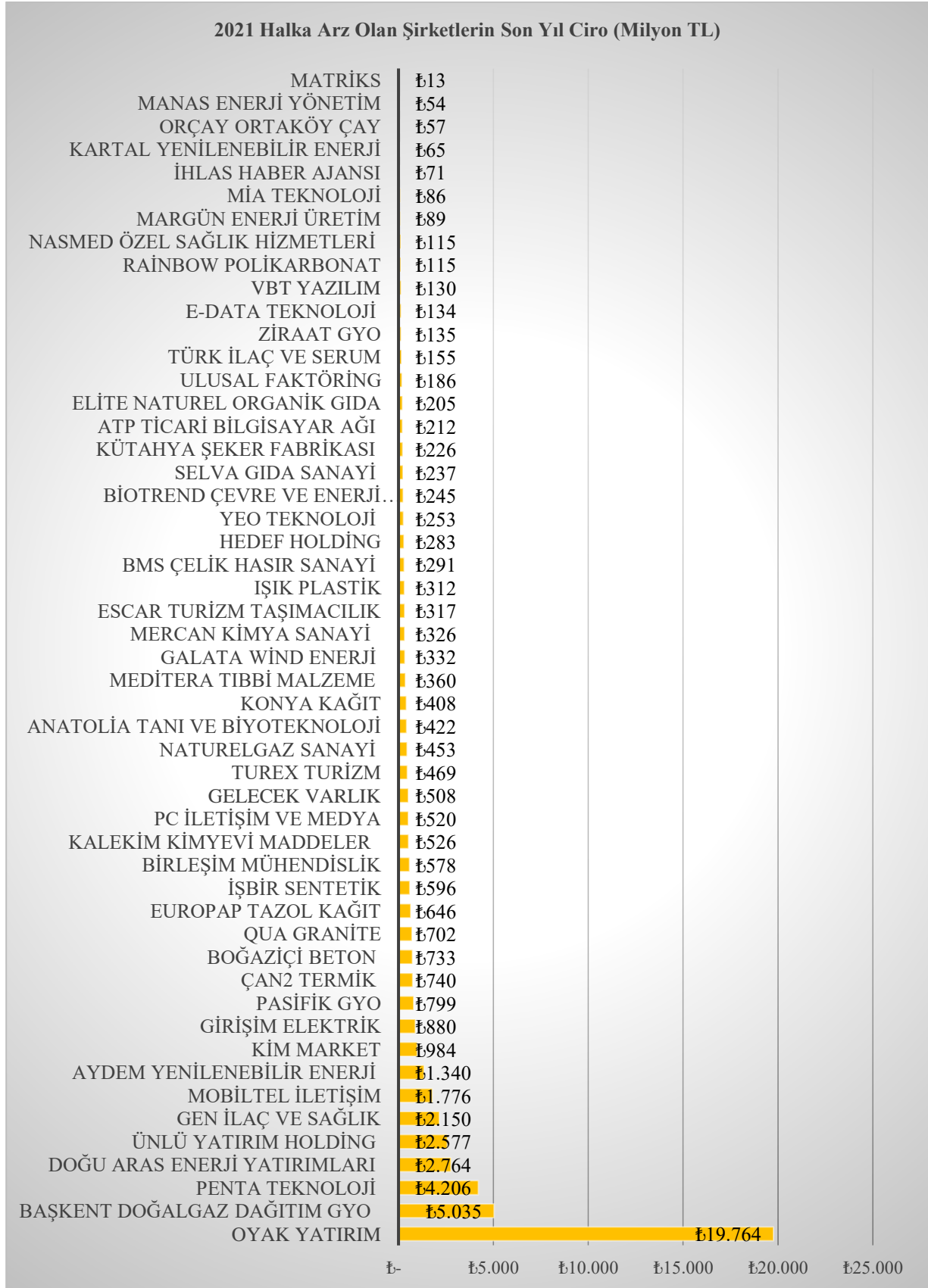
Şekil 4. 2021 Halka Arz Büyüklüğü (Milyon TL)



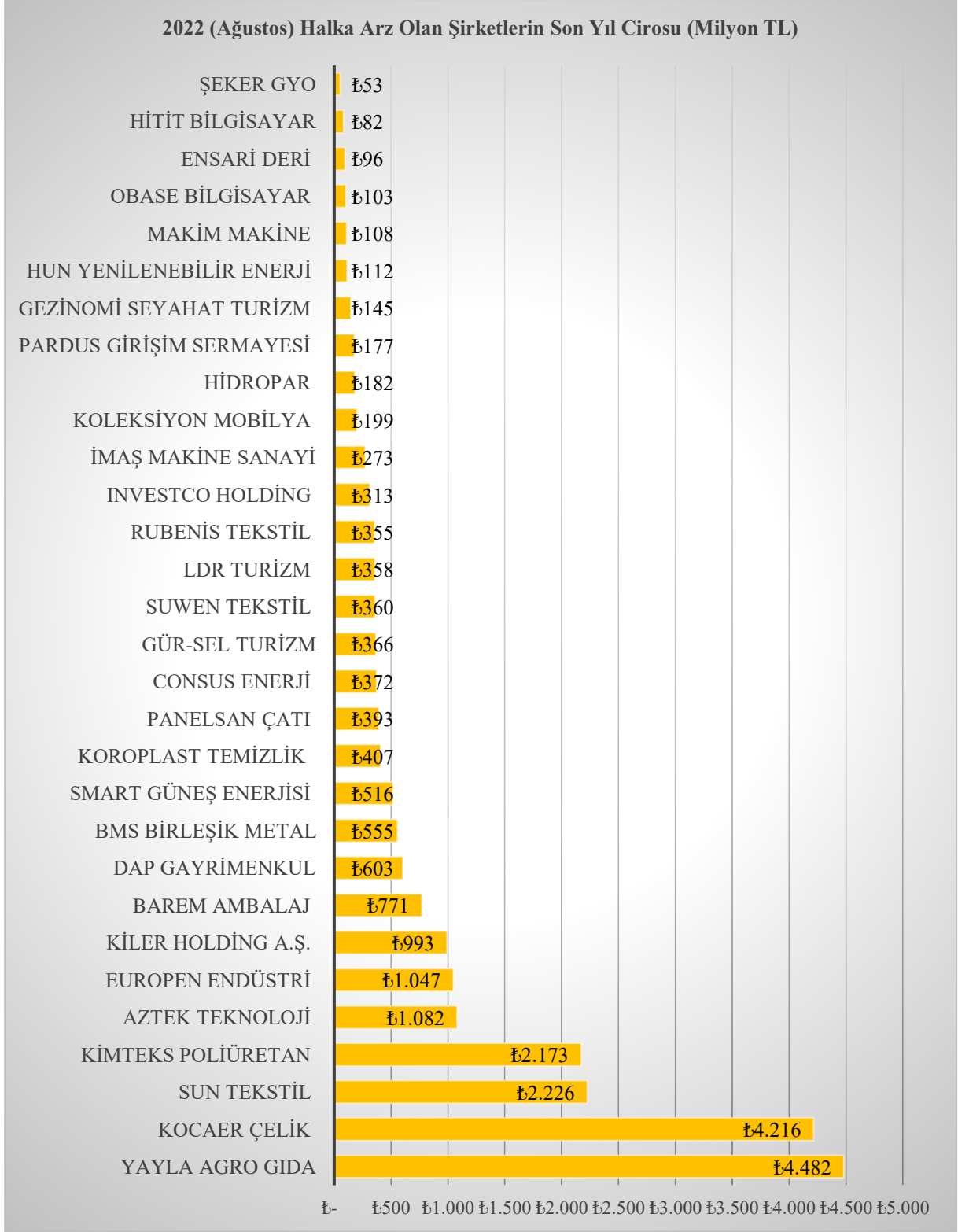
Şekil 5. 2022 (Ağustos) Halka Arz Büyüklüğü (Milyon TL)

2021 yılında halka arzlarda toplanan en büyük tutarı 1 milyar 877 milyon TL ile Ziraat GYO elde etmiştir. Bu duruma karşın 2022 yılında Ağustos ayı dönemine kadar toplanan en büyük tutar ise 1 milyar 543 milyon TL ile Kocaer Çelik Sanayi tarafından elde edilmiştir.

Halka Arz Olan Şirketlerin Son Yıl Ciroları



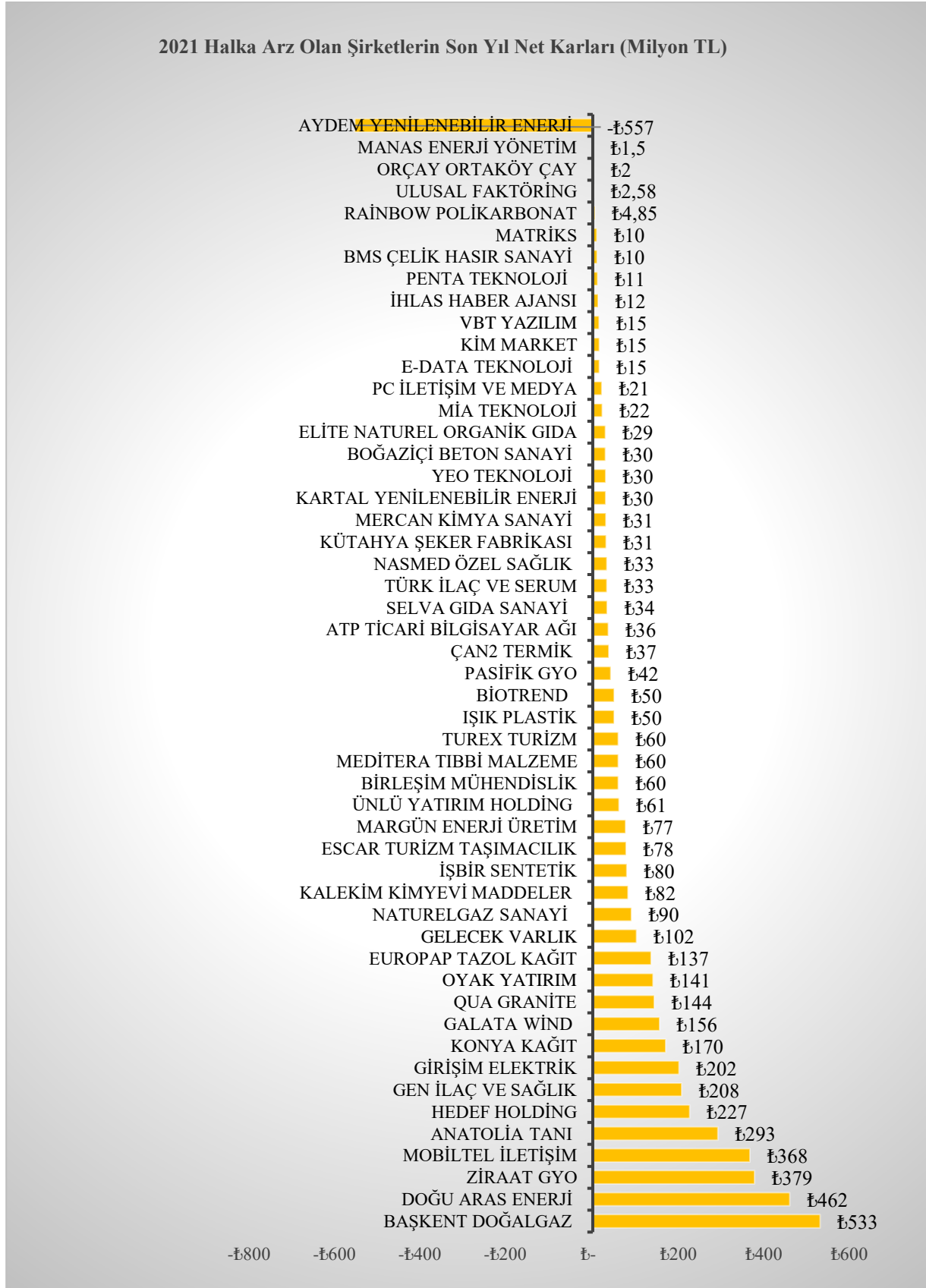
Şekil 6. 2021 Halka Arz Olan Şirketlerin Son Yıl Ciro (Milyon TL)



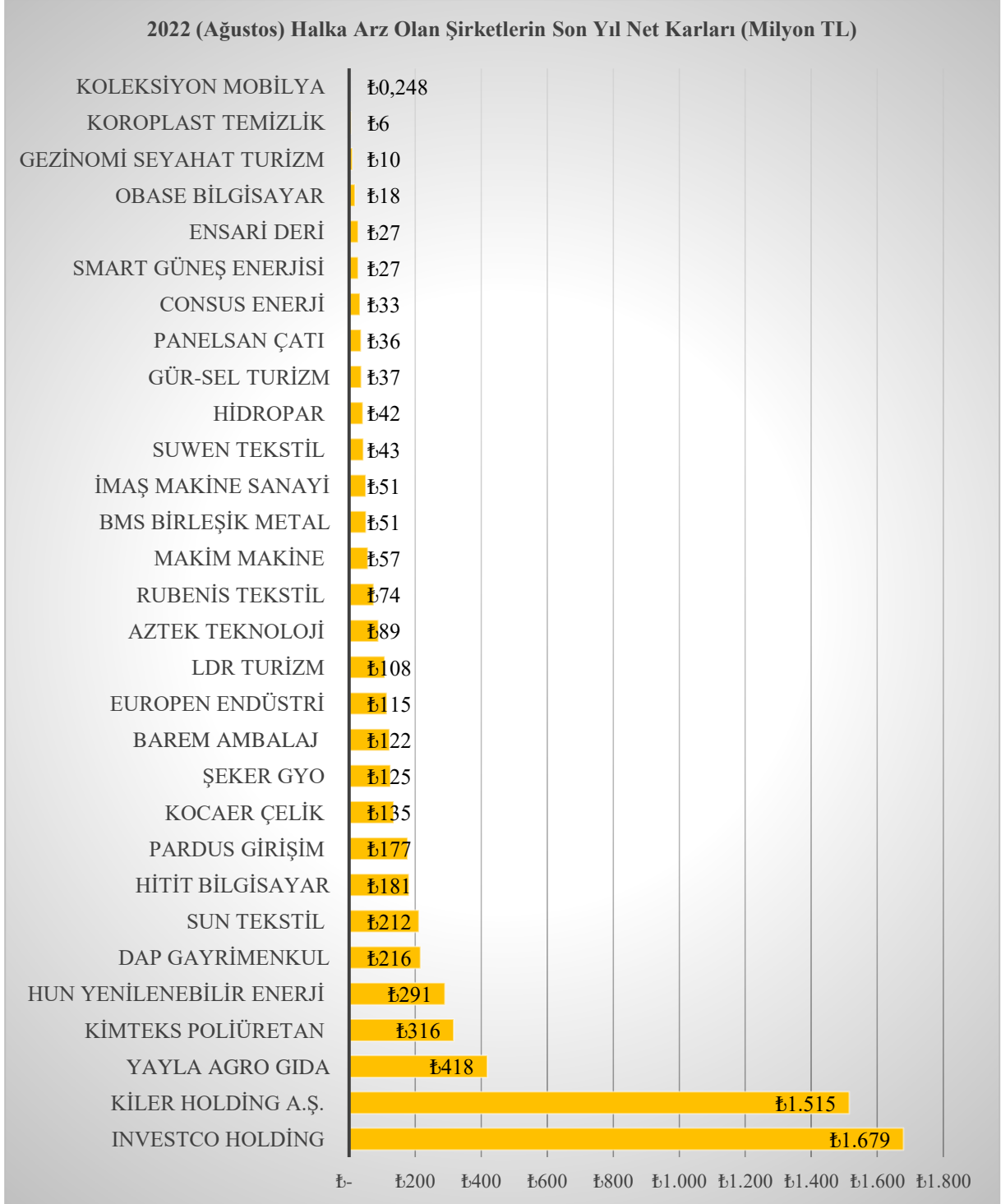
Şekil 7. 2022 (Ağustos) Halka Arz Olan Şirketlerin Son Yıl Cirosu (Milyon TL)

2021 yılında halka arz olan şirketler arasında halk arz öncesi son yılda en fazla ciroyu elde eden şirket 19 milyar 764 milyon TL ile Oyak Yatırım olmuştur. Bu duruma karşın 2022 Ağustos ayı dönemine kadar halka arz öncesi son yılda en fazla ciroyu 4 milyar 482 milyon TL ile Yayla Agro Gıda elde etmiştir.

Halka Arz Olan Şirketlerin Son Yıl Net Karları



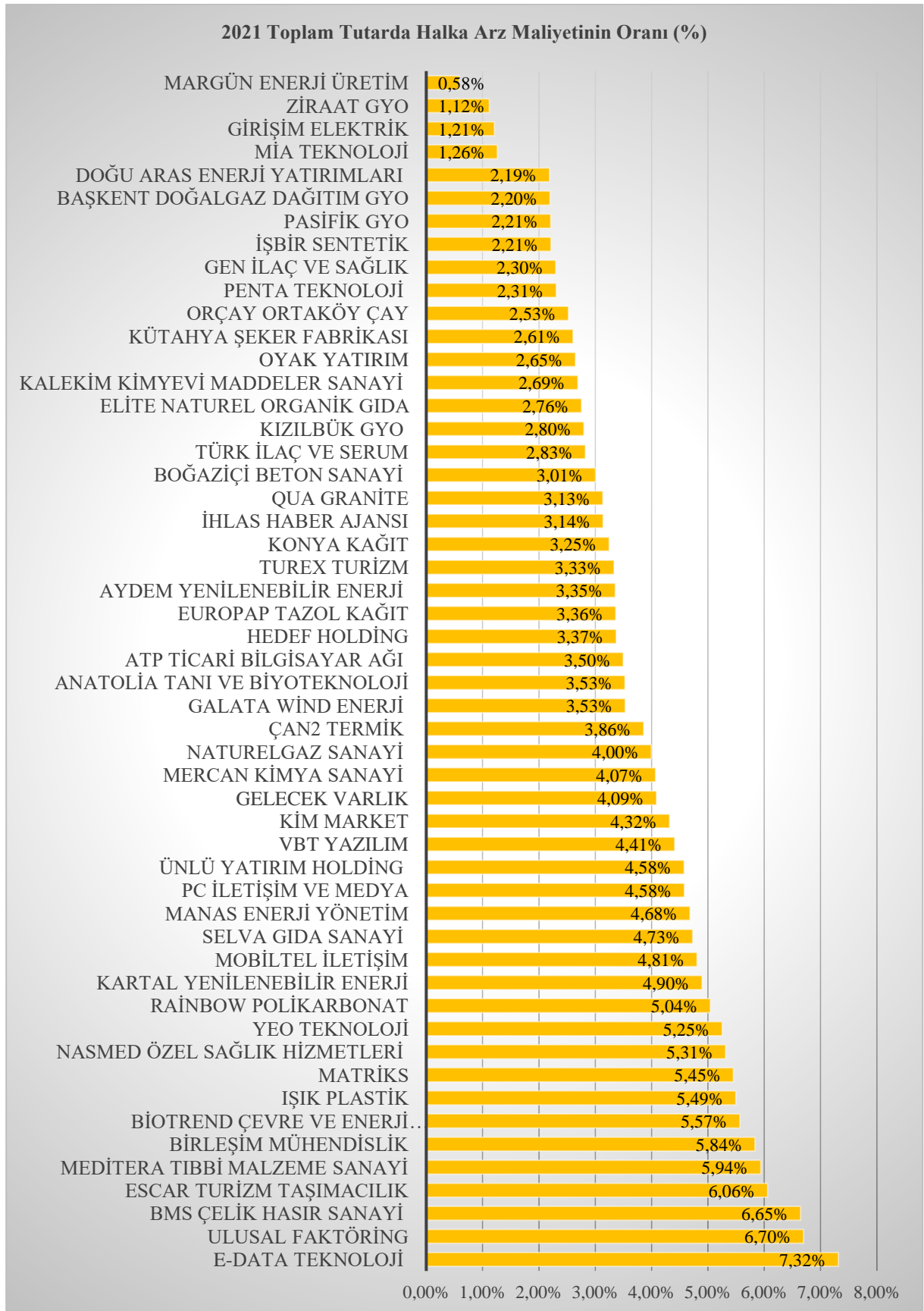
Şekil 8. 2021 Halka Arz Olan Şirketlerin Son Yıl Net Karları (Milyon TL)



Şekil 9. 2022 (Ağustos) Halka Arz Olan Şirketlerin Son Yıl Net Karları (Milyon TL)

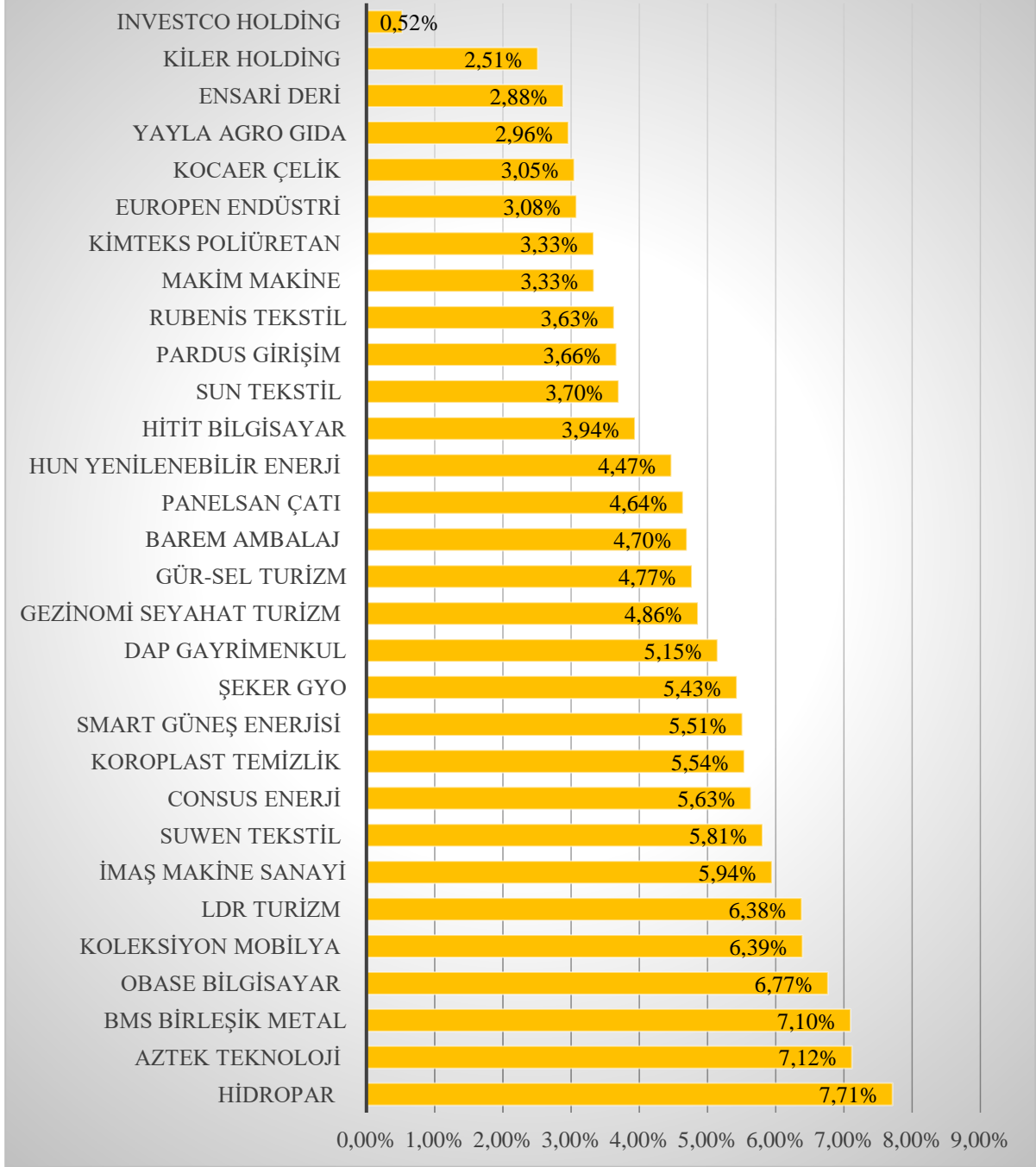
2021 yılında halka arz olan şirketler arasında halk arz öncesi son yılda en fazla net kar elde eden şirket 533 milyon TL ile Başkent Doğalgaz Dağıtım GYO olmuştur. Bu duruma karşın 2022 Ağustos ayı dönemine kadar halka arz öncesi son yılda en fazla net kar elde eden şirket ise 1 milyar 679 milyon TL ile Investco Holding olmuştur. 2021’de Aydem Yenilenebilir Enerji şirketi eksi (-) 557 milyon TL net zarar etmiştir.

Halka Arzda Maliyetler



Şekil 10. 2021 Toplam Tutarda Halka Arz Maliyetinin Oranı

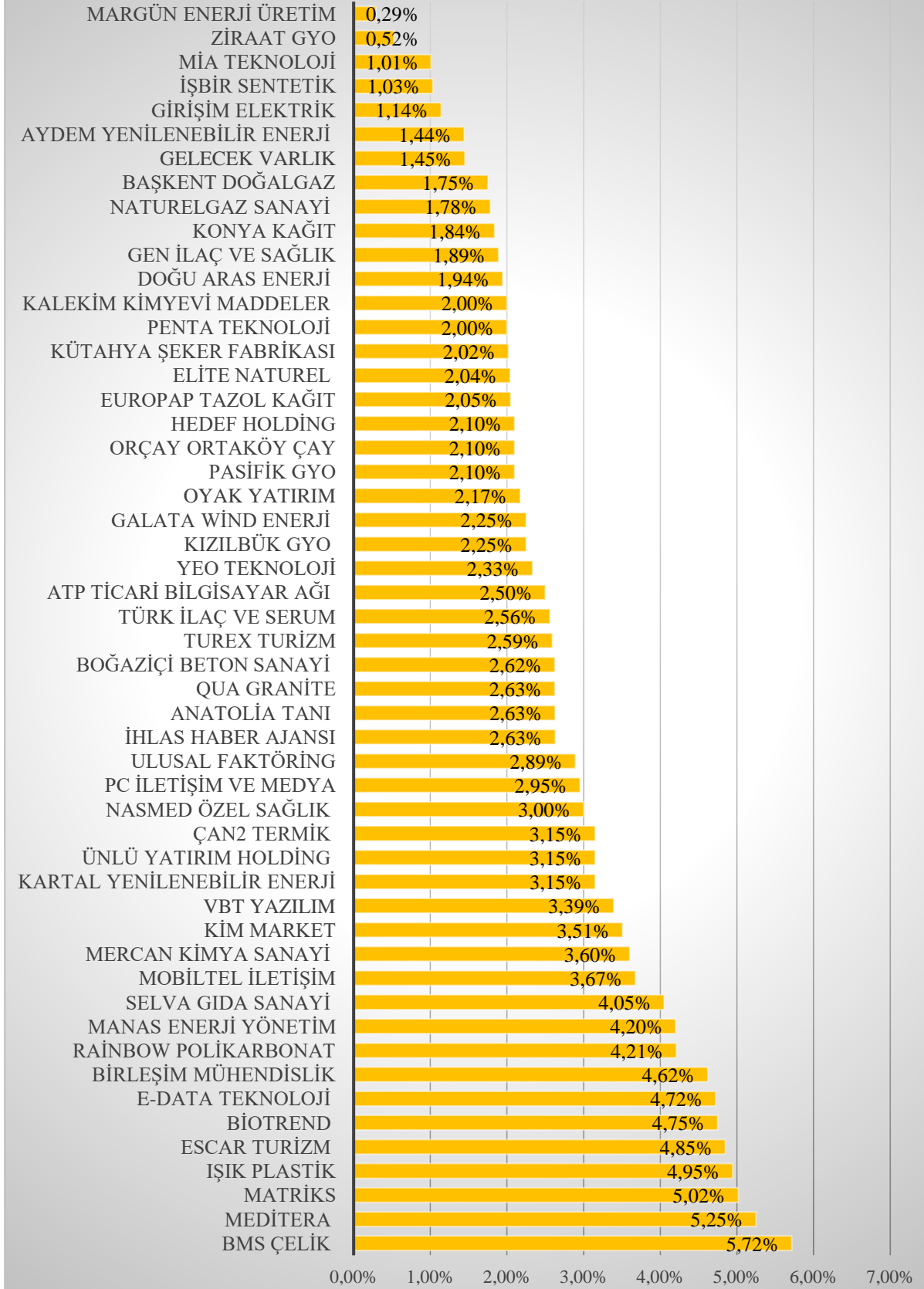
2022 (Ağustos) Toplam Tutarda Halka Arz Maliyetinin Oranı



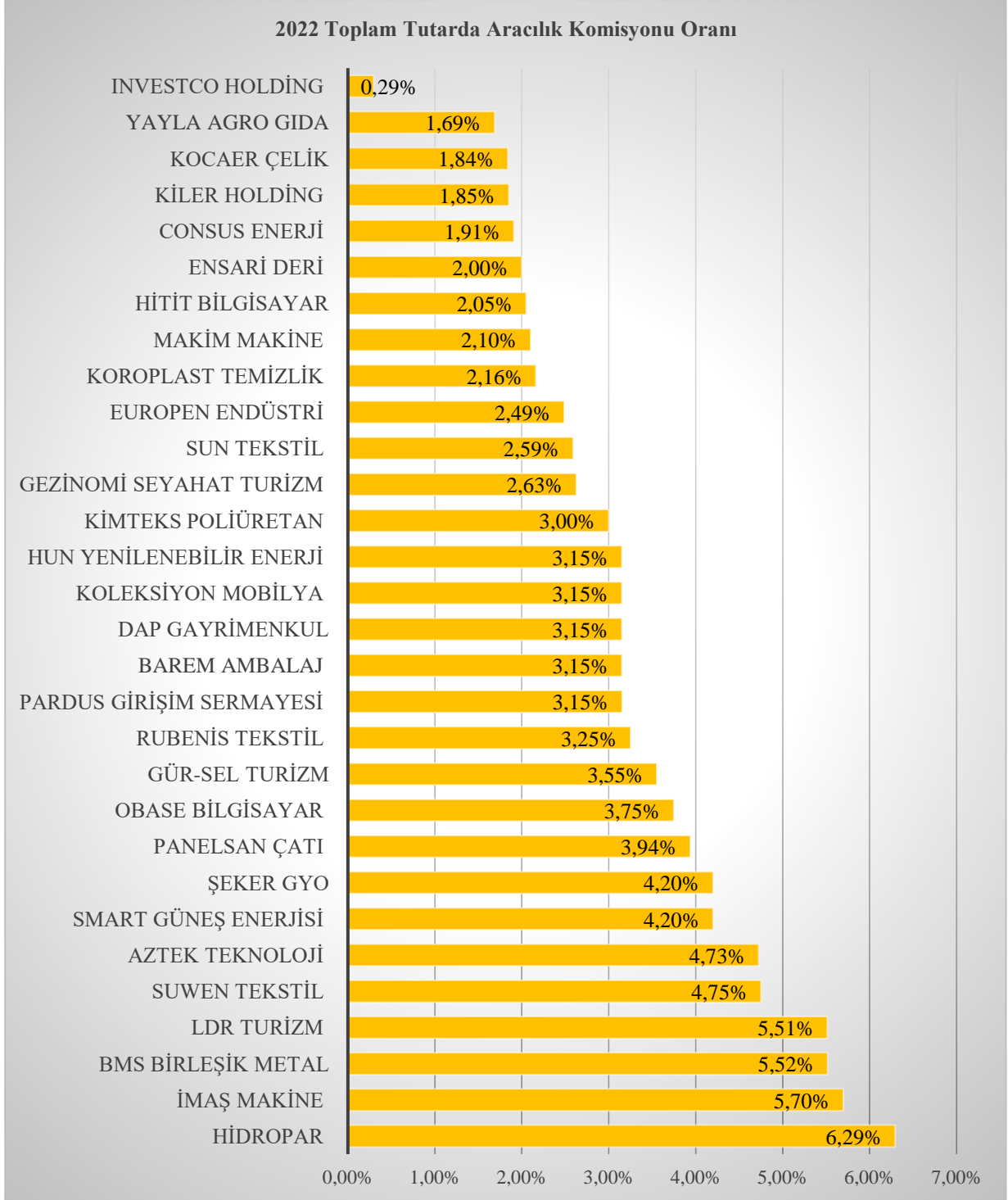
Şekil 11. 2022 (Ağustos) Toplam Tutarda Halka Arz Maliyetinin Oranı

2021 yılında halka arz olan şirketler arasında en düşük maliyete sahip olan şirket %0,58 ile Margün Enerji Üretim olurken, en yüksek halka arz maliyeti ise %7,32 ile E-Data Teknoloji şirketinde olmuştur. Bu duruma karşın 2022 yılında Ağustos ayı dönemine kadar halka arz olan şirketler arasında en düşük maliyete sahip olan şirket %0,52 ile Investco Holding olurken, en yüksek halka arz maliyeti ise %7,71 ile Hidropar Hareket Kontrol Teknolojileri şirketinde olmuştur.

2021 Toplam Tutarda Aracılık Komisyon Oranı (%)



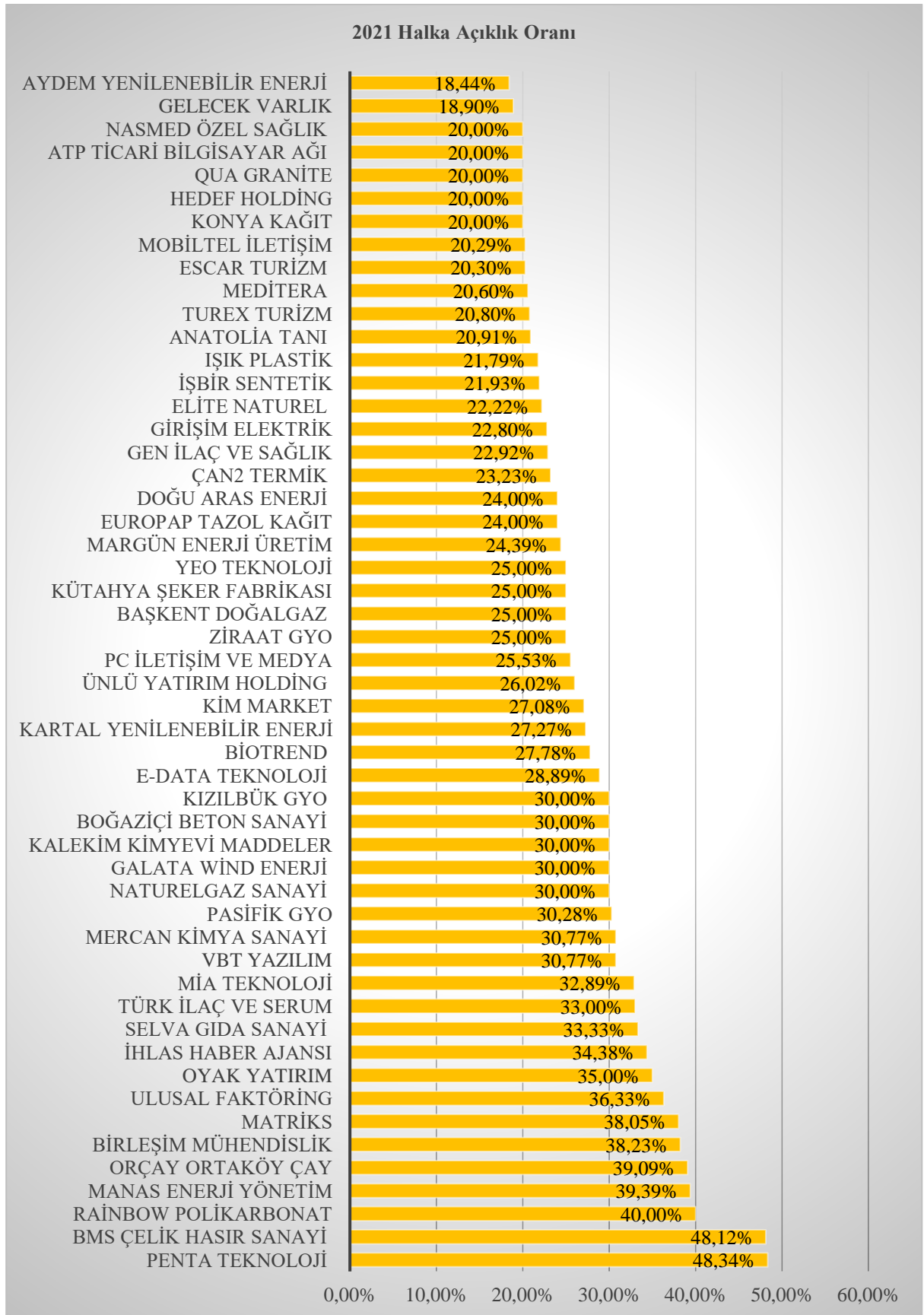
Şekil 12. 2021 Toplam Tutarda Halka Arz Aracılık Komisyonu Oranı



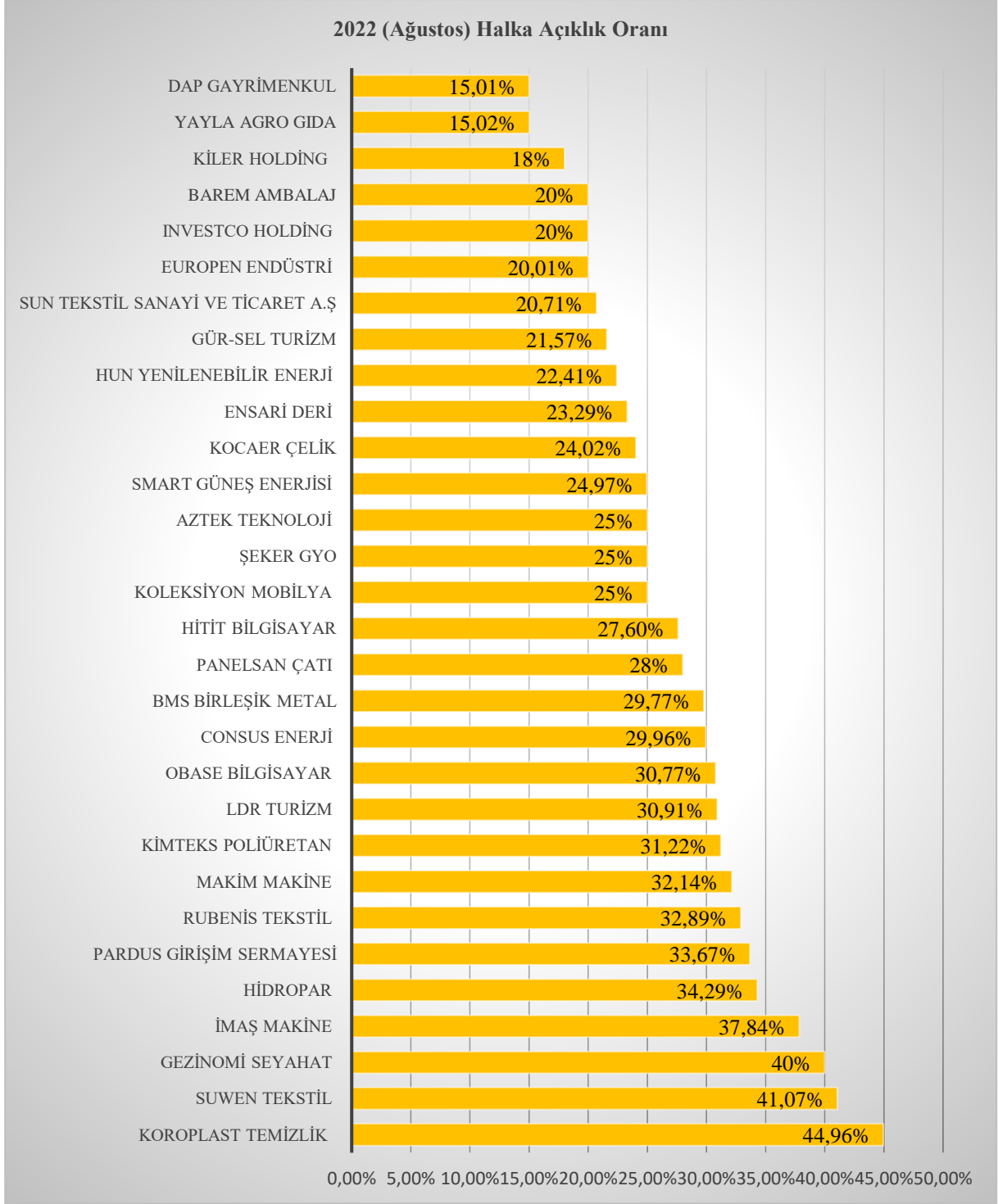
Şekil 13. 2022 (Ağustos) Toplam Tutarda Halka Arz Aracılık Komisyonu Oranı

2021 yılında halka arz olan şirketler arasında en düşük aracılık komisyon oranına sahip şirket %0,29 ile Margün Enerji Üretim olurken, en yüksek halka arz aracılık komisyon oranı ise %5,72 ile BMS Çelik Hasır Sanayi şirketinde olmuştur. Bu duruma karşın 2022 yılında Ağustos ayı dönemine kadar halka arz olan şirketler arasında en düşük aracılık komisyon oranına sahip şirket %0,29 ile Investco Holding olurken, en yüksek halka arz aracılık komisyon oranı ise %6,29 ile Hidropar Hareket Kontrol Teknolojileri şirketinde olmuştur.

Halka Açıklık Oranı



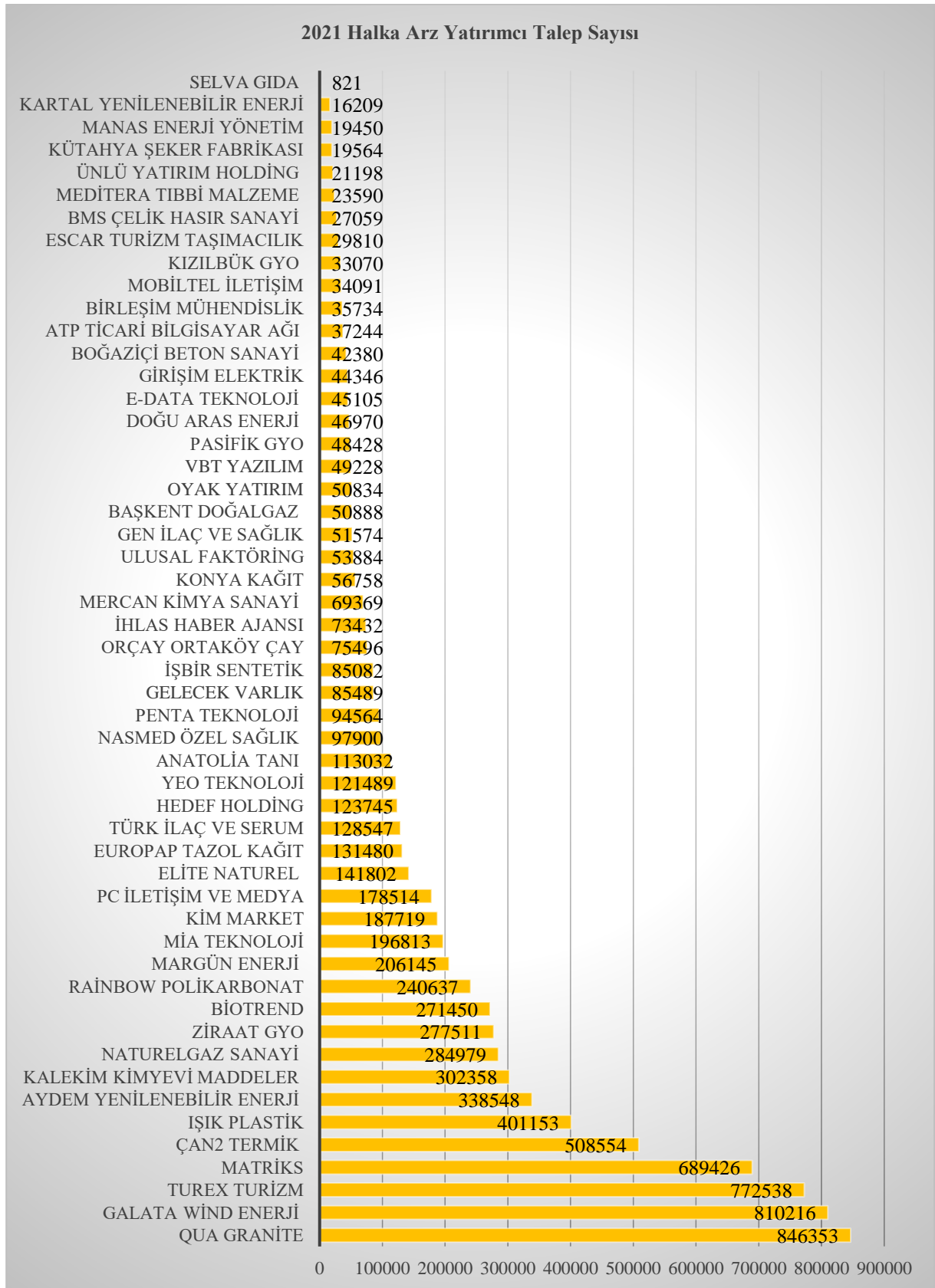
Şekil 14. 2021 Halka Açıklık Oranı



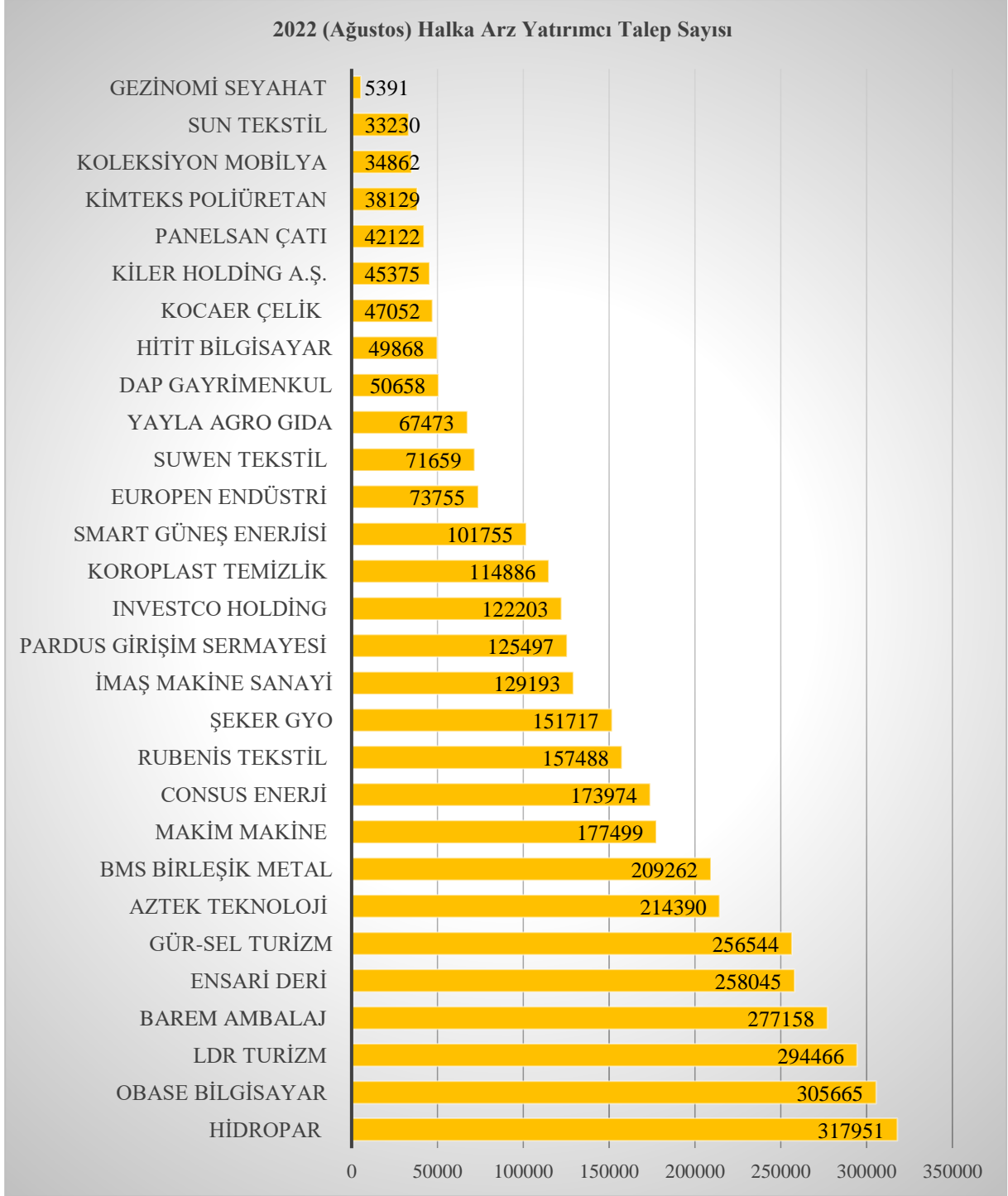
Şekil 15. 2022 (Ağustos) Halka Açıklık Oranı

2021 yılında halka arz olan şirketler arasında en düşük halka açıklık oranı %18,44 ile Aydem Yenilenebilir Enerji şirketine ait olurken en yüksek halka açıklık oranı ise %48,34 ile Penta Teknoloji firmasına ait olmuştur. Bu duruma karşın 2022 yılında Ağustos ayı dönemine kadar halka arz olan şirketler arasında en düşük halka açıklık oranı %15,01 ile DAP Gayrimenkul şirketine ait olurken en yüksek halka açıklık oranı ise %44,96 ile Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri firmasına ait olmuştur.

Halka Arza Talepte Bulunan Yatırımcı Sayısı



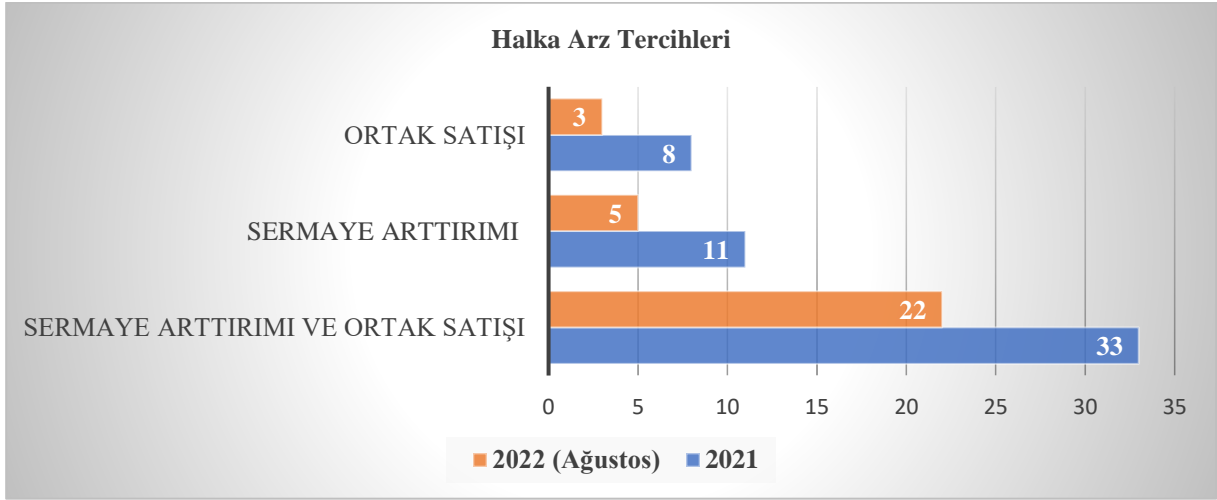
Şekil 16. 2021 Halka Arz Yatırımcı Talep Sayısı



Şekil 17. 2022 (Ağustos) Halka Arz Yatırımcı Talep Sayısı

2021 yılında halka arz olan şirketler arasında en düşük yatırımcı talep sayısı 821 kişi ile Selva Gıda şirketine ait olurken en yüksek yatırımcı talep sayısı 846353 kişi ile QUA Granite firmasına ait olmuştur. Bu duruma karşın 2022 yılında Ağustos ayı dönemine kadar halka arz olan şirketler arasında en düşük yatırımcı talep sayısı 5391 kişi ile Gezinomi Seyahat Turizm şirketine ait olurken en yüksek yatırımcı talep sayısı 317951 kişi ile Hidropar Hareket Kontrol Teknolojileri firmasına ait olmuştur.

Halka Arz Tercihleri



Şekil 18. Halka Arz Tercihleri

2021 yılında toplam 52 halka arz arasından 33 adet firma sermaye arttırımı ve ortak satışı yoluyla halka arz olurken, 11 adet firma sadece sermaye arttırımı yoluyla halka arz olmuş, 8 adet firma ise sadece ortak satışı yaparak halka arz olmuştur. Bu duruma karşın 2022 Ağustos ayı dönemine kadar gerçekleşen 30 adet halka arz arasından 22 adedi sermaye arttırımı ve ortak satışı yoluyla halka arz olurken, 5 adet firma sadece sermaye arttırımı yoluyla halka arz olmuş, 3 adet firma ise sadece ortak satışı yaparak halka arz olmuştur.

SONUÇ, TARTIŞMA VE ÖNERİLER

Şirketlerin yaşam döngüleri boyunca finansman ihtiyaçları ve elde edilen kaynakların çeşitliliği, büyümenin her aşamasında farklılaşır ve farklı finansman stratejileri gerektirir. İşletmeler için finansman kaynağı ve yeterli finansmanın mevcudiyeti, işletmelerin gelişimi, büyümesi ve başarısının arkasındaki en önemli faktörlerin başında gelmektedir. İşletmelere yeterli, uygun ve zamanında finansman akışının temini işletmelerin hayati fonksiyonlarını sürdürmesinde zorunlu kan akışı gibidir.

İşletmelerin banka kredilerine erişimlerinin giderek daha zor hale geldiği lokal ve global piyasa koşullarında işletme öz kaynakların güçlendirilmesi gereklidir ve sermaye piyasalarının bir finansman kaynağı olarak daha güçlü bir rol oynamasına daha fazla ihtiyaç bulunmaktadır.

Bu kapsamda Türk şirketlerinin halka arzlar yolu ile işletme finansmanı sağlama girişimlerinin analiz edildiği bu çalışmada Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP, 2022) internet sitesi ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından onaylanarak Borsa İstanbul'da (BİST) halka arz edilmiş firmaların izahnamelerinden elde edilen veriler analiz edilerek şirketlerin halka arz yoluyla finansman temin süreci çeşitli kriterler açısından incelenmiştir. 2021 yılındaki halka arz işlemlerinde banka iştiraki aracı kurumların daha yoğun halka arza aracılık yaptığı görülmektedir. Aynı durumun 2022 yılı içinde benzer olduğu belirtilebilir.

Borsa İstanbul'da şirket hisse senetlerinin işlem gördüğü pazar çeşitlenmesi açısından bakıldığında ise, Ana Pazar ve Yıldız Pazar sınıflandırmasının halka arzlar açısından dengeli bir yapı gösterdiği anlaşılmaktadır. 2021 ve 2022 yılları kapsamında gerçekleşen halka arzların söz konusu iki Pazar arasında yarı yarıya dağıldığı gözlenmektedir. Halka arzlarda şirketler tarafından elde edilen tutarlar açısından bakıldığında 75 Milyon TL ile 1 Milyar, 877 Milyon TL arasında oldukça küçük arzlarla büyük ölçekli arzların bir arada olduğu bir yapı söz konusudur.

Halka açılan şirketlerin yıllık ciroları incelendiğinde önemli bir bölümünün KOBİ niteliğinde yıllık cirosu 250 Milyon TL'nin altında olduğu görülmektedir. 2021 yılındaki halka arzlarda bu nitelikteki şirket sayısı toplam halka açılan şirketlerin yaklaşık yarısıdır. Halka açılan şirketler net karlılık açısından ise 240 Bin TL ile 1,5 Milyar TL üzerindeki bir çeşitliliğe haiz yapı göstermektedir, medyan değerinin 40-50 Milyon TL arasında olduğu belirtilebilir. Halka arz toplam maliyeti ise halka arzın büyüklüğüne bağlı olarak % 0,52 ile % 7,71 arasında değişmektedir. Maliyetler içindeki en büyük kalem olan aracılık komisyon oranları ise %0,29 ile %6,29 arasında değişen oranlarda gerçekleşmiştir. Halka arz olan şirketler arasında en düşük halka açıklık oranı % 15,01 ile en yüksek halka açıklık oranı ise %48,34 arasında değişmiştir. Halka açıklık oranı medyan değerinin % 25 civarında olduğu belirtilebilir. Halka arz olan şirketlere yönelik yatırımcı talebi ise halka arzın büyüklüğüne göre 821 kişi ile 846.353 kişi arasında değişmiştir. Halka arz yöntemi olarak çoğunlukla sermaye artırımı ve ortak satışı birlikte tercih edilmiştir.

Verilerin incelenmesi neticesinde 2021 yılının halka arz işlemleri açısından oldukça yoğun geçen bir yıl olduğu anlaşılmaktadır. 2022 yılında bu ivmenin global finansal piyasalardaki gelişmeler, dünya çapında artan enflasyon oranları, ekonomik büyüme oranlarındaki yavaşlama, Ukrayna'da devam eden savaş dikkate alınarak göreceli olarak yavaşlamaya başladığı gözlenmektedir. Son iki yıldaki halka arzlar, daha önce yapılmış olan çalışmalarda görüldüğü üzere, Borsa İstanbul'daki halka arzları etkilemektedir. Lokal ve global makro ekonomik koşullar ve gelişmelerdeki belirsizlik, hem halka arzlardan elde edilen hasılat hem de halka arz sayısı üzerinde etkili olmaktadır.

Borsa İstanbul'da incelenen son iki yıldaki halka arzlarda daha önce farklı ülkelerde yapılmış çalışmalardaki sonuçlara paralel olarak halka arz edilen şirketlerin halka açılmadan önceki son iki yıllık faaliyetlerin gelir ve karlılığında önemli sıçramalar olduğu gözlenmiştir. Merkezi Kayıt Kuruluşu verilerine göre Kasım 2022 sonu itibariyle bireysel yerli yatırımcı sayısının 3.3 milyona ulaştığı, halka açık şirket sayısının 500'e yaklaştığı ve halka açık şirketlerin toplam piyasa değerinin 5.3 trilyon TL seviyelerine ulaştığı bir sermaye piyasamızın olduğu düşünüldüğünde, 2021 yılı ülkemizin GSMH' sının 815 Milyar ABD dolarının üzerinde ve nüfusumuzun 85 milyon ve çalışan sayımızın 15 milyon seviyelerinde olduğu dikkate alındığında son yıllardaki gerek yerli bireysel yatırımcı sayısında gerekse halka açılan şirket sayısında önceki yıllara göre önemli sıçramalar görülmekte ise de Türkiye'nin ekonomik büyüklüğü ve nüfusu göz önüne alındığında, sermaye piyasalarının daha da büyüme potansiyeli olduğu ve bu alanda daha fazla fırsatların bulunduğu söylenebilir.

KAYNAKÇA

- Abdulsaleh, A. M., & Worthington, A. C. (2013). Small and medium-sized enterprises financing: A review of literature. *International Journal of Business and Management*, 8(14), 36.
- Amorim, D. P. D. L., Camargos, M. A. D., & Ferreira, C. M. B. L. (2021). Macroeconomic Factors and Initial Public Offerings in Brazil. *Global Business Review*, 09721509211003696.
- Badru, B. O. (2021). Decomposition of intended use of initial public offering proceeds: Evidence from Malaysia. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 23(1), 76-90.
- Baxamusa, M., & Jalal, A. (2018). Industry networks and IPO waves. *Journal of Banking & Finance*, 88, 129-146.
- Chhabra, S., & Kiran, R. (2022). Impact of information on winners' curse and long run performance of initial public offerings. *International Journal of Finance & Economics*, 27(1), 975-992.
- Cook, P. (2001). Finance and small and medium-sized enterprise in developing countries. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 6(1), 17.
- De Jong, A., & Legierse, W. (2022). What causes hot markets for equity IPOs? An analysis of initial public offerings in the Netherlands, 1876–2015. *European Review of Economic History*, 26(2), 208-233.
- Deloitte. (2021). The Rise of SPACs and Technology M&A. <https://www2.deloitte.com/za/en/insights/industry/technology/rise-of-spacs-and-technology-m-and-a.html>
- Dong, Y., & Huang, J. (2022). Price limits, investor sentiment, and initial public offering underpricing: A quasi-natural experiment based on ChiNext. *Emerging Markets Review*, 100893.
- Gao, Q., Long, H., & Zhao, J. (2021). Are initial public offerings significant to firm performance in an emerging stock market? Evidence from China. *South African Journal of Business Management*, 52(1), 13.
- Honjo, Y. (2021). Public or perish? From founding to initial public offering. *Review of Managerial Science*, 15, 1573-1610.
- IOSCO. (2015, July). The growth and emerging markets committee of the international organization of securities commissions. <https://www..org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD493.pdf> adresinden alındı
- Jenkinson, T., Jones, H., & Suntheim, F. (2018). Quid pro quo? What factors influence IPO allocations to investors?. *The Journal of Finance*, 73(5), 2303-2341.
- KAP. (2022). Kamu oyu aydınlatma platformu. <https://www.kap.org.tr/tr/> adresinden alındı

- Kotlar, J., Signori, A., De Massis, A., & Vismara, S. (2018). Financial wealth, socioemotional wealth, and IPO underpricing in family firms: A two-stage gamble model. *Academy of Management Journal*, 61(3), 1073-1099.
- Massel, N., Park, J. E. J., & Reichelt, K. (2021). Do Revenues Matter More Than Earnings for Initial Public Offerings?. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 0148558X211046512.
- Min, J. H. (2022). Are Korea individual investors irrational in IPO market?: An explanation from the winner's curse perspective. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 18(1), p1-1. 1p.
- Ou, C., & Haynes, G. W. (2006). Acquisition of additional equity capital by small firms—findings from the national survey of small business finances. *Small Business Economics*, 27(2), 157-168.
- PWC. (2022). Global IPO watch Q2 2022. [www.pwc.com: https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ipo-centre/assets/pwc-global-ipo-watch-q2-2022.pdf](https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ipo-centre/assets/pwc-global-ipo-watch-q2-2022.pdf) adresinden alındı
- Rasheed, A., Khalid Sohail, M., Din, S. U., & Ijaz, M. (2018). How do investment banks price initial public offerings? an empirical analysis of emerging market. *International Journal of Financial Studies*, 6(3), 77.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828. doi:10.1111/1540-6261.00474
- Rudy, B. C., & Cavich, J. (2020). Nonmarket signals: Investment in corporate political activity and the performance of initial public offerings. *Business & Society*, 59(3), 419-438.
- Singh, A. K., & Jain, S. (2020). Foreign direct investment and initial public offerings: Exploring the roads less travelled. *FIIB Business Review*, 9(4) , 309-318.
- Su, C. (2018). The efficiency of IPO issuing mechanisms and market conditions: evidence in China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51, 461-495.
- Turguttopbaş, N. (2020). Sürdürülebilirlik, Yeşil Finans Ve İlk Türk Yeşil Tahvil Ihraci. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 12(22), 267-283.
- Tutuncu, L. (2022). Allocation discretion, price discounts and returns in Turkish initial public offerings. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 15(5), 865-883.
- Wei, H., Mohd-Rashid, R., Mehmood, W., & Tajuddin, A. H. (2022). Institutional quality and initial public offering underpricing: evidence from Hong Kong. *Journal of Public Affairs*, 22(4), e2676.

Y., Zhang, T., & Zheng, L. (2021). The Benefits of Going Public: Evidence from Mergers. SSRN Electronic Journal. doi:10.2139/ssrn.3869709).