

T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANSMAN PROGRAMI

TÜRKİYE'DE FİRMALARIN HALKA ARZDAN ÇEKİLME SÜRECİ
VE DEĞERLENDİRİLMESİ

Güler AKAKÇE

Danışman

Yrd. Doç. Dr. İbrahim Emre KARAA

MANİSA - 2017

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 04/05/2017 tarih ve 15/Ek7 sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Celal Bayar Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliği'nin 24. Maddesi gereğince Enstitümüz İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Tezli Yüksek Lisans Programı öğrencisi Güler AKAKÇE'nin 'In **"Türkiye'de Firmaların Halka Arzdan Çekilme Süreci ve Değerlendirilmesi"** Konulu tezi incelenmiş ve aday 06/06/2017 tarihinde saat 14.00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 50 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI olduğuna OY BİRLİĞİ
DÜZELTME yapılmasına * OY ÇOKLUĞU
RED edilmesine ** ile karar verilmiştir.

* Bu halde adaya 6 ay süre verilir.

** Bu halde adayın tez konusu ve/veya danışmanı değiştirilebilir.

BAŞKAN

ÜYE

Yrd. Doç. Dr. Umur Burak Geçkici

ÜYE

Yrd. Doç. Dr. S. Emre Özcalı

Evet

Hayır

Tez, burs, ödül veya Teşvik programına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.

Tez, mutlaka basılmalıdır.

Tez, mevcut haliyle basılmalıdır.

Tez, gözden geçirildikten sonra basılmalıdır.

Tez, basımı gereksizdir.

TEŐEKKÜR

Çalışmamın her aşamasında bana destek olan, bilgi ve deneyimleri ile yol gösteren danışman hocam Sayın Yrd. Doç. Dr. İbrahim Emre KARAA ya, bilgi ve tecrübesi ile lisansüstü öğrenim hayatımın tüm zorlu aşamalarında maddi manevi her yönden yardımcı olan, tecrübeleri ile beni aydınlatan ve desteğini hiç eksik etmeyen, kendisini tanımaktan büyük onur duyduğum değerli hocam Sayın Prof. Dr. Yılmaz GÖBENEZ e, yüksek lisans eğitimim sırasında desteğini ve yardımlarını esirgemeyen sevgili hocam Sayın Yrd. Doç. Dr. Hakan ARACI ya, öğrenim hayatım boyunca beni maddi ve manevi olarak destekleyen ve hep yanımda olan annem Fethiye AKAKÇE ye ve aileme yürekten teőekkür ederim.

Güler AKAKÇE

Manisa,2017

ÖZET

TÜRKİYE'DE FİRMALARIN HALKA ARZDAN ÇEKİLME SÜRECİ VE DEĞERLENDİRİLMESİ

Çalışmanın amacı; Borsa İstanbul'da menkul kıymetler borsasına kote firmaların halka arzdan çekilerek kapalı hale gelme sebeplerini taramak ve sebepler arasındaki ilişkileri analiz etmektir. Literatürde daha önce ileri sürülmüş olan çekilme sebepleri araştırılmıştır. Çalışmada BIST da haftalık olarak yayınlanan bültenlerden 1991-2013 yılları arasında 120 firmanın halka arzını geri çektiği tespit edilmiştir. Söz konusu firmaların 20 tanesine TMSF tarafından el konulması ve 10 tanesinin de el değiştirmesi sebebiyle 90 firmaya ulaşılmış, anketi cevaplamaları istenmiştir. 90 firmaya uygulanan anketin 40 tanesinden geri dönüş alınmıştır (geri dönüş oranı %44). Toplanan veriler Çapraz Tablolar Analizi, Ki-kare Analizi ve Mann-Whitney U Testi ile test edilerek şu sonuçlara ulaşılmıştır: (a) Aracı kuruluş seçiminin önemi vardır. Başarılı bir aracı kuruluş, daha önce çekilmiş olan bir firmanın sonraki halka arz başvurularında da başarılı sonuçlar vermektedir. (b) Firmaların yaşı ile çekildikten sonra tekrar halka arza başvurma durumları arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. (c) Halka arzda kullanılan satış yöntemi ile halka arzdan çekilme nedeni arasında anlamlı bir ilişki vardır. Fiyat aralığı yöntemi ile talep toplama yöntemini uygulamış firmalar, halka arzı maliyetli bulmakta, diğer finansman kaynaklarını daha cazip görmektedirler. Diğer yöntemleri seçmiş olanların ise, borsa ve ekonominin genel durumunun kötülüğü, hisselerin gerçek değeri yansıtmaması endişesiyle halka arzdan çekildikleri görülmektedir. (d) Firmaların hisse senedini ihraç etme nedenleri ile kullandıkları halka arz yöntemi arasında bir ilişki bulgulanmıştır. Buna göre, finansman ve likidite sağlamak amacıyla hisse senedi ihraç eden firmaların sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini tercih ettiği, finansman ve likidite sağlamak dışındaki nedenlerle (prestij, kurumsallaşma veya kredibilitiyi arttırmak) hisse senedi ihraç eden firmaların ise mevcut hisselerini satarak ve sermaye artırma yolu ile halka arz yöntemlerini birlikte kullandığı sonucuna ulaşılmıştır. (e) Firmaların halka arzdan çekilme tarihleri ile çekilme nedenleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Borsadaki ve ekonomideki durumun kötü olduğu dönemlerde ve kriz dönemlerinde firmaların halka arzdan çekilme durumlarının arttığı görülmektedir. (f) Halka arz sürecinde yer alan aracı

kuruluşun başarılı bulunması ile firmaların çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunma durumları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.



ABSTRACT

The aim of the study is to investigate the reasons for the companies listed on the stock exchange in Istanbul Stock Exchange becoming withdrawn from the public offering and to analyze the relationships between these reasons. The reason for being withdrawn has been asserted previously in the literature was investigated. It has been determined from the weekly journal that 120 companies were found to be withdrawn from the public offering between 1991 and 2013. Because of the fact that 20 of the companies are levied by the SDIF (Saving Deposit Insurance Fund) and 10 of the companies are passed into other hands, 90 companies were reached and asked to respond to the questionnaire. 40 of the 90 surveyed firms were returned (44% rate of return). The collected data were tested by Cross-Tabulation Analysis, Chi-square Analysis and Mann-Whitney U Test, and the following results were obtained: (a) There is an importance of Intermediary company. A successful intermediary company also gives successful results in a latter public offering of a company previously being withdrawn. (b) It has been reached that there is a significant relationship between the age of companies and resorting them to public offerings again after being withdrawn. (c) There is a significant relationship between the sale method used in the public offering and the reason for being withdrawn from the public offering. The companies applied the demand collection method with the price interval method find the public offering more costly and see the other financing sources more attractive. Those who have chosen other methods are seen to be withdrawn from the public offerings because of their concerns about worsening of the general situation of the stock market and economy and also because of the worries that stocks do not reflect real value. (d) There is no relationship between the reasons for the issuance of shares by the companies and the method of public offering they used. According to this, it has been achieved that, the companies that issue their shares in order to provide financing and liquidity prefer the method of public offering through capital increase, the companies that issue shares for reasons other than to provide financing and liquidity (to increase prestige, institutionalization or creditworthiness) prefer to use method of public offering through capital increase and method of selling their existing shares together. (e) It has been achieved that there is a significant relationship between dates and reasons

for companies to be withdrawn from the public offering. It is seen that companies are in a state of withdrawal from the public offering during bad periods of the stock market and the economic situation and during crisis periods. (f) There is no significant relationship between the success of intermediary company in the public offering process and the situation of companies in resorting into the public offering after a withdrawal.



İÇİNDEKİLER

ÖZET	VII
ABSTRACT	IX
KISALTMALAR DİZİNİ.....	XIII
TABLolar DİZİNİ.....	XIV
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	XVIII
BİRİNCİ BÖLÜM	
GİRİŞ	1
İKİNCİ BÖLÜM	
2. İLGİLİ LİTERATÜR	
2.1.FİNANSAL PLANLAMA.....	3
2.2. FİNANSAL KARARLAR.....	4
2.2.1. Sermaye Yapısı İle İlgili Teoriler.....	7
2.2.1.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri.....	7
2.2.1.1.1. Net Gelir Teorisi.....	8
2.2.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Teorisi.....	9
2.2.1.1.3. Geleneksel Teori.....	10
2.2.1.1.4. Modigliani-Miller Teorisi.....	11
2.2.1.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri	12
2.2.1.2.1. Dengeleme Teorisi	12
2.2.1.2.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi.....	12
2.2.1.2.3. Temsilcilik Sorunu	13
2.2.1.2.4. Piyasa Zamanlaması.....	14
2.2.1.2.5. Sinyal Teorisi.....	14
2.3.FİNANSMAN KAYNAKLARI	15
2.3.1. Krediler.....	18
2.3.1.1.Kısa Vadeli Krediler.....	19
2.3.1.2.Orta Vadeli Krediler.....	20
2.3.1.3.Uzun Vadeli Krediler	21
2.3.2. Finansal Piyasalar	21
2.3.2.1.Para Piyasası Ve Araçları.....	22

2.3.2.2. Finansal Piyasalardan Sağlanan Uzun Vadeli Araçlar.....	23
2.4. HALKA ARZ VE HALKA ARZDAN ÇEKİLMELER.....	25
2.4.1. Halka Açılma ve Halka Arz Kavramları.....	26
2.4.2. İşletmelerin Halka Açılma Tercihi.....	28
2.4.3. Halka Arzla İlgili Teoriler Ve Ampirik Çalışmalar.....	29
2.4.3.1. Firmaların Halka Arz Zamanındaki Performansını İnceleyen Çalışmalar.....	29
2.4.3.2. Firmaların Halka Arzdan Çekilme Sonrası Performansını İnceleyen Çalışmalar.....	33
2.4.4. Halka Arz Yöntemleri.....	37
2.4.4.1. Mevcut Hisse Senetlerinin Halka Arzı.....	37
2.4.4.2. Sermaye Arttırımı Yoluyla Halka Arz.....	38
2.4.4.3. Karma Yöntem.....	39
2.4.4.4. Yöntemler İle Halka Arz Ve Halka Arzdan Çekilme İlişkisi	39
2.4.5. Halka Arz Süreci.....	39
2.4.5.1. Halka Arza Hazırlık.....	40
2.4.5.2. Halka Arz Süreci	53
2.4.5.3. Halka Açık Şirket Olmak	59
2.4.5.4. Halka Arz Süreci İle Halka Arz Ve Halka Arzdan Çekilme İlişkisi	60
2.4.6. Halka Arzda Satış Yöntemleri	61
2.4.6.1. Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi	61
2.4.6.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi.....	62
2.4.6.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi.....	64
2.4.6.1.3. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi.....	65
2.4.6.2. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi.....	66
2.4.6.3. Borsada Satış Yöntemi.....	66
2.4.7. Halka Arz Ve Şirketler (Şirket Yükümlülükleri)	68
2.4.7.1. Temettü Dağıtım Yükümlülüğü	68
2.4.7.2. Finansal Tablo Düzenleme Zorunluluğu.....	70
2.4.7.3. Bağımsız Denetim Zorunluluğu	71
2.4.7.4. Finansal Tabloları Kamuya Açıklama ve İlan Zorunluluğu	73

2.4.7.5. Özel Durumların Kamuya Açıklanması Yükümlülüğü	75
2.4.7.6. Bilgilendirme Politikası Oluşturulması Zorunluluğu	77
2.4.7.7. Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu Hazırlama Zorunluluğu	77
2.4.7.8. İlişkili Taraflarla Yapılan İşlemlerde Değerleme Yaptırma Zorunluluğu	78
2.4.7.9. Pay Sahipleri İle İlişkiler Birimi Kurma Zorunluluğu	78
2.4.7.10. Esas Sözleşme Değişiklikleri İçin Kurul'dan Onay Alma Yükümlülüğü	79
2.4.8. Halka Arzda Aracı Kuruluşların Rolü.....	79
2.4.9. Halka Arz ve Yatırımcılar	84
2.4.10. İşletmelerin Halka Arzdan Kaçınma Nedenleri.....	87
2.5. HALKA ARZDAN ÇEKİLME İLE İLGİLİ TEORİLER.....	101
2.5.1. Firmaların Borsa Kotundan Çıkarılması Şeklinde Gerçekleşen Çekilmeler.....	102
2.5.2. Firmaların Halka Arzını Geçici Olarak Ertelemesi Şeklinde Gerçekleşen Çekilmeler.....	105
2.5.3. Firmaları Halka Arzdan Tamamen Vazgeçmesi Şeklinde Gerçekleşen Çekilmeler.....	110

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3.METODOLOJİ

3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi.....	120
3.2.Araştırmada Kullanılan Veri Toplama Yöntemi.....	120
3.3.Araştırmanın Veri Seti ve Kısıtları	120
3.4.Araştırmada Kullanılan Analiz Teknikleri	121
3.4.1.Çapraz Tablo Analizi.....	122
3.4.2.Ki-Kare Analizi	122
3.4.3. Mann-Whitney U Testi	123
3.5.Araştırmanın Hipotezleri	123

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4.Analiz Sonuçları.....	126
-------------------------	-----

BEŞİNCİ BÖLÜM

5.Genel Değerlendirme Ve Sonuç.....	184
-------------------------------------	-----

KISALTMALAR DİZİNİ

BIST İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (Borsa İstanbul)

IPO Initial Public Offering (İlk Halka Arz)

KAP Kamuyu Aydınlatma Platformu

SPK Sermaye Piyasası Kurulu

Ser PK Sermaye Piyasası Kanunu

TTK Türk Ticaret Kanunu

TABLULAR DİZİNİ

Tablo 2.1. Halka Arzın Yapılacağı Tarihe Göre Bağımsız Denetimden Geçecek Mali Tablolar.....	52
Tablo 3.1. Veri Setini Oluşturan Çekilmiş Halka Arzların Yıllar İtibariyle Sayısı	121
Tablo 4.1. Veri Setimizi Oluşturan Çekilmiş Fimaların Kuruluş Tarihleri	124
Tablo 4.2. Firmaların Ortaklık Yapısı.....	125
Tablo 4.3. Firmalarda Uygulanan Planlama	126
Tablo 4.4. Firmaların Kullandığı Halka Arz Yöntemi.....	127
Tablo 4.5. Firmaların Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi	128
Tablo 4.6. Firmaların Halka Arzdan Çekilme Tarihleri.....	129
Tablo 4.7. Firmaların Finansman Kaynakları	129
Tablo 4.8. Firmaların Hisse Senedi İhraç Etme Nedenleri	130
Tablo 4.9. Firmaların Halka Arzdan Elde Edeceği Gelirleri Kullanım Amacı.....	131
Tablo 4.10. Halka Arzın Firmalara Sağladığı En Önemli Avantaj	132
Tablo 4.11. Firmaların Halka Arzdan Vazgeçmesine Neden Olan Dezavantajlar	133
Tablo 4.12. Firmaların Halka Arzdan Çekilme Nedenleri.....	134
Tablo 4.13. Başarılı Geri Dönüş İhtimalinin Çekilme Kararı Üzerine Etkisi.....	135
Tablo 4.14. Firmaların Çekilme Sonrası Tekrar Halka Arza Başvurma Durumları	136
Tablo 4.15. Çekilme Sonrası Tekrar Halka Arza Başvuran Firmaların Başarı Durumları	137
Tablo 4.16. Firmaların Çekilmeden Sonra Yaptığı Halka Arz Başvurusunda Başarısını Etkileyen Faktörler.....	138
Tablo 4.17. Çekilme Sonrası Firmaların Karşılaştıkları Durumlar.....	139
Tablo 4.18. Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarı Durumu.....	140
Tablo 4.19. Firmaların Daha Önce Borsaya Kote Olma Durumları	141
Tablo 4.20. Teklif Miktarı ve Çekilme Nedeni Arasındaki İlişki.....	141
Tablo 4.21. Firmanın Ortaklık Yapısı İle Kullanılan Halka Arz Yönetim Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi Sonucu	142
Tablo 4.22. Firmaların Ortaklık Yapısı ve Kullanılan Halka Arz Yöntemi arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Testi Sonuçları	143
Tablo 4.23. Firmalarda Yapılan Planlama İle Kullanılan Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi Sonucu.....	144

Tablo 4.24. Firmalarda Yapılan Planlama İle Kullanılan Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	145
Tablo 4.25. Firmanın İhtiyaç Duyduğu Finansmanı Öncelikle Karşılacağı Kaynak İle Ortaklık Yapısı Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	146
Tablo 4.26. Firmanın İhtiyaç Duyduğu Finansmanı Karşılacağı Kaynak İle Ortaklık Yapısı Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	147
Tablo 4.27. Firmanın Hisse Senedi İhraç Etme Nedeni İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi.....	148
Tablo 4.28. Firmanın Hisse Senedi İhraç Etme Nedeni İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	149
Tablo 4.29. Firmanın Halka arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	150
Tablo 4.30. Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi.....	151
Tablo 4.31. Firmanın Halka Arzdan Elde edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Uygulanan Planlama Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	152
Tablo 4.32. Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Uygulanan Planlama Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	153
Tablo 4.33. Firmanın Ortaklık Yapısı İle Halka Arzın Firmaya Sağladığı En Önemli Avantaj Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	154
Tablo 4.34. Firmanın Ortaklık Yapısı İle Halka Arzın Firmaya Sağladığı Avantaj Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	155
Tablo 4.35. Firmaların Çekilme Tarihleri İle Halka Arzdan Çekilme Nedenleri arasındaki İlişkiye Yönelik Mann-Whitney U Testi	156
Tablo 4.36. Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi İle Çekilme Nedeni Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	157
Tablo 4.37. Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi İle Halka Arzdan Çekilme Nedeni Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi.....	158
Tablo 4.38. Firmaların Halka arzda Kullandığı Satış Yöntemi İle Halka Arzdan Çekilme Nedenleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	159
Tablo 4.39. Firmanın Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi İle Çekilme Nedeni Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	160

Tablo 4.40. Firmanın Halka Arzdan Vazgeçmesinde Etkili Olan Halka Arzın Dezavantajları İle Kullanılan Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	162
Tablo 4.41. Firmanın Halka Arzdan Vazgeçmesinde Etkili Olan Halka Arzın Dezavantajı İle Kullanılan Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	163
Tablo 4.42. Firmanın Çekilme Sonrası Tekrar Halka Arza Başvurabilme İhtimali Çekilme Kararı Üzerinde Etkili Olanlar ve Olmayanlar İle Firmanın Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	165
Tablo 4.43. Çekilme Sonrası Tekrar Halka Arza Başvurabilme İhtimali Çekilme Kararı Üzerinde Etkili Olanlar Ve Olmayanlar İle Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemi arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	166
Tablo 4.44. Firmaların Çekilme Sonrası Yaptığı Halka Arz Başvurusundaki Başarısı İle Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	167
Tablo 4.45. Firmaların Çekilme Sonrası Yaptığı Halka Arz Başvurusundaki Başarısı İle Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	168
Tablo 4.46. Firmaların Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Çekilme Nedeni Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	169
Tablo 4.47. Firmaların Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Çekilme Nedeni arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	170
Tablo 4.48. Firmaların Çekildikten Sonra Yaşadığı Durumlar İle Çekildikten Sonra Tekrar Halka arz Başvurusunda Bulunma Durumları Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	171
Tablo 4.49. Firmaları Çekildikten Sonra Bekleyen Durumlar İle Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arz Başvurusunda Bulunma durumları Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	172
Tablo 4.50. Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Firmanın Çekilme sonrası Tekrar Halka Arz Başvurusunda Bulunma Durumu arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	173

Tablo 4.51. Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Firmanın Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arz Başvurusunda Bulunma Durumu Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi.....	174
Tablo 4.52. Firmanın Halka Arz Sürecinde Yer alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Çekilme Sonrası Yaptığı Halka Arz Başvurusundaki Başarısı Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	175
Tablo 4.53. Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Firmanın Çekilme Sonrası Yaptığı Halka Arz Başvurusundaki Başarısı Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi.....	176
Tablo 4.54. Aracı Kuruluşun Başarısı İle Çekilmeden Sonra Firmanın Yaşadığı Durumlar Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	177
Tablo 4.55. Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Çekilme sonrası Firmanın Yaşadığı Durumlar arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi.....	178
Tablo 4.56. Firmaların Kullandığı Halka Arz Yöntemi İle Çekilme Sonrası Yaşadığı Durumlar Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi	179
Tablo 4.57. Firmaların Kullandığı Halka arz Yöntemi İle Çekilme sonrası Yaşadığı Durumlar Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi.....	180
Tablo 4.58. Firmaların Ortaklık Yapısı İle Hisse Senedi İhraç Etme Nedenleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi.....	181
Tablo 4.59. Firmaların Ortaklık Yapısı İle Hisse Senedi İhraç Etme Nedenleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	182
Tablo 4.60. Firmaların Yaşı İle İhtiyaç Duyulan Finansmanın Öncelikle Karşılandığı Kaynak Arasındaki İlişkiye Yönelik Mann-Whitney U Testi	182
Tablo 4.61. Firmaların Yaşı İle Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arza Başvurma Durumları Arasındaki İlişkiye Yönelik Mann-Whitney U Testi	183
Tablo 4.62. Firmaların Ortaklık Yapısı İle Halka Arzdan Vazgeçmesinde Etkili Olan Dezavantajlar Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi.....	184
Tablo 4.63. Firmaların Ortaklık Yapısı İle Halka Arzdan Vazgeçmesinde Etkili Olan Dezavantajlar Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi	185

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil:1 Net Gelir Teorisi	19
Şekil:2 Net Faaliyet Geliri Teorisi	20
Şekil:3 Geleneksel Teori.....	20





BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

Firmalar varlıklarını sürdürebilmek, büyüme amaçlarını gerçekleştirebilmek ve rakipleri ile rekabet edebilecek finansal güce sahip olabilmek için finansmana ihtiyaç duyarlar. İhtiyaç duydukları bu finansmanı karşılayacak çeşitli finansman kaynakları bulunmaktadır. Firmalar ihtiyaç duyulan finansmanın en uygun kaynaktan sağlanıp en uygun alanlara aktarılması konusunda finansal kararlar vermektedir. Bu kararların verilmesinde uygunluk, maliyet, risk, gelir ve zamanlama gibi faktörleri göz önünde bulundurmalı ve ihtiyaç duyduğu finansmana en uygun kaynak tercihinde bulunmalıdır.

Firmaların finansman ihtiyaçlarına cevap verecek kaynaklar iç kaynaklar ve dış kaynaklar şeklinde sınıflandırılabilir. Dış kaynaklar içerisinde finansal piyasalardan sağlanan kaynaklar önemli yer tutmaktadır. Finansal piyasalardan fon sağlamak için başvuru yollarından biri de halka arz yoluyla hisse senedi ihracıdır. Halka arz firmaların finansal yaşamında başvurdukları önemli bir finansman yöntemidir. Halka arzın firmalara sağladığı avantajların yanında dezavantajları da bulunmaktadır. En az maliyetle finansman sağlama, likidite, yurtiçi ve yurtdışında yaygın tanıtım, kurumsallaşma, kredibilite ve globalleşme gibi avantajları bulunmaktadır. Bunun yanında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve Borsa İstanbul'un (BIST) denetimi ve gözetimi altına girme, yöneticilerinin üstünlüklerinin sınırlanması, halka arz sürecinin uzun ve maliyetli olması gibi dezavantajları da bulunmaktadır. Halka arzın bu dezavantajları ile getirdiği sorumluluklar nedeniyle bazı firmalar halka arzdan kaçınmaktadır.

Firmaların önem verdikleri finansman yöntemleri arasında yer alan halka arzda başarılı olamayan bazı firmaların halka arzdan çekilme durumları ile karşılaşılmaktadır. Türkiye'de halka arz üzerine yapılmış çok sayıda çalışma olmasına rağmen firmaların halka arzdan çekilme durumları üzerine yapılmış çalışma bulunmamaktadır. Literatürde firmaların halka arzdan çekilme durumları üzerine yapılmış çalışmalar incelendiğinde firmaların çekilme durumlarını; firmaların bütün hisselerini toplayıp piyasadan tamamen çekilmeleri, firmaların

halka arzını geçici olarak ertelemesi şeklinde gerçekleştirdikleri çekilmeler ve firmaların Borsa kotundan çıkarılması şeklinde gerçekleşen zorunlu çekilmeler olarak 3'e ayırmak mümkündür. Halka arzdan çekilmeler üzerine yapılmış çalışmalar incelenerek firmaların halka arzdan çekilme ihtimalini ve çekilme sonrası yeniden halka arz başvurusunda bulunma ihtimalini etkileyen faktörlere ulaşılmıştır. Firmaların halka arzdan çekilme ihtimalini etkileyen faktörler genel olarak; firmanın yaşı, halka arzın fiyatlandırması, halka arzın gerçekleştirildiği dönem, piyasa yoğunluğu, halka arzdaki teklif miktarı, halka arzdan elde edilecek gelirin kullanım amacı, halka arzda yer alan aracı kuruluşun itibarı ve başarısı, çekilme sonrası firmayı bekleyen durumlar ve çekilme sonrası başarılı dönüşlerin tahmin edilebilirliği şeklinde sıralanabilir. Bu araştırmanın temel amacı firmaların halka arzdan çekilme ihtimalini etkileyen faktörleri belirlemek, analiz etmek, sorgulamak, aydınlığa kavuşturmak ve literatüre katkı sağlamaktır. Çalışmada, Türkiye'de 1991-2013 yılları arasında halka arzdan çekilen firmalara çekilme nedenlerini ortaya çıkarmaya yönelik sorulardan oluşan anket uygulanmış ve literatürde yer alan çalışmalarda ulaşılan çekilme ihtimalini etkileyen faktörlerin veri setini oluşturan firmalar üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Araştırmada analiz yöntemi olarak; Çapraz Tablo Analizi Ki-Kare Analizi ve Mann-Whitney U Testi uygulanmıştır.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde firmaların finansman ihtiyaçları ve bu ihtiyaçlarına cevap verecek finansman kaynakları sunulmuştur. İkinci bölümde halka arz ve halka arzdan çekilmeler üzerine açıklamalar yapılmıştır. Üçüncü bölümde araştırma yöntemi sunulmuş, dördüncü bölümde ise yapılan analizlerin sonuçları sunulmuştur. Beşinci bölümde çalışmanın sonuçlarına ilişkin genel değerlendirme yer almaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

İLGİLİ LİTERATÜR

Finansman, firmada ihtiyaç duyulan fonların en uygun kaynaktan sağlanıp en uygun alanlara aktarılması konusunda gerçekleştirilen çalışmalara denir.¹Firmalar ihtiyaç duydukları bu finansmanı en az maliyetle, en kısa sürede ve en uygun şekilde elde etmek isterler. Bu aşamada firmalar finansal kararlar vermektedirler. Finansal kararları doğru bir şekilde verebilmeleri için de bir finansal planlamaya ihtiyaç duymaktadırlar.

2.1. Finansal Planlama

Finansal planlama, firmaların uzun vadeli amaç ve hedeflerini gerçekleştirebilmesi için gerekli olan fonların ayrılması ve firmaların faaliyet planlarının yapılmasıdır.²Finansal planlama ile firmaların hedefleri belirlenir, gelecek ile ilgili tahminlerde bulunarak firmanın yöneticilerine bu konuda bilgi verilir. Finansal planlama; firmalara içinde buldukları durumu, karşılaşılabilecekleri riskleri ve geleceğini içeren bir yol haritası sunar.³

Finansal planlama; firmanın alternatif finansman olanakları arasında tercih yapılması, tercihlerin firma için sonuçlarının değerlendirilmesi, en uygun finansman tercihinde bulunulması ve firmanın performansının değerlendirilmesi aşamalarından oluşur.⁴ Finansal planlama ile firmanın önceki finansman sonuçları analiz edilerek geleceği ile ilgili kararlar verilmektedir.

Genel olarak finansal planlamanın temel amaçları şu şekilde sıralanabilir: ⁵

¹ Tekin, Mahmut. İşletme Bilimi. Günay Ofset, Konya, Geliştirilmiş 4. Baskı, 2011, s.163.

² Akgüç, Öztin. Finansal Yönetim, Avcı ol Basım-Yayın, İstanbul, Genişletilmiş 6. Baskı, 1994, s.167.

³ Okka, Osman. İşletme Finansmanı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, Geliştirilmiş 5. Baskı, 2011, s. 64.

⁴ Brealey, Richard A. Meyers, Stewart C. Marcus, Alan J. Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı. İşletme Finansmanının Temelleri. İstanbul McGraw- Hill-Literatür Yayıncılık, Birinci Basım, 1997, s.496.

⁵ Işıldak, Muhammet Sait, İşletmelerde Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Planlama Teknikleri ve Uygulanması, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Erzurum, 1999, s: 6

- Firmanın piyasa değerini maksimum seviyeye çıkarmak,
- Firma sahiplerinin kârlarını maksimum yapmak,
- Firmanın amaçlarını gerçekleştirecek yatırım ihtiyaçlarını belirlemek,
- Yeni yöntem ve yatırımları arasından firma için en uygun olan yöntem ve yatırımı belirlemek,
- Firmanın amaçlarını gerçekleştirebilmesi için gerekli olan likidite durumunu sağlamak.

Firma için finansal planlama önemli bir süreçtir. Çünkü finansla planlama firmanın finansal sonuçlarını analiz ederek firmanın piyasa değerini maksimum seviyeye çıkarır. Bu süreç, firmanın gelecekte karşılaşacağı riskleri değerlendirip en aza indirgeyerek firmanın kâr etmesini amaçlamaktadır.

Firmanın geleceği ile ilgili yapılan her türlü değerlendirme finansal planlama olarak ifade edilir. Bu değerlendirmeler bir seneden kısa bir dönemi içeriyor ise kısa vadeli finansal planlama, bir seneden uzun bir dönemi içeriyorsa uzun vadeli finansal planlama denilmektedir. Satışların tahmin edilmesi ve planlanması, satışların yapılması, stokların sağlanması, borçların ödenmesi, firmanın faaliyetlerini yerine getirebilmesi için gerekli olan sermaye seviyesinin belirlenmesi kısa vadeli finansal planlama faaliyetleri arasında yer alır. Ar-ge, yatırım, borçlanma, üretim, pazarlama, sermaye yapısı kararları ise uzun vadeli finansal planlama faaliyetlerindedir.⁶Halka arz ve çekilme kavramlarını da finansal planlama kapsamı içinde değerlendirmek mümkündür. Çünkü halka arz düzgün bir finansal planlama ile gerçekleştirilmesi gereken bir faaliyettir. Bu planlamada başarısız olan firmaların halka arzdan çekilme durumları ile karşılaşılmaktadır.

2.2. Finansal Kararlar

Firmalar finansal yaşamına devam edebilmek, faaliyetlerini arttırabilmek ve firmanın piyasa değerini maksimum seviyeye çıkarabilmek için finansmana ihtiyaç duyarlar. İhtiyaç duyulan bu finansmanın en uygun kaynaktan en uygun şartlarda sağlanıp uygun yatırım alanlarına aktarılması “finans” olarak ifade edilmekte, bu

⁶ Okka, Osman, İşletme Finansmanı, Nobel Yayın Dağıtım, Finans Serisi A-4 Geliştirilmiş 5. Baskı, 2011, s: 64.

süreçte alınan kararlar da “finansal kararlar” olarak nitelendirilmektedir.⁷ Alınan finansal kararlar hem firmanın içinde bulunduğu durum hem de gelecekteki faaliyetleri hakkında bilgi vermektedir. İşletmenin finansal karar alırken değerlendirdiği faktörleri işletme dışı faktörler ve işletme içi faktörler olarak iki grupta incelemek mümkündür.

İşletme içi faktörler: İşletmenin büyüklüğü, niteliği, sermaye maliyeti, hukuki yapısı, kâr dağıtım politikası gibi işletmenin kontrolü altında olan yapısı ile ilgili faktörlerdir.⁸

- a. İşletmenin Büyüklüğü: İşletmeler büyüklüklerine göre küçük, orta ve büyük ölçekli işletmeler olarak gruplandırılabilir. İşletmenin büyüklüğü finansman kaynaklarının belirlenmesinde etkili olan bir faktördür. Büyük işletmelerin güçlü finansman yapıları olması sebebiyle finansman kaynakları fazla iken, küçük işletmelerde durum tam tersi olup finansman kaynakları yetersizdir.
- b. İşletmenin Niteliği: İşletmenin faaliyet gösterdiği alanlar ve fonksiyonları işletmenin niteliği olarak ifade edilmektedir. İşletmelerin faaliyet alanları ihtiyaç duyacakları finansman kaynaklarını ve bu finansmanın tahsis edileceği yatırım alanlarının belirlenmesinde etkili olan faktörlerdir.
- c. Sermaye Maliyeti: İşletmeler sermaye ihtiyaçlarını ister öz kaynaktan isterse yabancı kaynaktan sağlasın mutlaka belirli bir sermaye maliyetine katlanmak zorunda kalır. Bu nedenle işletmeler alternatif finansman kaynaklarının maliyetlerini hesaplayarak en düşük maliyetli finansman kaynağını tercih etmelidir.
- d. İşletmenin Hukuki Yapısı: İşletmelerin ihtiyaç duydukları fonları finanse etme şekilleri hukuki yapılarına göre farklılık göstermektedir. Anonim şirketlerin halka açılma şeklinde finansman olanağı bulunurken, halka açılma olanağı olmayan işletmeler farklı finansman yollarına başvurumaktadırlar.
- e. İşletmenin Kâr Dağıtım Politikası: İşletmeler bazı dönemlerde elde edeceği kârı dağıtmayıp işletme içinde bırakma kararı alabilir. Bu şekilde ihtiyaç duyulan finansmanın işletme içinde tutulan kâr ile sağlanması “oto finansman” olarak değerlendirilir. Bazı dönemlerde ise elde edilen kârın ortaklara dağıtılması ve

⁷ Tufan, Ekrem. Davranışsal Finans, Orion Yayınevi, Ankara, 2006, s:11.

⁸ Usta, Öcal. İşletme Finansı ve Finansal Yönetim, Detay Yayıncılık, Ankara, 2008, s:25.

ihtiyaç duyulan fonların yabancı kaynaktan sağlanması işletme açısından daha avantajlı olabilir. İşletmenin elde edeceği kârı dağıtıp dağıtmaması konusunda alacağı kararlar kâr dağıtım politikası olarak ifade edilir.⁹

İşletme Dışı Faktörler: Bu faktörler işletmenin yapısına ilişkin olmayıp kontrol edilmeleri mümkün olmayan faktörlerdir. Bu faktörlere örnek olarak; ülke ekonomisi, kredi politikaları, piyasadaki gelişmeler, hukuki düzenlemeler, siyasi olaylar verilebilir.¹⁰

İşletmeler finansman yapılarına ilişkin kararlar alırken yukarıdaki faktörleri dikkate alarak karar verirler ise; ihtiyaç duydukları fonları en uygun yerden, en uygun koşullarla sağlamış olurlar. İşletmelerin almış olduğu finansal kararlar; yatırım kararları ve finansman kararları olarak ikiye ayrılabilir. İşletmenin yatırım kararları ile ifade edilen, işletmenin elde ettiği fon kaynakları arasından en uygun olanını seçerek bu kaynakların en verimli şekilde değerlendirilebileceği alanlara aktarılması konusunda verilen kararlardır. İşletmenin finansman kararları ise, işletmenin ihtiyaç duyduğu fon miktarının ve bu fonların tedarik edileceği kaynakların belirlenmesine yönelik kararlardır.

İşletmelerin finansman yapılarıyla ilgili vermiş oldukları kararlar, işletmelerin gereksinim duyduğu fonları hangi ölçüde öz kaynaktan ve hangi ölçüde yabancı kaynaktan sağlayacağı ile ilgili olarak almış olduğu kararlardır. Finansal yapısı sadece öz kaynaktan oluşan bir işletme söz konusu olamayacağından her işletmenin faaliyetlerine devam edebilmesi ve rekabet edebilmesi için belli ölçüde yabancı kaynaktan yararlanmak zorunda olduğunu söylemek mümkündür. İşletme yönetimi fon gereksinimine cevap verecek finansman kaynağına karar verirken, kendi ihtiyaçları ile fon kaynağının özelliklerini kıyaslamalı ve söz konusu kaynakları kullanmanın yararları ile olası zararlarını karşılaştırmak zorundadır. Örneğin; sabit varlıkların öz kaynak ve uzun vadeli finansman kaynakları ile karşılanması uygun iken, mevsimlik dalgalanmalardan oluşan finansman ihtiyaçlarının kısa vadeli borçlanma ile karşılanması uygundur. Finansman kaynaklarının seçimi konusunda her zaman uygulanabilecek değişmez ilkeler bulunmamakta, işletmelere göre ve

⁹ Ceylan, Ali. İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Kitap evi, Bursa, 2003, s: 231.

¹⁰ Usta, Öcal. A.g.e. 2008, s.26.

içinde bulunulan koşullara göre seçilen finansman kaynakları değişmektedir.¹¹Halka arz konusu bir işletmenin hayat döngüsü içinde verdiği en önemli kararların başında gelmektedir. Halka açılma kararı kadar halka arzdan çekilme kararı da finansmana ilişkin bir karar olup, doğrudan doğruya şirketin uygun bir finansman yapısını oluşturması ile ilişkilidir. Firmanın optimal sermaye yapısını oluşturmasına yönelik literatürde çeşitli teoriler geliştirilmiştir.

2.2.1. Sermaye Yapısı İle İlgili Teoriler

İşletmeler faaliyetlerini devam ettirebilmek için sermayeye ihtiyaç duyarlar. Sermaye kelimesi işletmenin bilançosunun pasif tarafını ifade etmektedir. Sermaye yapısı ise, işletmenin ihtiyaç duyduğu fonların ne kadarını borç ile ne kadarını da sahip olduğu öz kaynaklar ile karşılayacağını, işletmenin bilançosundaki pasif kalemlerin (borç ve öz kaynak) ağırlığını ifade etmektedir. Sermaye yapısı üzerine literatürde yapılmış çalışmalar incelendiğinde sermaye yapısı kararlarını tarif etmeye yönelik birçok kuram bulunmaktadır. Bu kuramlar, işletmelerde borç-öz kaynak yapısının nasıl olacağını ve bu yapıyı etkileyen faktörleri açıklamaktadır.

Sermaye yapısı teorileri işletmelerin sermaye yapılarını değiştirerek sermaye maliyetlerini ve işletmenin piyasa değerini değiştirip değiştiremeyeceklerini açıklamaya yönelik ortaya atılmış bakış açılarını içermektedir.¹²

Sermaye yapısı ile ilgili teoriler temelde klasik sermaye yapısı teorileri ve modern sermaye yapısı teorileri olarak iki gruba ayrılmaktadır. Klasik sermaye yapısı teorileri; net gelir teoremi, net faaliyet geliri teoremi, geleneksel teori ve Modigliani-Miller teoremi olarak gruplandırılırken, modern sermaye yapısı teorileri ise; dengeleme teorisi, finansal hiyerarşi teorisi, temsilcilik sorunu teorisi, piyasa zamanlaması teorisi ve sinyal teorisi şeklinde gruplandırılmaktadır.¹³

¹¹ Hatipoğlu, Zeyyad. İşletme Finansmanı ve Türkiye’de Uygulaması, Bilmen Basımevi, İstanbul, 1977, s.156.

¹² Canki, Aynur. Finansal Performans Ölçümünde Sermaye Yapısının Etkisinin Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme A.B.D. Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2014, s. 8.

¹³ Karaaslan, Burak. Hisse Senedi Getirilerini Belirleyen Etkenler Olarak Sermaye Yapısı ve Beta’nın Karşılaştırılması: İMKB-İmalat Sanayi Örneği, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans ve Bankacılık Doktora Programı, Doktora Tezi, İstanbul, 2012, s.4.

2.2.1.1.Klasik Sermaye Yapısı Teorileri

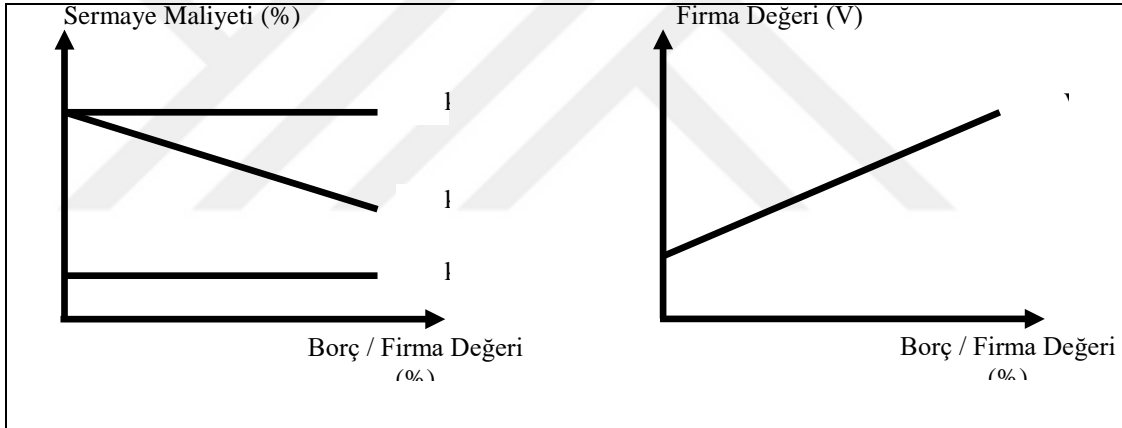
2.2.1.1.1. Net Gelir Teorisi

Net gelir teorisi işletmenin sermaye yapısındaki değişikliğin işletmenin sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkileyeceğini savunmaktadır.

İşletmenin sermaye yapısının belirlenmesinde kaldıraç faktörünün en etkili olduğunu savunan teoridir. Bu teoriye göre, işletmeler sermaye yapıları içerisindeki borç oranını arttırarak sermaye maliyetlerini düşürebilirler ve böylece de işletmenin piyasa değerini arttırabilme olanağına sahiptirler.¹⁴

Net gelir teorisine göre bir işletmenin yabancı kaynak/öz kaynak oranı ile sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiler aşağıda gibidir:¹⁵

Şekil:1 Net Gelir Teorisi



Kaynak: Akgüç, s.488

İşletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) işletmenin borç seviyesinin artmasına bağlı olarak azalır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) sıfır borç seviyesinde öz sermaye maliyeti olan (k_e) ye, borç düzeyinin %100 olduğu halde ise borcun maliyeti (k_d) ye eşit olmaktadır.¹⁶

¹⁴Aydın Nurhan, Ceylan Ali, Başar Mehmet, Coşkun Metin, Bakır Hasan. Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi Yayını No: 779, s:277.

¹⁵ Akgüç, Öztin. A.g.e. 1998, s.487

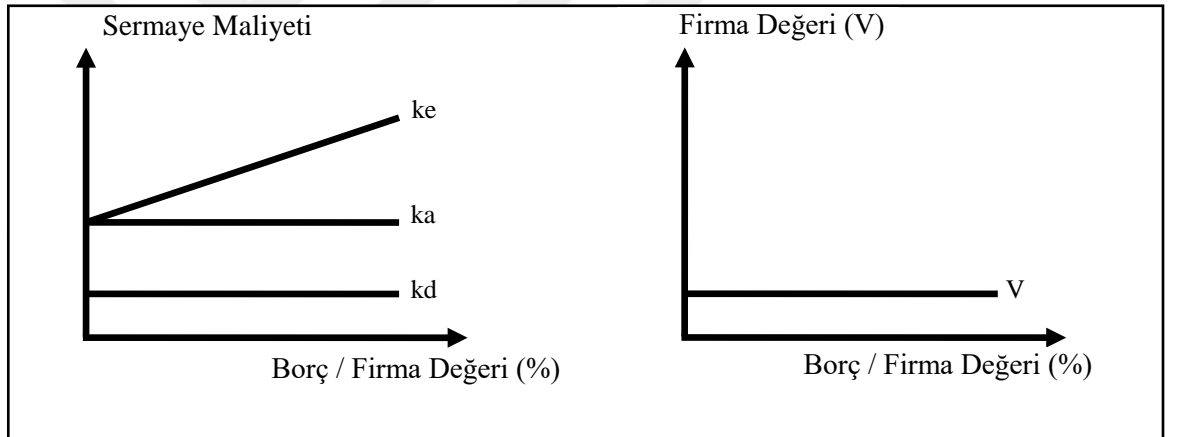
¹⁶ Ercan, Metin Kamil ve Ban, Ünsal. İşletme Finansı İşletmelerde Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara, 2005, s. 228.

2.2.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Teorisi

David Durand'ın yazmış olduğu makalede ortaya attığı Net Faaliyet Geliri Teorisi'ne göre işletmenin sabit bir ortalama sermaye maliyetine sahip olduğu varsayılmaktadır. Başka bir ifadeye göre işletmenin öz kaynakları içindeki borç oranı ne olursa olsun işletmenin değeri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin değişmeyeceği savunulmaktadır.¹⁷

Bu teoriye göre işletmenin borç oranının artması işletmenin öz kaynak maliyetinin artmasına neden olmaktadır. Bu teori çeşitli açılardan eleştirilmekte ve bu iki değişken arasındaki doğrusal ilişkinin her zaman geçerli olmayacağı savunulmaktadır.¹⁸

Şekil:2 Net Faaliyet Geliri Teorisi



Kaynak: Ercan ve Ban, 2005.

Net faaliyet geliri teorisine göre işletmenin borç maliyeti olan (kd) nin ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (ka) nın değişmediği ve işletmenin öz kaynakları içindeki borç oranının artmasına bağlı olarak öz sermaye maliyeti (ke) nin artacağı savunulmaktadır.

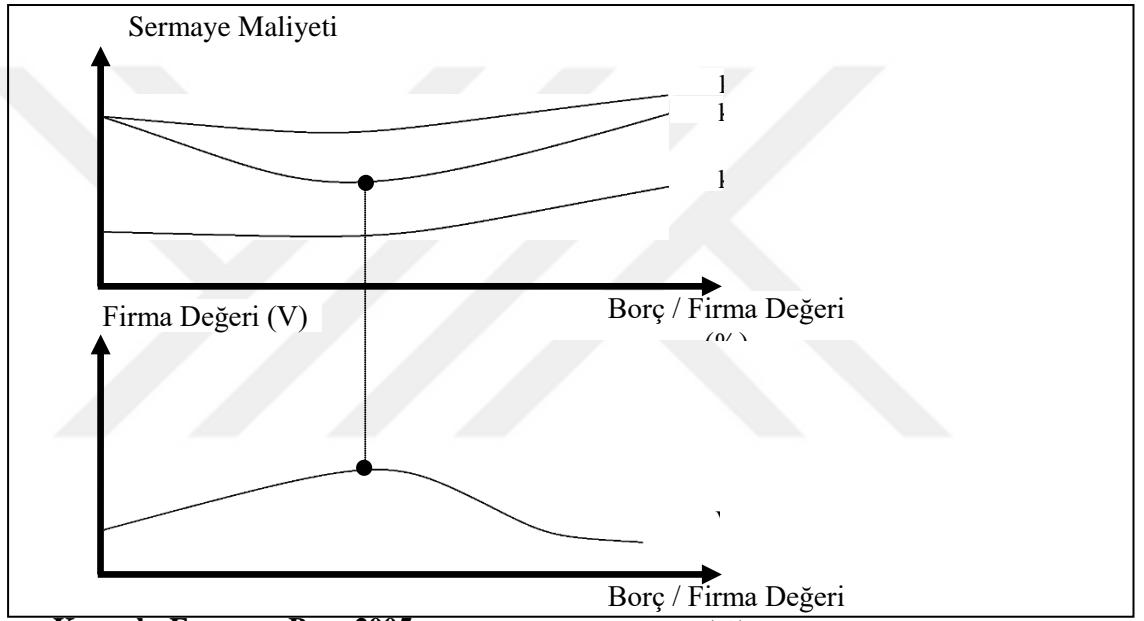
¹⁷ Sayılğan, Güven. Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı, Turhan Kitabevi 3. Basım, Ankara, 2008, s. 270-271.

¹⁸ Aksöyek, İsmet. Halka Açılan İşletmelerde Firma Değerinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımların Mukayeseli Olarak İncelenmesi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara, 1994, s. 72.

2.2.1.1.3. Geleneksel Teori

Geleneksel teori net gelir teorisi ile net faaliyet geliri teorilerinde savunulan görüşlerin arasında bir görüş savunmaktadır. Bu teoriye göre işletme için uygun bir sermaye yapısı belirlenir aynı zamanda işletmenin finansal kaldıraç etkisinden yararlanarak ortalama sermaye maliyetini düşürebileceği ve böylece de piyasa değerini yükseltebileceği savunulmaktadır.¹⁹

Şekil:3 Geleneksel Teori



Kaynak: Ercan ve Ban, 2005.

Bu teoriye göre işletmenin öz kaynakları içindeki borç oranının artışı bir noktaya kadar işletmenin değerini arttırmaktadır. Bu noktadan sonra ise işletmenin borcunun artması işletmenin değerini azaltmaktadır. İşletme değerinin en yüksek ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a)nın ise en az olduğu noktada işletme için en uygun sermaye yapısı belirlenir.²⁰

¹⁹ Okka, Osman. Analitik Finansal Yönetim, Teori ve Problemler, Nobel Yayın Dağıtım (1. Basım), Ankara, 2009, s. 483.

²⁰ Ercan ve Ban, a.g.e. 2005, s.223.

2.2.1.1.4. Modigliani - Miller Teorisi

Franco Modigliani ve Merton H. Miller 1958 yılında yazdıkları makalede kendi isimleriyle anılan Modigliani-Miller Teorisi'ni öne sürmüşlerdir. Bu teori net gelir teorisine karşı net faaliyet geliri teorisini formüle ederek savunmaktadır. İşletmenin sermaye yapısı üzerinde yapılacak değişikliklerin o işletmenin sermaye maliyeti ve işletmenin değeri üzerinde etkili olmadığını, finansal kaldıracın derecesi ne olursa olsun işletmenin sermaye maliyetinin değişmeyeceğini ileri sürmektedir.²¹

Modigliani-Miller teorisinin dayandığı temel varsayımlar şunlardır:²²

- Sermaye piyasalarının tamamında tam rekabet şartları geçerlidir. Yatırımcılar işletmenin yatırım olanakları ile ilgili bilgilere eşit düzeyde ve bir maliyet ödmeden ulaşabilmektedirler.
- Gelir vergisi ve kurumlar vergisi yoktur. (Bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır.)
- Yatırımcılar işletmelere aynı faiz oranı ile borçlanabilmektedirler. Bireysel yatırımcılar ve işletmeler arasında borçlanma faizi açısından bir farklılık yoktur.
- İşletmelerin nakit akışları sonsuza kadar sabit devam eder.
- İflas söz konusu olsa bile işletmeler piyasa değeri üzerinden satılabilmektedir.

Modigliani-Miller yukarıda bahsedilen varsayımlardan hareketle üç temel önerme ileri sürmektedir:²³

Modigliani- Miller'ın 1. Önermesi firmanın sermaye yapısındaki değişikliğin firmanın değerini etkilemediğini savunmaktadır. Buna göre aynı risk grubunda yer alan işletmelerin varlıklarını öz kaynak ya da yabancı kaynak ile finanse etmeleri işletme değerinde bir değişikliğe neden olmaz. Bunun nedeni olarak da sermaye piyasasında yapılan arbitraj işlemi gösterilmektedir.

²¹ Türko, Metin. Finansal Yönetim 1, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Yayın No:765, Erzurum, 1994, s. 473.

²² Türko, Metin. Finansal Yönetim, Alfa Yayınları 2. Baskı, Erzurum, 2002, s. 505.

²³ Cengiz, İsmail. Sermaye Yapısı Belirleyicilerinin Uygulanabilirliğinin Test Edilmesi, Türkiye Tarım Kooperatiflerinde Bir Uygulama, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2007, s. 72-73.

Modigliani Miller'ın 2. Önermesinde ise, firmanın öz kaynak maliyeti sermaye yapısının pozitif doğrusal fonksiyonu olarak kabul edilmektedir. Bu önermede firmanın kazançları üzerinden ödediği kurumlar vergisi modele eklenmiş kurumlar vergisinin firma değeri ve kaynak maliyeti üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Modigliani-Miller'ın 3. Önermesinde ise iflas maliyetleri ve temsilci maliyetlerinin dikkate alınmasıyla kaldırılacak bir düzeye kadar firmayı olumlu etkilediği, bu düzeyden sonra ise firma değerini düşürdüğü savunulmaktadır.²⁴

2.2.1.2.Modern Sermaye Yapısı Teorileri

2.2.1.2.1. Dengeleme Teorisi

Firmalar borca veya öz sermayeye ağırlık vererek optimal sermaye yapısına ulaşmaya çalışırlar. Sermaye yapısı ile ilgili ortaya atılan yaklaşımlardan dengeleme teorisi, vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasında denge kurulması gerektiğini savunmaktadır. Bu teoreme göre, firmalar optimal sermaye yapısına kadar borçlandıklarında borcun vergi avantajından yararlanıp firma değerini arttırabilirler. Ancak bu noktadan sonra borçlanmak firmanın iflas riskini ortaya çıkarabilir. Borçlanma politikalarıyla vergi avantajını maksimize etmek ve iflas riskini minimize etmek şeklinde dengeleme ile firmaların optimal sermaye yapısına ulaşabileceklerini savunan bir teoridir.²⁵

2.2.1.2.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi

Firmalar yatırımlarının finansmanında iç kaynaklar ve dış kaynaklar olmak üzere iki temel kaynağa sahiptir. Firmalar finansmanda öncelikle iç kaynaklarını değerlendirirler, iç kaynakların yeterli olmadığı noktada da dış kaynaklara başvururlar. Finansal hiyerarşi teoremi, yüksek kârlılığa sahip firmaların daha az borç kullanmasını ve bu duruma karşılık daha düşük kârlılığa sahip firmaların ise daha çok borç kullanmasının sebebini açıklamaktadır. Yüksek karlılığı olan firmaların dağıtılmayan kârları sebebiyle iç kaynakları artar bu nedenle kârlılığı yüksek olan firmalar dış kaynağa daha az ihtiyaç duyarlar. Daha az kârlılığa sahip

²⁴ Özalın, Oğuzhan. Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB'de Bir Uygulama (2000-2003), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Isparta, 2006, s.27.

²⁵ Ata, H. Ali ve Ağ, Yusuf. Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, Ekonometri ve İstatistik Dergisi Sayı 11, İstanbul, 2010, s. 47.

firmalar, iç kaynak oluşturmamaları sebebiyle daha çok yabancı kaynağa gereksinim duymaktadırlar. Yabancı kaynak tercihinde de daha az ihraç ve bilgilendirme maliyetlerine sahip olması sebebiyle borç ihracını hisse senedi ihracına tercih etmektedirler.²⁶

2.2.1.2.3. Temsilcilik Sorunu Teorisi

Temsilcilik sorunu teorisi, firmadaki hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarından ortaya çıkan maliyetleri ele almaktadır. Firmadaki hissedarlar ile yöneticilerin çıkarları farklıdır ve her iki taraf da kendi çıkarını maksimize etmeye çalışırken çıkar grupları arasında çatışma ortaya çıkar. Firmadaki hissedarlar ve yöneticiler firmanın getirisi ve riskleri konusunda çatışma içinde olurlar. Yöneticiler riskleri azaltma düşüncesiyle faaliyet gösterirken, hissedarlar riskte artış olup olmamasından bağımsız olarak daha yüksek kazanç sağlama düşüncesi içinde hareket ederler. Taraflar arasındaki yatırım fırsatları ve risk-getiri ilişkileri aynı değildir. Bunun dışında firmadaki hissedarlar ile yöneticilerin bilgiye ulaşım kolaylıkları da aynı değildir. Hissedarlar firmanın beklentileri ve fırsatlar konusunda yöneticilere göre daha çok bilgiye sahiptir.²⁷

Teoriye göre firmalar borçlanma yoluna giderek hissedarlar ve yönetim arasındaki menfaat çatışmalarını minimize etmeye çalışırken diğer bir taraftan da firmaya borç verenler ile hissedarlar arasındaki menfaat ilişkilerinden ortaya çıkan temsilcilik maliyetleri ile karşılaşır.²⁸

Temsilcilik sorunu teorisine göre yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasını engelleyen optimal borç oranı, temsilcilik maliyetlerini minimize eden borç oranıdır.²⁹

²⁶ Terim, Burak ve Kayalı, Cevdet Alptekin. Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler Türkiye’de İmalat Sanayi Örneği. Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 7, Sayı 1, Manisa, 2009, s.128.

²⁷ Aydın Nuran, Başar Mehmet ve Coşkun Metin. Finansal Yönetim, Aktüel Tanıtım Ofset Hizmetleri, Eskişehir, 2006, s. 272.

²⁸ Ceylan Ali, Korkmaz Turhan. İşletmelerde Finansal Yönetim 11. Basım, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2010, s. 253-254.

²⁹ Gürsoy, Cudi Tuncer. Finansal Yönetim İlkeleri, Doğu Üniversitesi Yayınları Yayın No:1, İstanbul, 2007, s. 593.

2.2.1.2.4. Piyasa Zamanlaması Teorisi

Bu teoriye göre firmalar sermaye yapılarını oluştururken piyasalarda yeni hisse senedi satışı olası ise ve bu yöntemle finansman sağlamanın bedeli alternatif finansman yöntemi maliyetlerine nazaran daha düşük ise firmalar yeni hisse senedi satışı yoluyla finansman yöntemini tercih etmelidir. Bu durumun aksine yabancı kaynaklar ile finansmanın maliyeti diğer finansman yöntemlerine nazaran daha cüzi ise firma yabancı kaynaklar ile borçlanma yoluyla finansman yöntemini tercih etmelidir. Böylece firmalar öz kaynak maliyetlerindeki değişimi fırsata çevirerek ve finansal sıkıntı maliyetlerini azaltarak finansman sağlamış olur.³⁰

2.2.1.2.5. Sinyal Teorisi

Sinyal teorisi, firmanın yöneticilerinin yatırımcılara oranla firmaya ilişkin daha çok bilgiye haiz olmasından kaynaklanan asimetrik bilgi problemine dayanmaktadır. Yatırımcılar firmanın sermaye yapısına, temettülerine, yatırım kararlarına ilişkin politikalarına göre firmanın değerini yorumlamakta ve buna göre yatırım kararı vermektedir.³¹

Firmaların borçlanma araçları veya hisse senetlerinin satışı ilanları yatırımcılar tarafından bir sinyal olarak değerlendirilmektedir. Firmaların borçlanma aracı ihracı ilanları yatırımcıda o firma hakkında borç ödeme kapasitesinin ve geleceğinin güvenilir olduğu algısı uyandırmakta ve yatırımcı açısından olumlu bir sinyal olarak değerlendirilmektedir. Bu durum firmanın hisse senetlerinin piyasadaki değerinin yükselmesine neden olmaktadır.³²

Yöneticilerin firmanın finansman politikalarında yapmış oldukları değişiklikler de firmanın gelecekteki durumu hakkında yatırımcılara önemli sinyaller vermektedir. Yöneticiler sermaye yapısında yaptıkları değişikliklerle firma dışındaki üçüncü kişilere firmanın ilerleyen zamanlardaki muhtemel haline ilişkin mesaj vermektedir.

³⁰ Sayman, Yahya. Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme A.B.D. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2012, s.51.

³¹ Dinçergök, Burcu. Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Mukayeseli İncelemesi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2010, s.31.

³² Gürsoy, a.g.e. 2007, s. 594.

Finans literatüründe bu tutum ‘sinyal teorisi’ olarak tanımlanmaktadır.³³ Yatırımcılar bu sinyalleri değerlendirerek yatırım kararı verirler.

2.3.Finansman Kaynakları

İşletmeler, varlıklarını sürdürebilmek, ihtiyaçlarını karşılayabilmek ve yatırım yapabilmek için çeşitli finansman kaynaklarına ihtiyaç duymaktadırlar. İşletmeler finansman ihtiyaçlarını öz kaynak yoluyla karşılayabileceği gibi borçlanma yoluyla da karşılayabilirler. İşletmelerin kaynak seçimi konusunda Türkiye’de yapılmış bir çalışma, işletmelerin finansman kaynakları seçiminde öncelikli olarak kaynakların maliyetlerini göz önünde bulundurarak seçim yaptıklarını ortaya koymuştur. Aynı çalışmanın sonuçları finansman kaynağı seçimine etki eden ikinci faktörün işletmelerin finansal yapıları olduğunu göstermektedir. Ayrıca vade yapısının da kaynak seçimini etkileyen bir faktör olduğu aynı çalışmanın sonuçlarından elde edilmektedir.³⁴

İşletmeler çeşitli finansman kaynakları arasından seçim yaparken bazı genel ilkelere dikkat edebilirler.³⁵

- *Uygunluk:* İşletmelerin finansal yapılarını oluştururken finansman gereksiniminin karşılanmasında hangi kaynağı tahsis etmesinin uygun düşeceğine karar vermesi uygunluk ilkesi içerisinde yer almaktadır. Uygunluk ilkesi gereği; duran varlıkların finansmanı için uzun vadeli finansman kaynakları olan öz kaynaklar ve uzun vadeli borçların kullanılması ve dönen varlıkların finansmanı için ise kısa vadeli finansman kaynaklarının kullanımı uygundur.³⁶ Duran varlıkların uzun vadeli kaynaklar ile finanse edilmesinin nedeni bu varlıkların sağlayacağı para girişi ile ilgilidir. Duran varlıkların kısa vadeli kaynaklar ile finanse edilmesi bu varlıkların henüz para girişi sağlamadan bedellerinin ödenmesi gerekliliğinin

³³Durukan, Mübeccel Banu. İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 1997, s. 35.

³⁴ Sancak, İbrahim Ethem. Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları, SPK Araştırma Raporu, Rapor Sayısı: XIV-8/7-5, Ankara, 1999, s.38.

³⁵ Akgüç, Öztin. Finansal Yönetim, Avcı ol Matbaası 5. Baskı, İstanbul, Haziran 1989, s.448.

³⁶ Türko, Metin. Finansal Yönetim I, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 765, Erzurum, 1994, s.477.

firmaya mali açıdan sıkıntı yaratmaktadır. Dönen varlıklar üzerindeki geçici artışların uzun vadeli finansman kaynakları ile finanse edilmesi ise, firma açısından emniyetli bir durum ortaya çıkarmanın yanında kârlılık üzerinde olumsuz etki yapar. Bu nedenle firma dönen varlıklardaki geçici artışları kısa vadeli finansman kaynakları ile karşılamaya ve duran varlıkları ise uzun vadeli finansman kaynakları ile karşılamaya dikkat etmelidir.³⁷

- *Maliyet*: İşletmeler finansman ihtiyacı ortaya çıktığında alternatif finansman kaynakları arasında tercih yaparken bu kaynakların maliyetlerini göz önünde bulundurarak hareket etmeli ve kaynaklar arasında nispeten daha ucuz olan finansman kaynağını tercih etmelidir.³⁸ Hem içsel finansman kaynaklarının hem de dışsal finansman kaynaklarının işletme için maliyeti söz konusudur. Ancak içsel finansman kaynaklarının işletme için maliyeti dışsal finansman kaynaklarına göre daha düşüktür.³⁹
- *Finansal Kaldıraçtan Yararlanma*: İşletmenin finansman yapısı; kârlılığını ve işletmede pay başına elde edilecek net geliri büyük ölçüde etkilemektedir. İşletmenin finansman yapısı büyük oranda borç fonlardan oluşuyorsa işletmenin fonlardan elde edeceği kârlılık belli bir seviyeye kadar zarar şeklinde olacak bu seviyeden sonra ise kârlılık da artış olacaktır.⁴⁰ İşletme elde ettiği fonlar için sınırlı ve sabit ödeme yapıyorsa işletme de finansal kaldıraç söz konusudur.⁴¹ İşletmeler belli bir noktaya kadar borçlanma yoluyla finansal kaldıraçtan yararlanabilir.
- *Risk*: Risk faktörü işletmelerin finansman kararlarında dikkat etmesi gereken önemli faktörlerden biridir. İşletmelerin finansal yapıları ile ilgili karar verirken kârlılık ile birlikte riski de dikkate almaları gerekmektedir. İşletme yöneticileri işletmenin faaliyetlerine devam edebilmesini her şeyden önce tutarak hareket etmeli ve aldıkları kararlar sonucu işletmenin aşırı riskli

³⁷ Akgüç, a.g.e. s.449.

³⁸ Akgüç, a.g.e. s.451.

³⁹ Günçavdı Ö. Levent H. Ülengin B. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına Kayıtlı Firmaların Finansal Yapılarını Belirleyen Faktörler, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No:209, İstanbul, 1999, s.7.

⁴⁰ Gönenli, Atilla. İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul Üniversitesi Basımevi, İstanbul, 1991, s.344.

⁴¹ Akgüç, a.g.e. s.450.

durumlara maruz kalmamasına dikkat etmelidir.⁴²Kârlılığı yüksek olan işletmeler finansman kaynağı seçiminde yabancı kaynakları tercih ederken, kârlılığı istikrarsız olan işletmelerin riski azaltabilmek adına öz kaynak ile finansmanı tercih etmesi daha anlamlı olur.

- *Gelir:* İşletmelerin finansman yapısını oluştururken satış düzeylerine göre oluşan pay başına kârı en yükseğe çıkaracak olan kaynağı seçmesi o kaynağın işletme açısından gelirini ifade eder. Düşük satış düzeylerine sahip olan işletmelerin öz kaynak ile finansmanı tercih etmeleri pay başına kârı arttırır. Yüksek satış düzeylerine sahip olan işletmeler de ise yabancı kaynakla finansmanın tercih edilmesi pay başına kâr açısından avantajlı durum ortaya çıkarır.⁴³
- *Zamanlama:* Zamanlama; işletmenin ihtiyacı olan fonları ihtiyacın ortaya çıktığı anda, uygun koşullarda sağlamasıdır. İşletmelerin para ve sermaye piyasalarını yakından takip etmesi, para ve sermaye piyasası araçlarını bu piyasaların uygun olduğu zamanlarda çıkarması gerekir.⁴⁴

İşletmelerin finansman ihtiyaçlarını karşılarken kullandıkları finansman kaynaklarını iç kaynaklar ve dış kaynaklar şeklinde bir ayrıma tabi tutmak mümkündür. Bu ayrım da işletmenin kârlarını dağıtmayarak işletmenin finansman ihtiyaçlarında dağıtılmamış kârlarını kullanması iç kaynaklar ile finansman yöntemi olurken, yeni hisse senedi ihraçları da dâhil olmak üzere borçlanmak suretiyle işletmenin finansman ihtiyaçlarının karşılanması dış kaynaklar ile finansman yöntemi olarak nitelendirilebilir. İşletmeler finansman ihtiyaçlarını karşılarken; hissedarların işletmeye yatırdıkları varlıklar ile işletmenin dağıtılmayan kârları toplamından oluşan sermayeyi ifade eden öz kaynaklardan yararlanabilir. İşletmenin finansman kaynağı olarak faaliyet dönemi içinde elde ettiği kârları dağıtmayıp işletmenin yatırımlarında kullanması (oto finansman) ile öz kaynaklarını finansman kaynağı olarak kullanması iç kaynaklar ile finansman yöntemi kapsamındadır. İşletmenin öz kaynakları ile finansman sağlamasının işletmeye sağladığı avantajlar;

⁴² Özdemir, Muharrem. Finansal Yönetim, Gazi Büro Kitabevi Tic. Ltd. Şti. Ankara, 1997, s.404.

⁴³ Türko, a.g.e. s.477.

⁴⁴ Akgüç, a.g.e. s.452.

öz kaynak ile finansmanın işletmeye sabit bir yük getirmemesi, öz kaynağın belli bir vadesinin olmaması ve sürekli bir kaynak niteliğinde olması şeklinde sıralanabilir.⁴⁵

İşletmenin öz kaynakları ile finansman ihtiyacını karşılamasının avantajları olduğu kadar dezavantajları da vardır. Öz kaynak ile finansmanın işletme açısından dezavantajları; yeni pay senedi çıkarılması yoluyla öz kaynakların arttırılması şirkete yeni ortakların dâhil olmasına neden olup bu durumun da kontrol yetkisi ve yönetimin paylaşılması sonucunu ortaya çıkarması (Bu durum anonim şirketler dışındaki tek sahipli ve adi ortaklıklarda böyle bir sonuç ortaya çıkarır), yeni ortakların alınması sonucu mevcut ortakların gelirlerinin düşmesi ve yeni pay senedi çıkarılmasının yarattığı giderlerin tahvil çıkarılmasının yarattığı giderlerden daha fazla olmasıdır.⁴⁶

İşletmelerin öz kaynaklar dışında borçlanma yoluyla finansman sağlaması dış kaynaklar ile finansman kapsamına girmektedir. İşletme dışı finansman kaynakları; krediler ve piyasalar olarak sınıflandırılabilir.

2.3.1. Krediler

İşletmenin finansman sağlamak amacıyla kullandığı kredileri vadeleri yönünden; kısa vadeli, orta vadeli ve uzun vadeli krediler olarak sınıflandırmak mümkündür. Kısa vadeli krediler, işletmenin 1 yıl içerisinde geri ödemekle yükümlü olduğu borçları olarak nitelendirilebilir.⁴⁷ Kısa vadeli krediler genellikle işletme sermayesinin, alacak ve stokların finansmanında kullanılmaktadır. Finansal yönetim ile hedeflenen işletmelerin kaynak tercihinde bulunurken finansman ihtiyaçları ile finansman kaynaklarının vadesini dengelemesidir. İşletmelerin kısa vadeli finansman ihtiyacını kısa vadeli finansman kaynakları ile orta vadeli finansman ihtiyacını orta vadeli finansman kaynakları ile ve uzun vadeli finansman ihtiyacını ise uzun vadeli finansman kaynakları ile finanse etmesi beklenir.⁴⁸ Vade açısından finansman kaynaklarına bakıldığında kısa vadeli finansman kaynaklarının uzun vadeli finansman kaynaklarına göre daha kolay temin edildiğini söylemek

⁴⁵ Akgüç, Öztin. Finansal Yönetim, Avcı ol Basım- Yayın, 9. Baskı, İstanbul, 1994, s.733.

⁴⁶ Akgüç, a.g.e. 1994, s.734.

⁴⁷ Usta, Öcal. İşletme Finansı ve Finansal Yönetim, Detay Yayıncılık, Ankara, 2008, s.44.

⁴⁸ Okka, Osman. Finansal Yönetim, Teori ve Çözümlü Problemler, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2009, s.496.

mümkündür. Çünkü vade uzadıkça işletmenin finansal ve hukuki konumundaki değişkenliğin artma ihtimali yüksek olacağından ve geleceğin belirsizliğinden dolayı uzun vadeli krediler için işletme daha detaylı bir incelemeye tabi tutulduktan sonra finansman sağlanır. İşletmelerin kısa vadeli fon miktarını etkileyen faktörler faaliyet gösterilen sektörün yapısı, ekonominin genel durumu, kısa ve uzun vadedeki kaynak maliyetleri ve işletmenin büyüklüğü olarak sayılmaktadır.⁴⁹ İşletmelerin kısa vadeli kredileri; bankalardan sağlanan kısa vadeli banka kredileri ve diğer işletmelerden kredili mal alımı şeklinde kullanılan kısa vadeli ticari kredileridir.

Doğrudan banka kredisi olmayan ancak kredilendirme mantığı ile çalışan, satıcıların sağladığı, ticari kredi olarak isimlendirilen olgudan bahsetmek gerekebilir. İşletmenin ihtiyaç duyacağı mal veya hammaddeyi diğer firmalardan kredili olarak alması sonucu oluşan borçları kısa vadeli ticari kredi olarak adlandırılmaktadır. Kısa vadeli ticari krediler bir işletmenin diğer bir işletmeye sağlamış olduğu kredi olup işletme mal ve hizmetlerini satarken bunların bir kısmını peşin satar, kalanını ise vadeli yani kredili olarak satar. İşletmenin genellikle stoklarını oluşturmada ihtiyaç duyacağı fonları karşıladığı finansman kaynağı kısa vadeli ticari kredilerdir.⁵⁰ Bu finansman kaynağı orta ölçekli işletmeler tarafından çok kullanılmakta olup işletmelerin banka kredileri alamadığı dönemlerde ticari kredilerden yararlanma olanağı söz konusudur. Bankalarda kredi değerliliği düşük, kredi limitleri sınırlı olan işletmeler diğer işletmelere borçlarını ödeme konusunda güven verdikleri sürece kısa vadeli ticari kredilerden büyük ölçüde yararlanırlar.⁵¹

2.3.1.1. Kısa Vadeli Banka Kredileri

İşletmeler dönen varlıklarının finansmanında, işletme sermayesinin karşılanmasında daha çok da müşterilerden olan alacaklarını finanse etmek amacıyla kısa vadeli banka kredilerine başvururlar. İşletmelerin uzun vadeli yatırımları olan duran varlıkların finansmanında kısa vadeli banka kredilerini kullanmaları işletme için sakıncalı bir durum ortaya çıkarır ve işletme hemen verim elde edemeyeceğinden

⁴⁹ Okka, a.g.e. 2011, s. 147.

⁵⁰ Türko, R. Metin. Finansal Yönetim, Alfa Basın Yayın Dağıtım, İstanbul, 2002, s.537.

⁵¹ Akgüç, a.g.a. 1994, s. 530.

borçlarını ödeme sıkıntısı içine düşer.⁵² Kısa vadeli banka kredileri daha çok fon ihtiyaçları mevsimlik ya da dönemsel olarak değişen, orta çaplı ve nakit sıkıntısı olan yeni kurulmuş işletmelere kullanılır. Uzun vadelerdeki faiz oranları eğer aşırı yüksek ise, bu takdirde işletmeler kısa vadeli kredileri birkaç kez kullanma eğilimi gösterebilirler. Bu durumlar Türkiye ekonomisinde 1980-2003 tarihleri arasında uzunca bir süre yaşanmıştır.⁵³ Finansmana erişim problemi, küçük, orta ve büyük şirketler için dahi ciddi bir problem oluşturmaktadır. Banka kredilerinin kullanılması ile ilgili olarak işletme sahiplerinden beklenen aşırı ve yüksek kişisel teminatlar, faiz oranlarının yüksekliği kredilerin kullanma cazibesini ortadan kaldırmaktadır.

2.3.1.2.Orta Vadeli Krediler

Orta vadeli krediler, işletmenin verim elde etmesi bir yıldan uzun süren faaliyetlerinde kullandığı vadesi bir yıl ile beş yıl arasında değişen borçlarıdır. İşletmelerin bu faaliyetlerini kısa vadeli krediler ile finanse etmesi hemen verim elde edemeyeceği için işletme açısından sıkıntı yaratacağından bu tür faaliyetlerin orta vadeli krediler ile finanse edilmesi anlamlı olur.⁵⁴Orta vadeli krediler de; orta vadeli banka kredileri, orta vadeli satıcı kredileri ve rotatif (dönen) krediler şeklinde sıralanabilir.

Orta vadeli banka kredileri genellikle; yeni yatırımlarda, genişleme yatırımlarında, yenileme yatırımlarında ve kalite düzeltme yatırımlarında finansman kaynağı olarak kullanılmaktadır. Orta vadeli krediler, küçük işletmelerin yeni makine ve araç alırken kullandığı kredilerdir.⁵⁵ Uygulamada satın alınan maddi duran varlığın bir kısmı peşin olarak ödenirken kalan kısım taksitlenerek ödenir. Ayrıca araç ve makine bedelinin tümü ödenene dek mülkiyet hakkının satıcıda olması bu kredilerin garantisini sağlar. Orta vadeli finansman kaynaklarından bir diğeri de rotatif (dönen) kredilerdir. İşletmelerin orta vadeli finansman ihtiyaçları için kullandığı krediler olup faizleri 3 ayda bir dönem sonlarında ödenir. Bu krediler kredi müşterisine

⁵² Türko, R. Metin, Finansal Yönetim, Alfa Basın Yayın Dağıtım, İstanbul, 2002, s.537.

⁵³ Türko, R. Metin, Finansal Yönetim, Alfa Basın Yayın Dağıtım, İstanbul, 2002, s.537.

⁵⁴ Usta Öcal, a.g.e.2008, s.46.

⁵⁵ Türko, R. Metin, Finansal Yönetim, Alfa Basın Yayın Dağıtım, İstanbul, 2002, s.537.

finansmanda son derece esneklik sağlayan krediler olduğundan tercih edilen kredilerdir.⁵⁶

2.3.1.3.Uzun Vadeli Krediler

Uzun vadeli krediler, işletme dışından sağlanan kaynaklar olup işletmenin uzun vadeli yatırımları olan duran varlıklarının finansmanında ya da süreklilik gösteren faaliyetlerinin finansmanında kullanılır. Uzun vadeli finansman kaynakları sanayi, ulaşım, enerji sektöründe faaliyet gösteren işletmeler tarafından daha çok kullanılmakta olup, gıda, tarım ve konfeksiyon vb. sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin bilançolarında uzun vadeli finansman kaynaklarının payı daha azdır.⁵⁷Uzun vadeli kredileri; uzun vadeli banka kredileri ve uzun vadeli satıcı kredileri şeklinde bir ayrıma tabi tutabiliriz.

Uzun vadeli banka kredileri, işletmelerin verim elde etmesi zaman alacak olan yeni yatırımlarının finansmanında kullandığı bir finansman kaynağı olup yatırım bankaları veya uluslararası bankalar tarafından sağlanan kredilerdir. Ticaret bankaları genellikle uzun vadeli kredi vermez. İşletmeler uzun vadeli banka kredilerini yenileme, tevsii, modernizasyon yatırımları ve uzun vadeli işletme sermayesi ihtiyacı için talep ederler.⁵⁸

Uzun vadeli satıcı kredileri; makine, teçhizat, taşıma vasıtası, bina ve arazi alımında kullanılmaktadır. Bu krediler de finansal kiralama (leasing) yöntemi ile benzerlik göstermekte olup mülkiyeti korumalı olarak satışlar söz konusudur. Yani taksitler ödenmediğinde satıcı işletme mallarını geri almakta ve daha önce aldığı taksitleri de tazminat olarak saymaktadır.⁵⁹

2.3.2. Finansal Piyasalar

Ekonomide yer alan birimlerin farklı amaçlarda ve farklı miktarlarda finansman ihtiyacı bulunmaktadır. Gelir ve harcama akımlarının farklı olması sebebiyle bir takım ekonomik birimler fon açığıyla karşılaşırken bazı birimler de fon fazlalığı

⁵⁶ Aydın, Nurhan. Başar, Mehmet., Coşkun, Metin., Balkır, H., Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2008, s.136.

⁵⁷ Okka, a.g.e. 2011, s. 163.

⁵⁸ Okka, a.g.e. 2011, s. 168.

⁵⁹ Okka, a.g.e. 2011, s.167.

elde etmektedir. Fon açığı olan birimler ile fon fazlasına sahip olan birimlerin karşı karşıya geldiği ve fon arz ve talebinin karşılaştığı sisteme “finansal piyasa” adı verilmektedir. İşletmelere finansman sağlayan finansal piyasaları da para ve sermaye piyasası olarak ikiye ayırabiliriz. Kısa vadeli fonların arzlarının ve taleplerinin karşılaştığı veya kısa vadeli kredi işlemlerinin yapıldığı piyasalar “para piyasası” adı verilirken, uzun vadeli fonların arzlarının ve taleplerinin karşılaştığı piyasalara ise “sermaye piyasası” adı verilmektedir.

Finansal piyasalar, yatırımcıların fonlarını şirketlere aktaran bir işleve sahiptir. İşletmeler finansal piyasalardan sağladıkları bu fonlar ile faaliyetlerine devam eder, genişleme ve büyüme fırsatlarından yararlanır. Para piyasaları, işletmelere faaliyetlerini devam ettirmede kullanacakları fonları sunarak kısa vadeli borçlanma imkânı tanır. Sermaye piyasaları ise; işletmelerin büyüme ve genişleme yatırımlarında kullanacakları fonları temin etmelerini sağlayarak işletmelere uzun vadeli borçlanma imkânı sunar. Finansal piyasalarda işlem gören araçlar vadelerine göre; kısa vadeli ve uzun vadeli finansal araçlar olarak sıralanabilir.

2.3.2.1.Finansal Piyasalardan Sağlanan Kısa Vadeli Araçlar

Finansal piyasalardan sağlanan kısa vadeli araçlar para piyasası araçları olup, bunlar vadesi kısa, riski az ve likiditesi yüksek yatırım araçlarıdır. Finansal piyasalardan sağlanan kısa vadeli araçları; hazine bonusu, finansman bonusu, mevduat sertifikası ve repo olarak gruplandırmak mümkündür.⁶⁰

Finansman bonusu, gelişmiş ülkelerin para piyasalarının önemli bir kredi sağlama aracıdır. Kredibilitesi yüksek büyük şirketlerin ihraç ettikleri ve vadeleri 90 ila 270 gün arasında değişen bu bonolar finans kurumlarına yani bankalara, sigorta şirketlerine, emekli ve tasarruf sandıklarına, menkul kıymet fonlarına ve yatırım fonları ile diğer kuruluşlar ve tasarrufçu kişilere satılır. Finansman bonolarını satın alan kurumlar ve tasarrufçu kişiler, ellerindeki fazla fonlarla diğer alternatiflere göre daha yüksek faiz geliri elde ederler. Bonoları ihraç eden firmalar ile bonoları satın alan kurumlar ve firmalar arasındaki ilişkiler daha ziyade kişisel ilişkilere ve uygulamada bonoların anaparalarının vadesinde mutlaka ödeneceği

⁶⁰ Korkmaz, Turhan ve Ceylan Ali. Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi, Ekin Kitabevi, Bursa, 2006, s.14.

beklenir.⁶¹Finansman bonolarının ihraç limitlerinin, kimler tarafından ve ne şekilde ihraç edileceğinin esasları Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) ile düzenlenmektedir.

Mevduat sertifikası, bankalara belli bir vade için yatırılan paralara karşılık mevduat sahibine verilen ve yatırılan para miktarını ve vadesini belirten hamiline yazılı olarak düzenlenmiş belgedir. Mevduat sertifikaları hamiline olarak düzenlendiğinden kolaylıkla el değiştirebilir ve devredilebilir niteliktedir. Mevduat sahibi vadesini beklemeden mevduat sertifikasını bankaya devrederek parasını geri alabilir. Mevduat sertifikalarının en önemli özelliği devredilebilir nitelikte olmasıdır. Mevduat sertifikaları mevduat sahibi gelir elde ederken banka da fon sağlamaktadır.⁶²

Repo, menkul kıymetlerin belirli bir vade sonunda belirli fiyattan geri satın alınacağı taahhüdünü içeren menkul kıymet satış anlaşmasıdır.⁶³ Menkul kıymetin başlangıçta ödünç alınması ve karşı tarafa borç verilmesi şeklinde gerçekleşen anlaşma ise ters repo olarak ifade edilmektedir. Bir anlaşma bir taraf için repo ise, karşı taraf için ters repodur. Repo işlemlerinin vadesi çok kısa olup günlük veya haftalık bazda gerçekleştirilebilir. Repo işlemlerinde faiz kazancı, satın alma ve geri satma fiyatları arasındaki fark kadardır.

2.3.2.2.Finansal Piyasalardan Sağlanan Uzun Vadeli Araçlar

Finansal piyasalardan sağlanan ve vadesi 1 seneden daha çok olan uzun vadeli finansal araçlar sermaye piyasası araçları olarak nitelendirilmektedir. Tasarruf sahipleri fonlarını sermaye piyasalarına yönlendirmekte ve sermaye piyasalarından uzun vadeli finansal araçlar satın almaktadırlar. Finansal piyasalardan sağlanan uzun vadeli finansal araçlar; hisse senedi, tahvil, gelir ortaklığı senetleri ve gayrimenkul sertifikaları olarak gruplandırılabilir.

Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş şirketler tarafından çıkarılan ve ortaklığın oranını temsil eden ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan

⁶¹ Okka, a.g.e. 2011, s.152.

⁶² Bükler Semih, Aşıkoğlu Rıza ve Sevil Güven. Finansal Yönetim, Söz kesen Matbaacılık, Ankara, 2009, s.420.

⁶³ Berberoğlu, Güneş N. Genel İşletme, Anadolu Üniversitesi, Web Ofset, Eskişehir, 2004, s.361.

senetlerdir.⁶⁴Hisse senetleri finansman ihtiyacı olan firmalara uzun vadeli fon sağlayan finansman araçlarıdır. Hisse senedi sahipleri söz konusu işletmenin ortağı olup, işletmenin kârından da pay alma hakkına sahiptirler. Hisse senedi sahibi bu senet ile yönetime katılma, oy kullanma, iptal davası açma, kârdan pay alma gibi haklara sahiptir.⁶⁵

Tahvil, özel sektör veya kamu kuruluşlarının borçlanma yolunu izleyerek uzun vade de fon sağlamak amacıyla çıkarttıkları borç senetleri olarak adlandırılabilir. İşletmeler tahvil ihraç ederek halka borçlanmak suretiyle finansman elde edebilirler ve halkın tasarruflarını toplayabilirler.⁶⁶ Tahvil çıkarılması Türkiye’de Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu ile düzenlenmiştir.

Türkiye’de tahvil ihraç edilmesi ile ilgili önemli konular şu şekilde sıralanabilir:⁶⁷

- Türk Ticaret Kanunu’na göre anonim şirketler tahvil ihraç edebilirler. İhraç edecekleri tahvil miktarı; en son bilançoya göre belirlenen çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermayesi ile yedek akçeleri ve yeniden değerlendirme artış fonu toplamını aşamaz. İşletmenin dönem zararı veya birikmiş zararları varsa ihraç edilecek tahvil miktarı hesaplanırken bu zararlar ödenmiş sermaye tutarından indirilir.
- Tahvil çıkarmak için şirket sermayesinin en az dörtte üçüne sahip olan ortakların genel kurulda bulunması ve tahvil çıkarılması konusunda bunların en az üçte ikisinin olumlu görüş bildirmesi gerekir.
- Genel kurulda alınan kararların, tahviller ve şirket hakkındaki kanuni açıklamaların bir izah name ile yapılması mecburidir.
- Halka arz edilecek tahviller genel kurul kararı ile hazırlanan izah nameyle birlikte ilgili ticaret mahkemesine gönderilir. Mahkeme gerekli incelemelerden sonra karara bağlar.

⁶⁴ Ceylan Ali ve Korkmaz Turhan. İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2009, s.12.

⁶⁵ Konuralp, Gürel. Sermaye Piyasaları Analizler Kuramlar ve Portföy Yönetimi, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 2005, s.31.

⁶⁶ Sermaye Piyasası Kurulu Sermaye Piyasası Araçları, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2, Ankara, Eylül-2010, s.8.

⁶⁷ Okka, a.g.e. 2011, s. 172.

- İşletme bu belgelerle birlikte SPK' ya başvurarak tahvilleri kayıt altına aldırır.

Gelir ortaklığı senetleri, kamuya ait elektrik santralleri, karayolları, sivil kullanıma mahsus limanlar ve hava limanları, gibi alt yapı tesislerinin gelirlerinden gerçek veya tüzel kişilerin pay almasını sağlamak amacıyla çıkarılan senetlerdir. Senet sahipleri sadece gelirlere pay alma hakkına sahip olup bunların işletilmesi veya mülkiyeti üzerinde herhangi bir hakka sahip değildir.⁶⁸

Gayrimenkul sertifikaları, inşa edilen veya gelecekte inşa edilme planı yapılan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç edilen hamiline yazılı menkul kıymetlerdir.⁶⁹ Gayrimenkul sertifikaları gayrimenkulün finansmanının yanı sıra yatırımcıyı konut sahibi yapmak için de çıkarılabilmektedir.

2.4.HALKA ARZ

İşletmeler ortaya çıkan fon ihtiyaçları karşısında kısa vadeli ya da uzun vadeli fon temin etmek için finansal piyasaları tercih edebilir. Kısa vadeli fon ihtiyaçları için para piyasalarına borçlanma senetleri ihraç edebilirler ancak bu yolu genellikle çok büyük holdingler ve mali kuruluşlar tercih etmektedir. Bu nedenle halka arz kavramı uzun vadeli fonlama için sermaye piyasalarına hisse arz edilmesi ile özdeşleşmiştir. Sermaye piyasalarına başka türden menkul kıymetler de ihraç edilebiliyor olsa da bu yöntem hisse senetlerine özgülenmiş gibidir.

İşletmelerin halka arz yoluyla hisse senetlerini ihraç etmeleri yüzyıllardan beri kullandıkları finansman yöntemlerindedir. Sermaye piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak halka açılan şirket sayısında yaşanan artış halka arzı, işletmelerin ihtiyaç duydukları fonları karşılamada yararlandıkları önemli bir finansman yöntemi haline getirmiştir.

⁶⁸ GÜNGÖR, Mustafa. Türkiye'de Uygulanan Para Politikasının Sermaye Piyasası Karlılığına Etkisi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para-Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2009, s.93.

⁶⁹ SPK, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, 05.07.2013 Tarih ve 28698 Sayılı Resmi Gazete, Madde3-(i).

2.4.1. Halka Açılma ve Halka Arz Kavramları

Halka açılma, halka kapalı olan bir ortaklığın sermaye yapısına halkın katılımını sağlamak için halka çağrıda bulunduğu bir finansman yöntemidir. Halka açılma ve halka arz terimleri temelde farklı kavramları ifade ederken, halka kapalı bir işletme tarafından yapılırsa halka açılma şeklinde ifade edilir. Pay senetlerini daha önceden ihraç etmiş işletmelerin pay senetlerini tekrar ihraç etmeleri ise; halka arz şeklinde ifade edilmektedir.⁷⁰

Bir başka tanıma göre halka arz; sermaye piyasası araçlarına sahip gerçek veya tüzel kişilerin bu araçların satın alınması için çeşitli yollarla halka yaptıkları çağrı ve bu çağrının ilerleyen aşamalarında gerçekleştirmiş oldukları satış işlemleri olarak tanımlanmaktadır.⁷¹Tanımlarından da anlaşıldığı üzere halka açılma ve halka arz farklı kavramlardır. Halka açılma halka kapalı işletmeler tarafından gerçekleştirilirken halka arz ise hisse senetlerini daha önceden ihraç etmiş işletmeler tarafından gerçekleştirilir.

Farklı kavramlar olmasına karşın halka açılmada ve halka arzda işletmelerin temel amacı finansman sağlamaktır. Ancak işletmeler finansman sağlamanın dışında ortaklığın hisse senetlerinin likiditesini arttırmak, ortaklığı geniş kitlelere duyurmak ve bildirmek gibi amaçlarla da halka arzı tercih edebilirler.⁷² Halka arzın finansman sağlamak dışında işletmelere sağladığı birçok avantajı bulunmaktadır. İşletmeler sağladığı birçok avantaj nedeniyle finansman yöntemi olarak halka arzı tercih etmektedirler.

İşletmeler önemli finansman yöntemlerinden biri olan halka arzı; Sermaye Piyasası Kanunu ve SPK Tebliğlerinde yer alan hükümler çerçevesinde gerçekleştirmektedirler. Sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, ihraççılar, halka arz edenler, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları, borsalar ile sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü diğer teşkilatlanmış piyasalar ve SPK Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine dahildir. Halka kapalı

⁷⁰ Akbulak Sevinç, Akbulak Yavuz. Anonim Şirketlerin Halka Açılması, Muğla Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Tartışma Tebliği Serisi, 2005/II, s.3.

⁷¹ SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 30.12.2012 Tarih ve 28513 Sayılı Resmi Gazete, Madde 3-(f).

⁷² Sancak, İbrahim Ethem, a.g.a., 1999, s.5.

anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçları ise bu yasanın sınırları dışında yer almaktadır.⁷³Burada yer alan halka açık ortaklık ifadesi Sermaye Piyasası Kanunu'nda; payları halka arz edilmiş olan veya ortak sayısı 250 den fazla olması nedeniyle payları halka arz edilmiş addedilen anonim şirketler olarak ifade edilmektedir.

Anonim şirket; bir unvana sahip, sermayesi paylara bölünmüş ve borçlarından ötürü yalnızca malvarlığı ile sorumlu olan şirketler olup bu şirketlerin minimum sermaye tutarı 50.000 ile sınırlandırılmıştır.⁷⁴

Anonim şirketlerin halka açık olarak kabul edildiği halleri şu şekilde sıralamak mümkündür:⁷⁵

1. Doğrudan doğruya, Türk Ticaret Kanunu'na ve Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olarak, anonim şirketin halka açık olarak kurulması ve hisse senetlerini halka arz etmesi durumu.
2. Kapalı bir anonim şirketin halka açılması. Kapalı bir anonim şirketin halka açılması şu hallerden birisiyle gerçekleşir:
 - Şirketin kendisinin halka açılması isteği. Bu durumda sermayeleri 750 bin liraya kadar olan şirketlerin hisse senetlerinin %15'i, sermayesi 750-1.500 bin lira arasında olan şirketlerin hisse senetlerinin %10'u, sermayesi 1.500 bin liradan büyük olan şirketlerin hisse senetlerinin %5'i ilk halka açılmada halka arz edilmek zorundadır.
 - Ortak sayısının 250'den fazla olan anonim şirketler halka açılmış kabul edilir ve SPK koduna alınır.
 - Özelleştirilecek ortaklıkların hisse senetlerinin halka arzı.
 - Kapalı anonim şirketlerin sermaye artırımları durumunda bu hisse senetlerinin halka satılması.
 - Halka açık konumdaki bir şirketin, halka kapalı bir şirketle birleşimi gibi durumlarda halka kapalı olan şirketin halka açılması durumu.

⁷³ SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 30.12.2012 Tarih ve 28513 Sayılı Resmi Gazete, Madde 2-(1).

⁷⁴ TTK, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, 13.01.2011 Tarih ve 27846 Sayılı Resmi Gazete, Madde 329-332.

⁷⁵ Okka, a.g.e. 2011, s. 284.

2.4.2. İşletmelerin Halka Açılma Tercihi

Halka arzın işletmelere sağladığı birçok avantajı olduğundan bahsedilmiştir. İşletmeler halka arzın sağladığı aşağıdaki avantajlar nedeniyle finansman yöntemi olarak halka arzı tercih etmektedirler.⁷⁶

1. *En az maliyetle finansman sağlamak:* İşletmeler varlıklarını devam ettirebilmek için finansmana ihtiyaç duyarlar. İhtiyaç duyulan bu finansmanı da en uygun kaynaklardan en az maliyetle tahsis etmeye çalışırlar. İşletmeler hisselerini halka arz ederek diğer finansman sağlama yollarına nazaran daha az bedelle ve uzun vadeye sahip kaynağa sahip olurlar. Diğer bir taraftan işletmelerin halka açılmasından ve paylarının Borsada işlem görmeye başlamasıyla işletmeler halka arz edilen bu paylarını güvence göstererek finansman gereksinimlerini sağlamak amacıyla, borç senedi ihraç edebilme, prestij artınca bankalardan daha rahat kredi kullanabilme gibi imkânlarla da sahip olurlar.
2. *İşletmenin Hisse Senetlerine Likidite Sağlaması:* Halka arz edilen hisse senetlerinin organize bir piyasada istenildiği vakitte piyasa arzına ve talebine göre ortaya çıkan fiyatlarla satılabilmesi imkânı ortaklığa likidite sağlamaktadır.
3. *Yurtiçinde ve Yurtdışında Yaygın Tanıtım:* Hisse senetleri borsada işlem görmekte olan işletmelerle ilgili bilgilerin Borsanın şeffaflık ilkesi ve kamuyu aydınlatma işlevi gereği çeşitli basın yayın kuruluşları ve veri yayın kuruluşları ile yurtiçi ve yurtdışındaki yatırımcılara ulaştırılması şirketin ve ürünlerinin yurtiçinde ve yurtdışında tanınmasını sağlamaktadır.
4. *Kurumsallaşma:* İşletmelerin hisse senetlerinin Borsada işlem görmesi ve işletmenin halka açık hale gelmesi işletmenin SPK ve Borsa İstanbul'un denetimi altına girmesini beraberinde getirmektedir. Bu durum işletmenin aile şirketi olma özelliğinden kurtularak şeffaflık ve hesap verilebilirliğe önem veren daha kurumsal bir şirket haline gelme aşamalarını ivmelendirmekte ve işletmenin daha profesyonelce sağlanan yönetim imkânlarına kısa sürede ulaşabilmesini sağlamaktadır.

⁷⁶ Borsa İstanbul Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, Ekim 2013, s.2.

5. *Kredibilite*: İşletmelerin paylarının Borsada işlem görmesi işletmelerin bu payları teminat göstererek bankalardan ve para piyasasından daha kolay ve ucuz kredi temin edebilme imkânlarını arttırmaktadır.
6. *Globalleşme*: İşletmeler halka açıldıktan sonra yurtdışındaki piyasalara erişimleri kolaylaşır. Halka açıldıktan sonra yurtdışından da kolayca menkul kıymet ihraç ettirebilirler aynı zamanda menkul kıymetlerini bulunduğu ülkede kote ettirerek menkul kıymetlerinin yurtdışında da işlem görmesini sağlayabilirler.

2.4.3. Halka Arz İle İlgili Teoriler ve Ampirik Çalışmalar

2.4.3.1. Firmaların Halka Arz Zamanındaki Performansını İnceleyen Çalışmalar

Halka arzını gerçekleştirmiş ve sonrasında çekilme durumuyla karşılaşan firmaları inceleyen bu çalışmalarda amaç; firmaların halka arz performansını ortaya çıkararak bu firmaların halka arzdan çekilmesine etki eden faktörleri belirlemektir.

Literatür incelendiğinde firmaların halka arzdan çekilmesine etki eden faktörleri ortaya çıkarmaya yönelik yapılmış aşağıdaki çalışmalara ulaşılmıştır:

Firmaların halka arzdan çekilmesine etki eden faktörleri ortaya çıkarmaya yönelik yapılan ilk çalışma; Freeman ve arkadaşları tarafından 1983 yılında yapılmıştır. Bu çalışmada, halka arzını gerçekleştiren firmanın yaşının çekilme ihtimali üzerinde etkili olan önemli bir faktör olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada daha genç firmaların tecrübelerinin az olması sebebiyle hata yapma ihtimallerinin daha fazla olduğu belirtilerek bu firmaların çekilme ihtimallerinin daha fazla olduğu savunulmaktadır. Genç firmaların hata yapma olasılıklarının daha fazla olmasından yola çıkarak Freeman ve arkadaşları daha tecrübeli olan eski firmaların halka arz tekliflerini geri çekme ihtimalinin daha az olduğunu savunmaktadırlar. Bu çalışmada ulaşılan bir başka sonuç ise; daha tecrübeli olan eski firmaların halka arzını geri çekme durumuyla karşı karşıya kalması halinde bu durumun halka arzını geçici olarak erteleme şeklinde gerçekleşmesi ve firmaların kısa süre sonra tekrar halka arz başvurusunda bulunmasıdır. Daha az tecrübeli olan genç firmaların halka arzdan çekilmeleri daha çok bütün hisselerini toplayıp piyasadan tamamen çekilmesi şeklinde gerçekleşmekte ve tekrar halka arz başvurusunda bulunmaları daha tecrübeli olan firmalara göre daha fazla zaman almaktadır. Brau ve Fawcett de 2006

yılında yaptıkları çalışmalarında çekilme olasılığı ile firmanın tecrübesini ilişkilendirmiş ve firmanın yaşı ile halka arzdan çekilme ihtimalini ilişkilendiren Freeman ve arkadaşlarının çalışmalarında ulaştığı sonuca ulaşmıştır. Bu çalışmada da; daha genç firmaların tecrübesi fazla olan itibarlı firmalara göre çekilme olasılığının daha fazla olduğunu savunmuşlardır.

Firmaların halka arzdan çekilme ihtimalini etkileyen faktörlerden firmanın yaşına odaklanan bir başka çalışma ise Ritter tarafından 1987 yılında yapılmıştır. Ritter bu çalışmada firmanın yaşı ile bilgi asimetrisini ilişkilendirerek firmanın çekilme ihtimali üzerindeki etkisini araştırmıştır. Bu çalışmada ulaşılan sonuç; halka arzın tarafları arasındaki bilgi eşitsizliğini ifade eden bilgi asimetrisinin firmanın yaşı ile ilişkili olması ve bunun da firmanın çekilme ihtimalini etkilemesidir. Buna göre daha tecrübeli olan eski firmalarda asimetrik bilgi genç firmalara göre daha azdır. Daha eski firmalarda asimetrik bilginin az olması firmaların çekilme ihtimalini de azaltmaktadır.

Halka arzın tarafları arasındaki bilgi eşitsizliğini ifade eden asimetrik bilgi probleminin firmanın halka arzdan çekilmesine etki eden faktör olduğunu savunan bir başka çalışma ise Welch tarafından 1992 yılında yapılmıştır. Welch çalışmada asimetrik bilgi probleminin halka arzın fiyatlandırmasını ve halka arzın başarısını nasıl etkileyeceğini gösteren bir model geliştirmiştir. Bu çalışmada ulaşılan sonuç; asimetrik bilginin firmanın halka arzdan çekilme ihtimalini arttırmasıdır. Buna göre yatırımcının asgari bilgiye sahip olduğu durumlarda firma hakkında ortaya çıkan olumsuz bir bilgi yatırımcıyı olumsuz etkilemekte ve bu durum da firmanın halka arzdan çekilmesi ile sonuçlanmaktadır. Ayrıca talep toplama yoluyla halka arzını gerçekleştiren firmaların hisse değerinin belirsiz olması yatırımcının asimetrik bilgiye sahip olması nedeniyle yatırımcıyı olumsuz etkilemektedir ve bu durum firmanın çekilme ihtimalini etkileyen bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Benveniste ve Spindt de 1989 yılında yaptıkları çalışmalarında asimetrik bilginin çekilme ihtimali üzerinde etkisi olduğunu savunmuşlar ve firmanın hisse değerinin belirsiz olduğu durumlarda asimetrik bilgi probleminin ortaya çıktığı sonucuna ulaşmışlardır. Hisse değeri belirsiz olan firmaların çekilme ihtimalinin daha fazla olduğu bu çalışmada ulaşılan bir başka sonuçtur.

Halka arzdan çekilme ihtimalini etkileyen faktörleri ortaya çıkarmaya yönelik yapılan çalışmalardan bir diğeri de Busaba, Benveniste ve Guo tarafından 2001 yılında yapılmıştır. Busaba, Benveniste ve Guo bu çalışmalarında firmaların sahip oldukları alternatif finansman kaynaklarının çekilme ihtimali üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Buna göre; alternatif finansman kaynaklarına sahip firmaların daha fazla risk alarak daha yüksek halka arz fiyatı oluşturdukları ve bu nedenle bu firmaların çekilme ihtimalinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Fazla riskten kaçınan firmaların ise; çekilme olasılığını azaltarak daha düşük halka arz fiyatı oluşturmaları daha muhtemeldir. Bu çalışmada ulaşılan bir başka sonuç ise; piyasa ekonomisinin de çekilme ihtimalini etkileyen bir faktör olmasıdır. Buna göre; piyasa ekonomisi kötüye giderken çekilme ihtimalinin arttığı ve piyasa ekonomisi güçlüyken de halka arzdan çekilme ihtimalinin azaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Halka arzdan çekilme ihtimalini piyasa ekonomisi ile ilişkilendiren bir başka çalışma Helwege ve Liang tarafından 2004 yılında yapılmıştır. Helwege ve Liang bu çalışmalarında dosyalama sırasındaki piyasa koşullarının çekilme kararı üzerindeki etkisini araştırarak soğuk pazar ve sıcak pazar şeklinde iki kavramdan bahsetmiştir. Soğuk pazar ve sıcak pazarda bilgi asimetrisinin ve dağılımlarının farklı olduğunu savunarak firmaların halka arzlarını geri çekme ihtimalini etkilediğini savunmaktadırlar.

Bu çalışmaya göre; halka arz tekliflerinin sıcak piyasaya sunulması halinde çekilme ihtimalinin %24 azaldığı ve halka arz tekliflerinin soğuk piyasaya sunulması halinde de çekilme ihtimalinin %39 arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Firmaların halka arzdan çekilme seçiminin belirleyicilerini ortaya çıkaran çalışmalardan bir diğeri de Benveniste, Ljungqvist, Wilhelm ve Yu tarafından 2003 yılında yapılmıştır. Bu çalışmada ulaşılan sonuç; talep toplama ile fiyatlandırılan halka arzların satışında zamanlamanın önemli olduğu ve firmanın piyasa değerinde değişkenliğin arttığı dönemlerde halka arzın kısa vadeli iniş çıkışlar yaşamasıdır. Halka arzın iniş çıkışlar yaşadığı dönemlerde firmaların halka arzdan çekilme ihtimalinin arttığı ve firmaların halka arzını geri çekerek talep toplama sürecinden yararlandıkları sonucuna ulaşılmıştır. Yapılan analize göre; internet, fiber optik ve telekomünikasyon gibi alanlarda faaliyet gösteren firmaların bu süreçlerden en çok

yararlanan firmalar olduğu ulaşılan bir başka sonuÇtur. Brau ve Fawcett 2006 yılında yaptıkları çalışmalarında bu çalışmada ulaşılan sonucun aksine bir sonuca ulaşmıştır. Brau ve Fawcett araştırmalarında teknoloji firmalarının halka arza başvurma nedenlerinin ünlerini arttırmak olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu durumun firmaların çekilme ihtimali üzerinde de etkisi olduğunu savunarak özellikle teknoloji firmalarında çekilme durumunun firmanın imajı üzerinde negatif bir etkiye sahip olması sebebiyle teknoloji firmalarının çekilme ihtimalinin diğer firmalara göre daha düşük olduğu savunulmaktadır. Dunbar ve Foerster ise 2008 yılında yaptıkları çalışmalarında çekilen firmaları sektör bazında değerlendirerek yüksek teknoloji firmalarının daha fazla alternatif sermaye kaynaklarına sahip olması sebebiyle çekilme olasılığının yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Firmaların ekilme ihtimalini etkileyen faktörleri inceleyen çalışmalardan Dunbar 1998 yılında yaptığı çalışmasında halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun itibarı ve başarisının halka arzın tamamlanması üzerinde etkili olan bir faktör olduğu sonucuna varmıştır. Dunbar 2000 yılında yaptığı çalışmasında 1998 yılındaki çalışmasını biraz daha geliştirmiş ve bu çalışmasında geri çekilme seçeneğini ihraççıların yanı sıra diğer piyasa katılımcıları olan aracı kuruluşlar ve yatırımcılar açısından birlikte değerlendirmiştir. Bu çalışmada; firmaların halka arz sürecinde çalışacakları aracı kuruluşa karar verirken ve aracı kuruluşların da çalışacakları firmalara karar verirken halka arzdaki çekilme seçeneğini dikkate aldığı sonucuna ulaşılmıştır. Çünkü aracı kuruluşlar ancak tamamlanan tekliflerden aracılık parası alabilirler. Bu nedenle aracı kuruluşlar çalışacakları firmalara karar verirken çekilme ihtimali düşük olan firmaları tercih ederler. Bunun dışında aracı kuruluşun itibarı ve başarisının çekilme ihtimali üzerinde etkili olması sebebiyle firmalar da önceki halka arzdaki başarılarına göre çalışacakları aracı kuruluşa karar verirler. Bates ve Dunbar tarafından 2002 yılında yapılan çalışmada da halka arza aracılık eden aracı kuruluşun pazar payının firmanın halka arzdaki çekilme ihtimalini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; pazar payı yüksek olan aracı kuruluşun aracılık ettiği halka arzlarda firmanın çekilme ihtimalinin daha düşük olduğu savunulmaktadır. Crowin ve Schultz da 2005 yılında yaptıkları çalışmalarında halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun çekilme ihtimali üzerindeki etkisine odaklanmışlardır. Crowin ve Schultz yaptıkları analize göre firmaların halka arz

sürecinde yer alana aracı kuruluşun daha önce aracı kuruluş olarak yer aldığı halka arzların sayısının ve bu halka arzlardaki başarısının sonraki halka arzların başarısını önemli ölçüde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Buna göre; öncesinde çok sayıda başarılı halka arzlara aracılık eden aracı kuruluş ile halka arzını gerçekleştiren firmaların çekilme ihtimalinin daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dunbar ve Foerster da 2008 yılında yaptıkları çalışmalarında halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun itibarının çekilme ihtimali üzerindeki etkisinden bahsederek itibarının yüklenicinin pazardaki ve sanayideki varlığıyla ölçüldüğünü savunarak yüklenici itibarının geri çekilme olasılığı üzerinde olumlu bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Literatür incelendiğinde firmaların halka arzdan çekilme ihtimalini etkileyen faktörlerin; firmanın yaşı, asimetrik bilgi problemi, firmaların sahip olduğu alternatif finansman kaynakları, piyasa ekonomisi, sıcak ve soğuk piyasa ile halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun itibarı ve başarısı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2.4.3.2.Firmaların Halka Arzdan Çekilme Sonrası Performansını İnceleyen Çalışmalar

Literatür incelediğinde firmaların çekilme ihtimalini ortaya çıkarmaya yönelik yapılmış çalışmaların yanı sıra çekilme sonrası performansını inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Bu çalışmalarda firmaların çekilme sonrası durumları ile çekilme sonrası tekrar başarılı bir şekilde halka arz piyasasına geri dönmelerini etkileyen faktörler ortaya çıkarılmıştır.

Literatürde firmaların çekilme sonrası performansını inceleyen aşağıdaki çalışmalara ulaşılmıştır:

Firmaların çekilme sonrası performansını inceleyen ilk çalışmalardan biri Dunbar tarafından 1998 yılında yapılmıştır. Dunbar çalışmasında 1984 yılından 1993 yılına kadarki halka arz başvurularını incelemiş ve yapılan başvuruların neredeyse beşte birinin geri çekildiği sonucuna ulaşmıştır. Çekilen firmalar üzerine yaptığı araştırmasında çekilme sonrası tekrar halka arz piyasasına dönen firmaların yok denecek kadar az olduğu ve çekilme durumunun pazara geçici bir tepki niteliğinde

olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Dunbar bu çalışmasında; halka arzdan çekilen firmaların büyük çoğunluğunun başarılı bir şekilde tekrar halka arz piyasasına geri dönemediklerini vurgulamaktadır.

Shangguan ve Vasudevan da 2008 yılında yaptıkları çalışmalarında çekilen firmaların tekrar başarılı bir şekilde halka arzını gerçekleştiremeyeceklerini savunmuşlardır. Çekilen firmaların geleceğini inceledikleri bu çalışmalarında halka arzdan çekilen firmaların çekilme sonrası ya satın alındığı ya da iflas ettiği sonucuna ulaşmışlardır.

İlk halka arzlarını geri çeken firmaların ikinci halka arzlarında başarılı olamayacağını vurgulayan çalışmalardan bir tanesi de Lian tarafından 2009 yılında yapılan çalışmadır. Lian çalışmasında çekilmiş halka arzların tekrar halka arza başvurduklarında performanslarının nasıl olduğunu araştırmış ve ilk halka arzlarını geri çeken firmaların çekilme sonrası gerçekleştirecekleri halka arzda başarılı olamayacakları sonucuna ulaşmıştır. Çekilmiş firmaların ikinci halka arzlarında, arz zamanından ihraç zamanına kadar daha düşük fiyatlı hisse senedine sahip olduğu ve bu durumun da ilk halka arz ile iletilen negatif bilginin ikinci halka arzı olumsuz etkilemesi nedeniyle gerçekleştiği ulaşılan bir başka sonuçtur.

Dunbar, Lian ile Shangguan ve Vasudevan çalışmalarında çekilen firmaların çekilme sonrası tekrar başarılı bir şekilde halka arz piyasasına geri dönemeyeceklerini savunmaktadırlar. Literatür incelendiğinde çekilen firmaların tekrar başarılı bir şekilde halka arz piyasasına dönebileceğini savunan çalışmalar da bulunmaktadır. Bu çalışmalarda firmaların çekilme sonrası gerçekleştirecekleri halka arzdaki başarılarını etkileyen faktörler ortaya çıkarılmıştır.

Çekilen firmaların çekilme sonrası başarılı bir şekilde tekrar halka arzını gerçekleştirebileceğini savunan çalışmalardan bir tanesi Dunbar ve Foerster tarafından 2008 yılında yapılmıştır. Dunbar ve Foerster bu çalışmalarında; çekilmiş halka arzların tekrar başarılı bir şekilde halka arz piyasasına geri dönmelerini sağlayan koşulları araştırmışlardır. İlk halka arzlarında girişim sermayesi desteği olan ve daha itibarlı aracı kuruluş ile çalışan firmaların çekilme sonrası yeniden halka arz başvurusunda bulunma ihtimalinin daha yüksek olduğu sonucuna

ulaşmışlardır. Ayrıca çekilme sonrası ve ikinci halka arz öncesi çalıştığı aracı kuruluşu değiştiren firmaların ikinci halka arz girişiminde daha başarılı oldukları da ulaşılan bir başka sonuçtur. Çekilen firmaların çekilme sonrası geleceğinin incelendiği bu çalışmada ulaşılan sonuçlardan bir tanesi de halka arz teklifinin çekilme ihtimali ve çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunma ihtimali üzerindeki etkisidir. Daha büyük miktardaki halka arz tekliflerinin belirsizliği arttırması nedeniyle çekilme ihtimalini arttırdığı ve çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunma ihtimalini azalttığı savunulmaktadır. Dunbar ve Foerster çekilme sonrası yeniden halka arz başvurusunda bulunma ihtimalinin bulunmasının çekilme kararı üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Buna göre; çekilme sonrası tekrar başarılı bir şekilde halka arz piyasasına dönme ihtimali bulunan firmaların genellikle ilk halka arzlarını iptal ettiği savunulmaktadır.

Çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunma ihtimalinin çekilme kararı üzerinde etkili olduğunu savunan çalışmalardan biri de Mikkelson ve Partch tarafından 1998 yılında gerçekleştirilmiştir. Mikkelson ve Partch firmaların yeniden halka arz başvurusunda bulunma ihtimali olup olmadığını araştırarak halka arzdan çekilmeye karar verdiğini savunmaktadırlar. Çekilme sonrası yeniden başarılı bir şekilde halka arzını gerçekleştirebilme ihtimali bulunan firmaların gerçekleştirdikleri ilk halka arzlarını geri çekme ihtimali çok yüksektir.

Çekilen firmaların başarılı bir şekilde tekrar halka arz piyasasına geri dönmesinde etkili olan faktörün aracı kuruluşun başarısı olduğunu savunan bir başka çalışmada Busaba, Benveniste ve Guo tarafından 2001 yılında yapılmıştır. Bu çalışmaya göre; başarılı bir aracı kuruluş ile gerçekleştirilen halka arzlarda çekilme seçeneği değerlidir. Çünkü geri çekilme seçeneği firmalara piyasa ekonomisi kötüye giderken halka arzını erteleme şansı tanır. Bu süreçte yer alan başarılı aracı kuruluş halka arzı geri çeker ve piyasa ekonomisi güçlüyken de tekrar halka arzını gerçekleştirir.

Çekilme sonrası gerçekleştirilen halka arzların başarısında en önemli faktörün aracı kuruluşun değiştirilmesi olduğunu savunan diğer çalışmalar; James tarafından 1992 yılında ve Dunbar ve Foerster tarafından 2004 yılında yapılan çalışmalardır. James 1992 yılında yaptığı çalışmasında çekilme sonrası çalıştığı aracı kuruluşu değiştiren firmaları incelemiş ve çekilme sonrası gerçekleştirilen halka arzlarda başarıyı

sağlayan en önemli faktörlerden birinin aracı kuruluşu değiştirme olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dunbar ve Foerster da 2004 yılında yaptıkları çalışmalarında çekilen firmaların başarılı bir şekilde halka arz piyasasına geri dönmelerini etkileyen faktörleri araştırmışlar ve en önemli faktörün çekilme sonrası ve başarılı halka arz öncesi aracı kuruluşu değiştirme olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Çekilmeden sonra ve başarılı halka arz öncesi aracı kuruluşun değiştirilmesini savunan çalışmalarda firmalar gerçekleştirdikleri ilk halka arzda yer alan aracı kuruluşun performansından memnun olmadıkları için bu değişime gitmektedirler. Bu çalışmalarda çekilen firmaların daha itibarlı ve başarılı aracı kuruluş ile gerçekleştirdikleri ikinci halka arz girişiminde başarılı olma ihtimallerinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Krigman, Shaw ve Womack 2001 yılında yaptıkları çalışmalarında bu görüşün tersi bir görüş savunmaktadırlar. Buna göre; çekilme sonrası ve başarılı halka arz öncesi aracı kuruluş değişiminde firmaların halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun performansından memnun olmamalarının çok az etkili olduğunu savunmaktadırlar. Krigman, Shaw ve Womack aracı kuruluşun değişiminde aracı kuruluşun performansından çok teklifin yanlış fiyatlandırılması, yetersiz hisse dağıtımı ve sınırlı piyasa faaliyetleri gibi faktörlerin daha etkili olduğunu savunmaktadırlar.

Firmaların çekilmeden sonra yeniden başarılı bir şekilde halka arz piyasasına dönmelerini etkileyen faktörleri inceleyen çalışmalardan bir diğeri de Clarke ve arkadaşları tarafından 2001 yılında yapılmıştır. Clarke ve arkadaşları bu çalışmalarında firmaların kullandıkları halka arz yöntemi ile çekilme sonrasında yeniden halka arza başvurma ihtimalleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Bu çalışmaya göre sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanan firmaların büyük çoğunluğunun çekilme sonrası yeniden başarılı bir şekilde halka arz piyasasına geri döndükleri deneysel olarak ispatlanmıştır.

Literatürde yapılmış çalışmalardan bazıları firmaların çekilme sonrası tekrar başarılı bir şekilde halka arz piyasasına geri dönebileceklerini savunurken bazıları da çekilmiş firmaların tekrar halka arz piyasasına başarılı bir şekilde dönemeyeceklerini ve çekilme seçeneğinin firmalar için olumsuz bir durum olduğunu savunmaktadır.

2.4.4. Halka Arz Yöntemleri

Şirketler halka arz yoluyla finansman sağlamaya karar verdikten sonra üç temel halka arz çeşidinden birini tercih edebilirler. SPK tebliğine göre şirketler üç şekilde halka arzını gerçekleştirebilir. Bunlardan birincisi; şirket hissedarlarının ellerinde hali hazırda bulunan hisse senetlerini satarak gerçekleştirebileceği halka arz iken ikincisi; şirketin sermaye artırımını sağlamak adına yeni hisse senedi çıkararak gerçekleştireceği halka arz ve üçüncüsü ise bu ikisinin birlikte gerçekleştirilmesidir.⁷⁷ Çekilme üzerine yapılan çalışmalarda firmaların kullandığı halka arz yöntemi ile firmaların çekilme ihtimali ve çekilmeden sonra tekrar halka arza başvurma ihtimalleri arasında anlamlı ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2.4.4.1. Mevcut Hisse Senetlerinin Halka Arzı

Anonim şirketlerde hissedarlar sahibi oldukları hisse senetlerini borsada ya da borsa dışındaki bir alanda halka arz edebilirler. Bu yöntemde şirket halka açık hale getirilmekte ve şirketin hissedarları yapmış oldukları yatırımlara likidite kazandırmaktadır. Mevcut hisse senetlerinin halka arzı yöntemi ile halka kapalı olan bir şirket halka açık hale getirilmekte ve şirketin ortaklığı artırılmaktadır.

Mevcut hisse senetlerinin halka arzında aranan şartlar; SPK tarafından 3 Nisan 2010 tarihli ve 27541 sayılı Resmi Gazete’ de yayımlanan Seri: I No: 40 sayılı ‘Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği’nde şu şekilde belirtilmiştir:

- Halka arz edilecek hisse senetlerinin bedellerinin tamamen ödenmiş olması şartı aranmaktadır. Bedelleri ödenmemiş hisse senetlerinin halka arzı gerçekleştirilemez.
- Hisse senetlerinin rehin veya teminat olarak verilmek şartıyla devir ya da tedavülünü sınırlayıcı kayıtların olmaması gerekir. Hisse senetleri hakkında pay sahibinin haklarını kullanmasını engelleyecek kısıtlamaların olması halinde mevcut hisse senetlerinin halka arzı gerçekleştirilemez.
- Sahip olunan hisse senetlerinin halka arzının gerçekleştirilebilmesi için SPK’nın şekil şartlarına uygun olması gerekmektedir.

⁷⁷ SPK, Seri I, No:40 Sayılı Tebliği, ‘Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar.’

2.4.4.2.Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz

Anonim şirketler sermayeleri yetersiz kaldığında fon arayışı içerisine girmektedirler. İhtiyaç duyulan fonlar ya yabancı kaynaklardan sağlanır ya da sermayeyi arttırma şeklinde temin edilebilir.

Sermaye artırımı yoluyla halka arz yönteminde şirkete yeni ortak girmez ve mevcut ortaklar arttırılan sermayeden hisseleri oranında pay alma hakkına sahip olurlar. Buna “rüçhan hakkı” denir.⁷⁸

Hisse senetlerin sermaye artırımı yoluyla halka arz edilmesi iki şekilde gerçekleştirilmektedir.⁷⁹

Şirket sermaye artırımına giderek satışa sunacağı yeni hisse senetlerinin bir kısmının veya tümünün rüçhan haklarını sınırlayarak borsada ya da borsa dışında satabilir veya sermaye artırımı ile elde edilen rüçhan hakları ortaklar tarafından kullanıldıktan sonra kalan hisse senetlerinin borsada veya borsa dışında halka arzı gerçekleştirilebilir.

SPK’ nın Seri: VII-128.1 Sayılı Tebliğinin 7. Maddesine göre ortaklıkların sermaye artırımı yoluyla halka arzını gerçekleştirebilmesi için aşağıdaki işlemleri yapması gerekmektedir:⁸⁰

- Şirket Yönetim Kurulu esas sözleşmesinin Kanunda belirtilen şartlara uyması amacıyla gereken değişimleri ve sermaye maddelerinin değişikliklerini ihtiva eden madde tadil tasarısı oluşturarak esas sözleşmeyi değiştirmek için SPK onayını alır.
- TTK hükümlerine göre genel kurul tarafından sermayede artışa gitmek ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasıyla ilgili kararlar alınır.

İki yöntem arasındaki farkı şu şekilde açıklamak mümkündür. Mevcut payların halka arzı sonucu sahip olunan hâsılat halka arzı gerçekleştiren işletmeye değil hisselerini satmış olan ortaklara ait olmaktadır. Sermaye artırımı yoluyla

⁷⁸ Karşlı, Muharrem. Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler. 4. Baskı, İrfan Yayıncılık, İstanbul, 1989, s.90.

⁷⁹ Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme, s.13, (Erişim tarihi: 25.06.2014)

⁸⁰ Borsa İstanbul, a.g.e. s.14.

gerçekleştirilen halka arz sonucu elde edilecek hâsılat ise hisse senedini ihraç eden şirketin kasasına girmektedir.⁸¹

Halka arzdan çekilme üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde firmaların kullandığı halka arz yönteminin de çekilme ihtimali üzerinde etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Clarke ve arkadaşları 2001 yılında yaptıkları çalışmada sermaye artırımını yoluyla halka arz yöntemini kullanan firmaların çekilmelerinin halka arzlarını geçici olarak ertelemek şeklinde olduğunu ve çekilmeden kısa süre sonra tekrar halka arz piyasasına geri döndüklerini deneysel olarak ispatlamışlardır.

2.4.4.3.Karma Yöntem

Sahip olunan payların ihracı ile birlikte sermaye artırımını yoluyla halka arz yöntemlerinin birlikte kullanılması karma yöntem olarak ifade edilmektedir. Bu noktada şirket ve ortaklar halka arz sonucu kazanç sağlayabilir. Uygulamada en çok kullanılan halka arz yöntemi; elde bulunan payların ihracı ve sermaye artırımını yoluna girerek halka arz yöntemlerinin birlikte kullanıldığı karma yöntemdir.

2.4.4.4.Yöntemler İle Halka Arz ve Halka Arzdan Çekilme İlişkisi

Finansman sağlamak için halka arzı tercih eden firmalar yukarıda bahsedilen üç halka arz yönteminden birini seçer. Firmaların kullandığı halka arz yöntemi ile çalışmanın temel konusu olan halka arzdan çekilme arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Literatürde yapılmış çalışmalar firmaların kullandıkları halka arz yöntemleri ile çekilme sonrası tekrar halka arza başvurma ihtimalleri arasında anlamlı bir ilişki olduğunu deneysel olarak kanıtlamıştır. Buna göre halka arz yöntemi olarak sermaye artırımını yoluyla halka arz yöntemini tercih eden firmaların diğer halka arz yöntemlerini tercih eden firmalara oranla çekilme sonrası tekrar halka arza başvurma ihtimallerinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2.4.5. Halka Arz Süreci

İşletme yönetimi halka arz ile finansman sağlamayı kendi işletmesi için uygun görmesi durumunda halka arz süreci başlamaktadır. Bu süreçte hem uygulamadan gerekmektedir.

⁸¹ Sayar, a.g.e. 2003, s.16.

Halka arz oldukça karmaşık bir süreç olmakla birlikte temelde üç aşamalı olarak kabul edilebilecek bir süreçtir. Bu aşamaları; halka arza hazırlık, halka arz ve halka açık şirket olmak başlıkları altında toplayabiliriz.⁸² Çalışmanın amacı firmaların halka arzdan çekilme sürecini değerlendirmek olduğundan bu bölümde, firmaların halka arz süreci ile halka arzdan çekilme süreci arasındaki ilişki de ayrıca değerlendirilecektir.

2.4.5.1.Halka Arza Hazırlık

Halka arza hazırlık süreci; işletmenin halka arza karar verdikten sonra halka arz öncesinde nasıl bir hazırlık içinde olması gerektiğini içermektedir.

Halka arz detaylı ve eksiksiz bir hazırlık aşamasını gerektirir. Başarılı bir halka arz geçiren şirketlerin çoğunluğu halka açık bir şirket olarak yükümlülüklerini yerine getirmek için gerekli altyapıyı oluşturmanın yanı sıra, uzun vadede kendisini rakiplerinden farklı ve yatırımcılar nezdinde cazip kılan unsurları da gözden geçirmek üzere halka arz öncesi gerekli hazırlıklara halka arzdan en az bir yıl önce başlamaktadır.⁸³

Halka arza hazırlık sürecinde yapılması gerekenler aşağıdaki başlıklar altında değerlendirilebilir:

- **Şirket İçi Çalışma Grubunun Oluşturulması**

Halka arza hazırlık sürecinde yapılacak ilk iş halka arzın koordinasyonunu sağlayacak bir çalışma grubunun oluşturulmasıdır.

Firmanın halka arzını gerçekleştirmesinde firma içi ve firma dışında sağlanması gereken şartlar bulunduğu için bu şartların koordinasyonundan sorumlu bir çalışma grubunun oluşturulması sürecin düzenli bir şekilde işlemesi açısından çok önemlidir. Çalışma grubu; orta düzey yöneticilerden, finans departmanında yetkili kişilerden ve halkla ilişkilerden görevli elemanlardan oluşmalıdır. Çalışma grubunca

⁸²Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 40.

⁸³Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 41.

Borsa İstanbul ve SPK'ya müracaat edilmeden önce yapılacak işlemler liste halinde hazırlanmalıdır.⁸⁴

- **Aracı Kuruluşun ve Danışmanların Seçimi**

Hisse senetlerini halka arz etmeye ve Borsa'da işlem görmeye karar veren bir firma en başta halka arz için yetkili bir aracı kuruluş seçmek durumundadır. Halka arza aracılık yetki belgesi bulunan halka arza yetkili aracı kuruluşların listesi Ek-1'de yer almaktadır.

Seçilecek aracı kuruluş, halka arza ilişkin yasal prosedürleri uygulama ve satışı gerçekleştirme işlevlerinin yanı sıra ihraççı ile yatırımcılar arasında ilişki kurabilmeli ve tüm konularda ihraççı şirkete danışmanlık hizmeti verebiliyor olmalıdır. Bu anlamda şirketin amaçları doğrultusunda aracılık yapacak doğru aracı kuruluşun seçilmesi halka arz süreci açısından önemli bir konudur.⁸⁵

Aracı kuruluşun yanında danışmanlık kuruluşlarından da hizmet alınması mümkündür. Seçilecek aracı kuruluş halka arz konusunda tecrübeli uzmanlara sahipse ve ihraççı şirkete danışmanlık hizmeti verebiliyorsa bu durumda ayrıca bir danışmanlık hizmeti alınmasına gerek yoktur.

Halka arzda; halka arzın boyutu ve hedeflenen yatırımcı kitlesi aracı kuruluşun seçiminde dikkate alınması gereken önemli faktörlerdendir. Halka arz tutarı belli bir tutarın üzerindeyse bu şekildeki halka arzlar birden fazla aracı kuruluş tarafından gerçekleştirilebilir. Bu şekilde daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşmak mümkündür. Bu aracı kuruluşlar topluluğuna "*konsorsiyum*" denmektedir. Söz konusu topluluğun başında yönetici aracı kurum bulunmaktadır. Yönetici aracı kurum; ihraççı tarafından seçilirken diğer konsorsiyum üyeleri ise; yönetici aracı kurum tarafından seçilmektedir.⁸⁶

Seçilecek olan aracı kuruluş ve varsa diğer danışman kuruluşlar; hisse senetlerinin halka arz edilmesi, Kurul kaydına alınması ve Borsa'da işlem görmesi için gerekli olan yasal prosedürlerin yerine getirilmesini, izah name, sirküler, ilanlar ile gerekli

⁸⁴ Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, s.6. (Erişim tarihi: 25.06.2014)

⁸⁵ Koç, İ. Özlem. a.g.e., 1998, s.31.

⁸⁶ Koç, İ. Özlem. a.g.e., 1998, s.32.

olan diğ er bilgi ve belgelerin hazırlanmasını ve gerekli tüm başvuruların yapılmasını sağlayacaktır. Aracı kuruluş bunun dışında aşağıdaki konularda da ihraççı şirkete danışmanlık verebiliyor olmalıdır:⁸⁷

- Organizasyon yapısında nasıl ve ne gibi değışiklikler/yapılandırmalar gerektiğı,
- Konsorsiyum oluşturulmasının gerekli olup olmadığı, gerekli ise hangi aracı kuruluşların konsorsiyumda yer almasının faydalı ve uygun olacağı,
- Halka açılma öncesinde ve sonrasında ihraççı şirket için gerekli olan organizasyonel yeniden yapılandırma süreci ve kurulması gereken yeni birimler,
- Şirket değerinin tespiti,
- Halka arzın zamanlaması,
- Halka arz oranının belirlenmesi,
- Ön talep toplamaya gerek olup olmadığı,
- Hangi talep toplama yönteminin uygulanacağı,
- Kesin satış fiyatının belirlenmesi,
- Fiyat istikrarı sağlayıcı işlem yapılıp yapılmayacağı

gibi konularda aracı kuruluş ve danışmanların görüş ve önerileri halka arzın başarısı için son derece önemlidir.

Halka arz için şirket aracı kuruluş ile bir aracılık yüklenim sözleşmesi imzalar. Yapılan anlaşmada aracı kurumların ve şirketlerin hak ve sorumlulukları ile halka arz yöntemi, yüklenimin ne şekilde yapılacağı, aracılık yüklenimi olup olmayacağı ve diğ er esaslı unsurlara yer verilir.⁸⁸

- **Finans Tablolarının Hazırlanması ve Bağımsız Denetim Şirketi Seçimi**

Halka arz için müracaat eden şirketler, finansal tablolarını Sermaye Piyasası Mevzuatına göre hazırlamalı aynı zamanda SPK tarafından yetkilendirilmiş bağımsız denetim şirketi tarafından kontrolden geçmelidir. SPK tarafından yetki

⁸⁷Güngör Akpınar, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 88.

⁸⁸ Altın, Hakan. İlk Halka Arzlar ve İlk Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Analizi, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D., Ankara, 2010, s. 53.

verilmiş olan denetim şirketleri arasından seçilen denetim şirketi ile ihraççı şirket arasında denetim sözleşmesi imzalanmalıdır. SPK tarafından yetkilendirilmiş denetim şirketlerinin listesi Ek-2’de yer almaktadır.⁸⁹

Yapılacak halka arzlarda halka arzın gerçekleşme dönemine göre izah namede yer alacak mali tablolar şu şekildedir:

Tablo 2.1. Halka Arzın Yapılacağı Tarihe Göre Bağımsız Denetimden Gececek Mali Tablolar

Halka Arzın Gerçekleşeceği Dönem	İzah namede Bulunacak Finansal Tablolar	Özel Bağımsız Kontrol Gececek Finansal Tablolar
1 Mart – 31 Mayıs	Son 3 yıllık finansal tablolar	Son 3 yıllık finansal tablolar
1 Haziran – 31 Temmuz	Son 3 yıllık ve 3 aylık ara dönem finansal tablolar	Son 3 yıllık finansal tablolar
1 Ağustos – 31 Ekim	Son 3 yıllık ve 6 aylık finansal tablolar	Son 3 yıllık ve 6 aylık finansal tablolar
1 Kasım – 30 Kasım	Son 3 yıllık ve 6 aylık ve/veya 9 aylık finansal tablolar	Son 3 yıllık ve 6 aylık veya 9 aylık finansal tablolar
1 Aralık – 28 Şubat	Son 3 yıllık ve 9 aylık finansal tablolar	Son 3 yıllık ve 9 aylık finansal tablolar

Bağımsız denetim; sermaye piyasasında kamuyu aydınlatma hedefine hizmet eden ve bazı özelliklerin varlığını zorunlu kılan bir süreçtir. Bağımsız denetim olgusu, sistemli bir çalışma ve karşılaştırma süreci olarak ifade edilebilir. Bağımsız denetim ile finansal tablolar hakkında önceden saptanmış ilkelere göre inceleme yapılarak görüş oluşturulmakta ve ilgili birimlere denetim sonuçları ulaştırılmaktadır.⁹⁰

Halka açılmak için Kurul’a yapılacak başvurunun yanı sıra Borsaya yapılacak başvuruda da finansal tabloların bağımsız denetimden geçmiş olma zorunluluğu

⁸⁹ Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme, s.6. (Erişim tarihi: 25.06.2014)

⁹⁰Sayar, a.g.e. 2003, s.40.

vardır. Ayrıca, bağımsız denetim sadece halka açılma sürecine ilişkin bir koşul değil, halka açıldıktan sonra da devam edecek bir zorunluluktur.⁹¹

Bağımsız denetim şirketinin seçiminde “*maliyet*” en önemli kriter olmamalıdır. Denetim şirketinin tecrübesi ve kredibilitesi halka arzın başarısında çok önemlidir. Özellikle daha önce denetim yaptırmamış şirketlerin denetim şirketinin seçimi konusunda maliyete göre hareket ettiklerini söylemek mümkündür. Halka arzda yasal yükümlülüğün yerine getirilmesinde SPK tarafından yetkilendirilmiş bir denetim şirketinin seçilmesi yeterli olmaktadır. Ancak halka arzın başarısı açısından maliyetten önce denetim şirketinin tecrübesine dikkat edilmesi gerekmektedir. Çünkü özellikle uluslararası kurumsal yatırımcılar bir şirketi ya da halka arzı incelemeye bağımsız denetim kuruluşunun kim olduğunu sorarak başlamaktadır.⁹²

- **Genel Kurur Kararı ve Esas Sözleşme Değişikliği**

Halka arzını gerçekleştiren şirketin yönetim kurulunca, ana sözleşmenin Sermaye Piyasası Kanunu amaçlarına, ilkelerine ve Kurul düzenlemelerine uyar duruma gelmesi amacıyla gereken değişikliklerin tümünü bulunduran madde tadil tasarılarının hazırlanması ve Kurul’a başvurulması gerekmektedir. Esas sözleşme değişikliği için Kurul’dan alınacak onay ile Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’na başvurularak izin alınması gerekmektedir.⁹³

Esas sözleşme değişikliği konusunda alınacak kararlarda aracı kuruluş önemli ölçüde yol gösterici olmaktadır.

Sermaye artırarak halka arz gerçekleştirilmesi halinde Türk Ticaret Kanunu (TTK) esaslarına uygun halde, genel kurul tarafından sermayenin arttırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılması ile ilgili hüküm alınır.⁹⁴

- **Fiyat Belirlenmesi**

Halka arz bedelinin saptanması halka arz sürecinde en mühim aşamalardan biridir. Halka arza aracılık eden aracı kurum, halka arzı gerçekleştiren firma ve kendisine

⁹¹ SPK, Seri: XI, No: 29, Madde 22.

⁹² Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 93.

⁹³ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 96.

⁹⁴ Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme, s.8.(Erişim tarihi: 25.06.2014)

tahsis edilen hisse senetlerini almayı bekleyen yatırımcı halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin fiyatlandırılmasında farklı beklentilere sahiptir. Halka arzı gerçekleştiren işletme, genelde en yüksek geliri gerçekleştirecek en yüksek fiyatı seçerken, buna karşın kendisine tahsis edilecek hisse senetlerini almayı bekleyen yatırımcı ise kısa vadede yüksek gelir elde edebilmek amacıyla büyük ölçüde daha düşük fiyatlanmış hisse senetlerini tercih etmektedir. Firma ile yatırımcı arasında köprü görevi gören aracı kuruma halka arz fiyatının belirlenmesi konusunda önemli görevler düşmektedir.⁹⁵ Halka arz fiyatı aracı kuruluş tarafından hesaplanmaktadır. Bu konuda Borsa İstanbul ve SPK herhangi bir müdahalede bulunmamaktadır.

Halka arz fiyatının belirlenmesinde birçok faktör etkilidir. Hisse senetlerinin fiyatları; makroekonomik faktörlerden, yatırım yapılacak sektörün içinde bulunduğu durumdan ve işletmenin mali performansından etkilenmektedir.⁹⁶ Makroekonomik gelişmelerin olumsuz olması durumunda hisse senetlerinin fiyatlarında bir yükselme meydana gelmeyebilir. Bunun yanında yatırım yapılacak sektörde yaşanan olumsuz durumlar, sıkıntılar da halka arz fiyatını olumsuz yönde etkilemektedir. İşletmenin borçlarını ödeyebilme kapasitesine sahip olması ve borç alacak dengesi gibi işletmenin mali performansını etkileyen faktörler de halka arz fiyatını etkilemektedir.

Halka arz fiyatının belirlenmesi aşamasında kullanılan çeşitli yöntemler vardır. Bu çalışmada piyasa değeri, defter değeri, tasfiye değeri, net aktif değeri, piyasa değeri defter değeri oranı, fiyat kazanç oranı, piyasa değeri net satışlar oranı ve indirgenmiş nakit akımları yöntemleri açıklanmıştır.

- **Piyasa Değeri Yöntemi**

Piyasa değeri yönteminde firmanın hisselerinin değeri; hisse senetlerinin piyasa koşullarına ve arz talep ilişkisine göre oluşan değerini ifade etmektedir.⁹⁷ Piyasada

⁹⁵ Küçükkocaoğlu, Gülay, Alagöz, Ayşe. İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi, 2005, <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisifixedvsbookturkce.pdf>, s.3, (Erişim tarihi: 06.07.2014)

⁹⁶ Uyar, Aydın. Hisse Senedi Yatırımcıları İçin Temel Analiz; Bilanço Okuma Teknikleri, Beta Yayınları, İstanbul, 2001, s.21.

⁹⁷ Çelik, Orhan. Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999, s.81.

yer alan istekli alıcı ve istekli satıcıların arz ve talebine göre oluşan piyasa değeri piyasa koşullarındaki değişimlere bağlı olarak değişiklik gösterir.

Bir firmanın piyasa değeri; firmanın mevcut hisse senetlerinin miktarı ile hisse senetlerinin fiyatının çarpımı sonucu elde edilir. Piyasa değeri yönteminin halka arz fiyatlandırmasında kullanılması birtakım zorluklar oluşturabilir. Bazı hisse senetlerinin işlem miktarının düşük olması nedeniyle, piyasada istekli alıcı ve satıcı arasında oluşan fiyat, hisse senedinin gerçek piyasa değerini yansıtmayabilir.⁹⁸

- **Defter Değeri Yöntemi**

Defter değeri; firmanın öz sermayesinin bilançodaki değerini ifade etmektedir. Firmaların defter değeri toplam varlıklarından toplam borçlarının çıkarılmasıyla hesaplanır. Kolay hesaplanan bir değer olmasına rağmen defter değeri işletmenin gerçek değerini yansıtmamaktadır.⁹⁹

Defter değeri, firmanın geçmişteki verileri üzerine yapılandırılan bir değer olup, firmanın gelecekteki durumuna ilişkin pek fazla bilgi verememektedir. Firmanın değerini ölçmede firmanın tarihi verilerini dikkate alan defter değeri yöntemi yeterli bir ölçü olarak görülmemektedir. Çünkü defter değerinin hesaplanmasında; varlıklarda firmaya alındığı tarihten itibaren meydana gelen artışı ve söz konusu varlıkların amortismanları hesaba katılmamaktadır. Bu nedenle hisse senetlerinin halka arz fiyatlarının hesaplanmasında enflasyon ve amortismanı dikkate alan yöntemlerin kullanılması gerçek fiyatların hesaplanması açısından önemlidir.¹⁰⁰

- **Tasfiye Değeri Yöntemi**

Tasfiye değeri; firmanın varlıklarının satışından beklenen geliri ifade etmektedir. Söz konusu değere bütün vergi ve harcamalar çıkarıldıktan sonra ulaşılır. Tasfiye değerinin defter değerinden en önemli farkı; tarihi verilere bağlı oluşan bir değer

⁹⁸ Koç, İ. Özlem. a.g.e., 1998, s.83.

⁹⁹ Turan Kurtaran, Ayten. Türkiye’de İlk Halka Arzların Fiyat Performanslarının Sektörler İtibariyle Karşılaştırmalı Analizi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D. Doktora Tezi, Trabzon, 2012, s.47.

¹⁰⁰Koç, İ. Özlem. a.g.e., 1998, s.81.

olmamasıdır. Çünkü varlıklarda enflasyona bağlı olan fiyat artışlarını da dikkate almaktadır.¹⁰¹

Kuramsal olarak firmanın piyasa değerinin tasfiye değerinden düşük olmaması gerekmektedir. Hisse senetlerinin piyasa değerinin, tasfiye değerinin altına düştüğü belirlenmiş ise; bu durumda firmayı likide ederek kazanç sağlama fırsatı doğacağından hisse senetlerine ilgi artacaktır.¹⁰²

- **Net Aktif Değeri Yöntemi**

Net aktif değeri; firmanın aktif ve pasiflerinin piyasa değerleri bulunarak hesaplanan değeridir. Firmanın toplam varlıklarından toplam borçları düşülerek hesaplanmaktadır.¹⁰³

Net aktif değeri ile tasfiye değeri yöntemleri birbirine benzerlik göstermektedir. Aralarındaki temel fark; tasfiye değerinde firmanın artık faaliyetlerini sürdüremeyeceği varsayımıyla sahip olduğu varlıkların tamamının tek elden çıkarılacağı düşünülür. Bu duruma karşılık net aktif değeri hesaplanırken; firmanın yeniden kurulsaydı yatırım miktarının ne kadar olacağı veya firmanın faaliyetlerini devam ettirmesi durumunda kullanım değerinin saptanması gibi düşüncelerle hareket edilmekte ve genelde firmanın tasfiye değeri net aktif değerinden daha fazla olmaktadır.¹⁰⁴

- **Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi**

Bu yöntemde firmanın pay senetleri için piyasada oluşan fiyat ile firmanın bilançodaki öz sermaye değeri oranlanarak pay senedi değerinin pay başına öz sermaye değerinden kaç kat fazla olduğu bulunur.

Firmanın iki oranı arasında belli bir katsayı saptamaya yönelik olan bu yöntemde, şirketin geçmişteki verilerinden veya aynı sektördeki başka şirketlerin verilerinden

¹⁰¹ Koç, İ. Özlem. a.g.e., 1998, s.82.

¹⁰² Sarıkamış, Cevat. Sermaye Pazarları. Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1995, s. 224.

¹⁰³ Akbulak, Sevinç. Akbulak, Yavuz. Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, Beta Basım, 1. Baskı, İstanbul, 2004, s.118.

¹⁰⁴ Turan Kurtaran, Ayten. a.g.e., Trabzon, 2012, s.49.

elde edilen firmanın piyasa değeri ile defter değeri arasındaki uygun katsayı tespit edilir.¹⁰⁵

Piyasa değerinin defter değerine oranlandığı bu yöntemin amacı, firmanın benzer firmalara göre defter değerinin kaç katına piyasa tarafından değerlendirildiğini tespit etmektir. Bu yöntemin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için değerlemesi yapılan firma ile karşılaştırma yapılan firmalar arasında sektör, varlık yapısı, uygulanan muhasebe politikaları ve öz sermaye karlılığı bakımından benzerlik olması gerekmektedir.¹⁰⁶

- **Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi**

Fiyat/Kazanç oranı, firmanın pay senedi fiyatının firmanın pay senedinden elde edeceği kazancın kaç katı olduğunu göstermektedir. Bir başka deyişle; firmanın her bir hissesi için hisse senedi fiyatı ile kazancını karşılaştıran bir orandır.

Halka açılacak olan bir firma fiyat/kazanç oranı belirlerken; içinde bulunduğu endüstri kolundaki veya benzer endüstri kollarındaki fiyat/kazanç oranlarını araştırmaktadır. Halka açılacak olan firma özellikle sermaye yapısı, gelirleri, üretim düzeyi gibi konularda benzeyen ve hisse senetleri aktif olarak işlem gören firmaların fiyat/kazanç oranlarını örnek almaktadır.¹⁰⁷

Fiyat/kazanç oranı; gelişmiş ve sermaye birikimi fazla olan ülkelerin sermaye piyasalarında yüksek iken, yeni kurulmuş sermaye piyasalarında ise genellikle düşüktür.¹⁰⁸

- **Piyasa Değeri/Net Satışlar Oranı Yöntemi**

Piyasa değeri/net satışlar oranı; firmanın hisse senetlerinin fiyatı ile brüt satışlarından satış indirimlerinin düşülmesi suretiyle hesaplanan net satışları arasındaki katsayıyı hesaplamaktadır.

¹⁰⁵ Chambers, Nurgül. Firma Değerlemesi. Avcı ol Basın Yayın Dağıtım, İstanbul, 2005, s.197.

¹⁰⁶ Yükseltürk, Osman. İşletmelerde Karı Yüksek Gösterme Yöntemleri ve Türkiye’de Hisse Senetlerinin Halka Arzı Öncesi Karı Yüksek Gösterme Eğilimleri. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D. Doktora Tezi, İstanbul, 2006, s. 49.

¹⁰⁷ Koç, İ. Özlem. a.g.e., 1998, s.92.

¹⁰⁸ Koç, İ. Özlem. a.g.e., 1998, s.93.

Piyasa değeri/net satışlar oranı yöntemiyle değerlendirilirken; hisse senetleri borsada işlem gören ve aynı sektörlerde bulunan firmaların piyasa fiyatlarından ve finansal verilerinden yararlanır.¹⁰⁹

- **İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi**

İndirgenmiş nakit akımları yöntemiyle değerlemede; gelecekteki nakit akışları değerlendirilir. Gelecekteki kazanılacağı öngörülen nakit akımlarının şimdiki değerine indirgenmesiyle firmanın asıl değeri hesaplanır. Bu yöntem ile değerlendirme paranın zaman değeri esasına dayanır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemiyle yapılan değerlendirme 3 aşamadan oluşmaktadır:¹¹⁰

- 1. İskonto Oranının Belirlenmesi:** İndirgenmiş nakit akımları yöntemiyle bir firmanın değerinin belirlenmesinde iskonto oranının uygun seçimi önem arz etmektedir. İskonto oranına karar verilirken; ilgili sektörün özelliklerinden, rakip firmaların sermaye maliyeti gibi öğelerden yararlanır. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde belirlenen bu iskonto oranı ile gelecek nakit akımları bugünkü değerine indirgenir.
- 2. Gelecekteki Nakit Akımlarının Tahmini:** Firmanın gelecekteki nakit akımları hakkında öngöründe bulunmak oldukça güç olup, bu öngörüler tam anlamıyla yapılamamaktadır. Gelecek dönemlerdeki nakit akımlarının tahmininde cari yıldaki nakit akımlarının yanı sıra geçmiş dönemlerdeki nakit akımları da incelenerek firmanın gelecek dönemlere ait nakit akımları tahmin edilmeye çalışılır.
- 3. Nakit Akımlarının Bugünkü Değerine İndirgenmesi:** Tahmin edilen nakit akımları, belirlenen iskonto oranına göre bugünkü değerine indirgenmektedir.

¹⁰⁹ Çavuşoğlu, Seda. Halka Arzların Başarısızlık Sebepleri: Coca-Cola İçecek A.Ş. Örnek Olay İncelemesi. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D. Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2008, s.57.

¹¹⁰Koç, İ. Özlem. a.g.e., 1998, s.95.

➤ **Başvuru İçin Gerekli Belgelerin Hazırlanması**

Halka arzını gerçekleştirecek firma veya halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluş halka arza hazırlık sürecinde SPK veya Borsa yetkilileri ile görüşmelere başlar ve gerekli belge ve prosedürler hakkında bilgi alır.

Halka arz başvurusunda gerekli belgeler; Sermaye Piyasası Kanunu'nun 5. Maddesinde bulunan hükme göre SPK tarafından belirlenmektedir. Halka arz başvurusu için gerekli belgeler firmalara ve faaliyet gösterdiği sektörler için farklılık göstermekte ve incelemeler sırasında Kurul, firmadan daha farklı belgeler de isteyebilmektedir. Başvuru sırasında sunulacak belgeler kaşeli ve imzalı olarak teslim edilmelidir.¹¹¹

Uygulanacak halka arzın çeşidine göre halka arz başvurusu için gerekli belgeler de farklılık göstermektedir. Buna göre Sermaye Piyasası Kanunu'nun Payların Kurul Kaydına Alınma ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre hali hazırdaki hisselerin satışı ve sermaye artırımını şeklinde gerçekleştirilen halka arzlar için gerekli olan belgeler aşağıdaki gibidir:

***Mevcut Payların Halka Arzı İçin Gerekli Olan Belgeler;*¹¹²**

- Tek metin olarak düzenlenmiş gerçek sözleşme,
- Tüzel kişi ortaklarına ait payların halka arzında, hissedarların yetkili organları tarafından alınmış hükmün noter tarafından onaylanmış nüshası,
- Halka arz edilecek payların saymaca tutar ve oranlarına ilişkin bilgiler,
- İzah name ve tasarruf sahipleri sirküleri
- Aracı kurumla yapılmış olan anlaşmanın nüshası,
- Geçmiş 3 yıla ait yıllık ve Tebliğde öngörülen ara dönemlerde oluşturulmuş finansal tablolar ve bağımsız denetimlerin raporları ile son 3 yıla ait faaliyetlerin raporları,
- Son 3 yıla ait kâr dağıtım tabloları,

¹¹¹ Altın, Hakan. İlk Halka Arzlar ve İlk Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Analizi. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D. Doktora Tezi, Ankara, 2010, s. 55.

¹¹²SPK, Seri I, No:40 sayılı tebliğ, 'Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği.', Ek-2.

- Halka arz edilecek paylarda, senetlerin devir ve tedavülünü sınırlayan ya da senet sahibinin hakkını kullanamamasına yol açacak kayıtlar bulunmadığını, bunun yanında paylar üzerindeki intifa hakkı durumunu belgeleyen konuya ilişkin ortaklıktan alınan bir yazı ile paylarını halka arz edecek ortakların bu konuya ilişkin yazılı beyanları,
- Halka arz edilecek paylardaki zilyetliğin bir rehin veya teminat işlemiyle alakalı olmadığı hususunda paylarını halka arz edecek ortakların konuya ilişkin yazılı beyanları,
- Satış bedelinin Borsa veya nominal değerine eşit olmadığı durumda fiyatı belirlemek üzere kullanılacak yöntem hakkında bilgi,
- Ek satış hakkının kullanımı talep edilmesi durumunda, ek satışa konu paya ilişkin beyanlar ve bilgiler ile birlikte ek satış gerçekleştirecek olan ortaklar ile aracı kuruluşlar arasında yapılmış sözleşmenin bir nüshası,
- Yönetim kurulu üyeleri ve yönetimde yetki sahibi personellerden alınmış, ilgili kişilere dair yüz kızartıcı suçlar nedeniyle alınmış cezai kovuşturma ve/veya hükümlülüğünün ve Şirket işlerine ilişkin taraf olunan dava konusu hukuki uyumsuzluk ve/veya kesinleşmiş hüküm olup olmadığına ilişkin beyanlar,
- Payları Borsa'da işlem görmeyen halka açık ortaklıkların halka arz edilecek pay senedi nüshası,
- Kurul tarafından istenen bunların dışındaki bilgi ve belgeler.

***Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz İçin Gerekli Olan Belgeler;*¹¹³**

- Tek metin halinde hazırlanmış esas sözleşme,
- Sermaye artırımına ilişkin yetkili organ hükmü,
- Sermaye artırımından kazanılacak fonun kullanım alanlarına ilişkin beyan,
- İç kaynaklardan sermaye artırımı yapılması halinde; iç kaynakların varlığına ve mevzuata göre geçerli olduğunu belgeleyen yeminli mali müşavir raporu,
- İzah name, yeni pay alma sirküleri ve tasarruf sahipleri sirküleri (Yeni pay alma haklarının tümüyle sınırlanması halinde yeni pay alma sirküleri istenmez),
- Raf kayıt sisteminde raf kayıt izah namesi ve pay bilgi notu,

¹¹³SPK, Seri I, No:40 sayılı tebliğ, Ek-3.

- Aracı kuruluşla yapılan sözleşme nüshası (Kurulca satışın aracı kuruluş vasıtası ile yapılması şart koşulmadığı takdirde, bu şart aranmaz.),
- Geçmiş 3 yıla dair yıllık ve Tebliğde belirtilen ara dönemlerde oluşturulmuş finansal tablolar ve bağımsız denetim raporları ile son 3 yıldaki faaliyetlerin raporları,
- Son 3 yıla ait kar dağıtım tabloları,
- Satış bedelinin Borsa veya nominal değerine eşit olmadığı durumda fiyatı belirlemek üzere kullanılacak yöntem hakkında bilgi,
- Pay bedellerinin yatırılması amacıyla açılan hesaba ilişkin, Bankanın bu durumu Kurula bildiren yazısı,
- Kurulun alakalı tebliğleri gereğince ilan mecburiyeti durumu varsa, yönetim kurulunca alınan kararların ilan edildiği T. Ticaret Sicil Gazetesi,
- Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından onaylanmış izin belgesi ile genel kurul toplantı tutanağı ve katılanlar listesi (Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklardan istenmez.),
- Artırılacak sermayeyi simgeleyen paylardan satılmayanların satış zamanının bitim tarihinden sonraki 3 iş günü içinde bedellerinin tümü ve nakden ödenerek satın alınacağını ortaklığa karşı taahhütte bulunmuş olan pay sahiplerinin veya aracı kuruluşların ortaklığa verdiği satın alma taahhütnamesi ve bir nüshası. Taahhütnameyi bir tüzel kişi vermişse, tüzel kişinin yetkili organının taahhüde dair kararı (Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklardan istenmez.),
- Halka kapalı ortaklıkların sermaye artırarak halka arzlarında, yönetim kurulu üyeleri ve yönetimde yetki sahibi personellerden alınmış, ilgili kişilere dair yüz kıırtıcı suçlar nedeniyle alınan cezai kovuşturma ve/veya hükümlülüğünün ve Şirket işlerine ilişkin taraf olunan dava konusu hukuki uyuşmazlık ve/veya kesinleşmiş hüküm olup olmadığına ilişkin beyanlar,
- Payları Borsa'da işlem görmeyen halka açık ortaklıkların halka arz edilecek pay senedi nüshası,
- Kurul tarafından istenen bunların dışındaki bilgi ve belgeler.

2.4.5.2.Halka Arz Süreci

Firma halka arz başvurusu için gerekli hazırlıkları tamamladıktan sonra halka arz süreci içerisine girmektedir. Halka arz sürecinde firmanın yapması gerekenler aşağıdaki başlıklar altında değerlendirilebilir:

➤ **İzah name, Raf Kayıt İzah namesi ve Sirkülerin /Pay Bilgi Notunun Hazırlanması**

Sermaye piyasası araçlarının halka arzı ya da borsada işlem görebilmesi için izah name hazırlanması ve hazırlanan bu izah namenin de SPK tarafından onaylanması gerekir.¹¹⁴

İzah namede; halka arz ve satışa dair esaslar, firmaya ilişkin bilgiler, firmanın finansal halini ortaya koyan mali tablolar, firmanın yüz yüze olduğu riskler ve firmanın faaliyetlerine ilişkin ayrıntılı bilgiler yer alır. Sirkülerde ise temel olarak halka arz ve satış esasları ve ortaklığın mali tabloları yer alır.¹¹⁵

Raf Kayıt izah namesi sistemi 2010’da geliştirilmiş bir sistem olup bu sistemden hisselerini ilk kez arz edecek firmalar, hisseleri Borsa’da işlem gören firmalar ve kayıtlı sermaye sisteminde olup hisseleri Borsa’da işlem görmeyen firmalar toplam meblağın önceden belirlenmesi için bir yıl içinde yaptıkları hisse ihraçlarında istifade edebilirler. Bu düzende, hisselerin Kurul kaydına alınması için müracaatta firmaya dair bilgilerin bulunduğu, kuralları Kurul tarafından belirlenmiş “raf kayıt izah namesi” düzenlenir. Bunun yanında firma Kurul kayıt tarihinden başlayarak bir yıl içinde gerçekleşen satışların tümü öncesinde standartları Kurul tarafından tanınan ve satılacak olan hisselerle dair bilgileri bulunduran “pay bilgi notunu” da kurulun onayına sunmalıdır.¹¹⁶

İzah name ve sirkülerin hazırlanması sürecinde aracı kuruluş ve halka arzını gerçekleştiren firmanın hukuk danışmanının işbirliği içinde olması hataların önlenmesi açısından önemlidir.

¹¹⁴ SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 28513 Sayılı Resmi Gazete, Madde 4.

¹¹⁵ Güler, Hüseyin. Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Yüklenicilik Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa A.B.D. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2010, s. 90.

¹¹⁶SPK, Seri I, No:40 sayılı tebliğ, Madde 10.

Halka arz sürecinde hazırlanacak izah name ve sirkülerin aşağıdaki özelliklere sahip olması zorunludur:¹¹⁷

- İzah name ve sirkülerin SPK tarafından belirlenen standartlara uygun olması gerekir.
- İzah name ve sirkülerin aracı kuruluş tarafından imzalanması gerekir.
- Denetlenen dönemler hakkındaki mali tabloların bağımsız denetim kuruluşlarınca onaylanması zorunludur.

➤ **Şirketin Tanıtım Faaliyetleri ve Roadshow'lar**

İhraççı firma halka arz başvurusu öncesi halka arzına ve hisse senetlerine olan talebi arttırmak için ve bunların yatırımcıya tanıtılması amacıyla çeşitli tanıtım faaliyetleri gerçekleştirir. Tanıtım faaliyetleri amacıyla yazılı basın, radyo ve televizyon reklamlarını kullanabilir.

Bu tanıtım faaliyetlerinin dışında, yurt dışı finans merkezlerinde yerleşik kurumsal yatırımcılar ile yüz yüze görüşmelere imkân veren ve “*roadshow*” olarak adlandırılan yurt dışı seyahatleri de düzenlenebilir. Yurt dışı finans merkezlerinde yerleşik yatırımcılar genellikle Londra, New York, Boston ve Frankfurt, Dubai ve Singapur’da yerleşiktir. Bir halka arz da roadshowun gerekli olup olmadığı, yapılacak kapsamının ne olacağı; halka arz tutarının büyüklüğüne, hedeflenen yatırımcı kitlesine ve küresel konjonktüre bağlıdır. Geleneksel yapıdaki firmalarda gerçekleştirilen halka arzlarda roadshow faaliyetleri gereksiz masraf olarak algılanmaktadır.¹¹⁸

Tüm bu tanıtım faaliyetleri ile yatırımcıların halka arz sürecinde halka arz edilen hisse senetleri konusunda bilgilendirilmesi amaçlanmaktadır.

İhraca ilişkin ilan, reklam ve açıklamalar yatırımcının bilgilendirilmesi amacını taşımasının yanında izah name ile tutarlı olmalıdır, gerçek olmayan, abartılmış ve yatırımcıyı yanıltacak bilgiler bulunmamalıdır.¹¹⁹

¹¹⁷SPK, Seri I, No:40 sayılı tebliğ, Madde 23.

¹¹⁸Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s.100.

¹¹⁹SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 28513 Sayılı Resmi Gazete, Madde 7.

➤ **Ön Talep Toplama**

Ön talep toplama; hisse senetlerinin Kurul kaydından önce, yatırımcı tarafın arza olan ilgisinin anlaşılması ve buna göre halka arz miktarının ve fiyatının belirlenmesi amacıyla aracı kuruluş tarafından gerçekleştirilir. Ön talep toplamanın gerçekleştirilebilmesi için, SPK tarafından “*Payların Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği’nde*” belirtilen aşağıdaki şartların sağlanması gerekir.¹²⁰

- Ön talep toplayabilmek için Kurul kaydına alınmak için müracaatta bulunmuş olması gerekmektedir.
- Ön talep toplama, duyuru ilanıya ya da ilan olmadan yapılabilmektedir.
- Ön talep toplama sürecinin neticesi kamuya açıklanamamakta ve reklam için kullanılamamaktadır.
- Ön talep toplama süreci en uzun 15 gün olabilmektedir.
- Ön talebin toplanacağı yerlerde, firmanın esas sözleşmesi, son üç yıla ait mali tabloları ve bağımsız denetim raporları ile faaliyet raporlarının yeterince miktarda bulundurulmalı ve isteyenlere karşılıksız verilmelidir.
- Ön talep toplanmaya başlanmadan en az bir iş günü önce, ön talep toplamaya başlama ve bitim tarihleri aracı kuruluş tarafından Kurul’a bildirilmelidir.
- Ön talep toplama sonuçları, ön talep toplama süresi bittikten sonraki iki işgünü içinde ve satış işlemine geçilmeden önce aracı kuruluş tarafından ilgili tebliğde bulunan forma uygun olarak kurula iletilmelidir.

➤ **SPK ve Borsa İstanbul’a Başvuru**

Firma halka arz için gerekli belgelerini hazırladıktan sonra kayda alınması için SPK’ya, ilgili pazarda işlem görmesi için de Borsa İstanbul’a başvuruda bulunur.

Hisselerini halka arz eden ihraççı firma/aracı kuruluş tebliğde belirlenen bilgi ve belgelerle hisse senetlerinin kaydının alınması talebiyle SPK’ya başvuruda bulunur. Hisse senetlerinin halka arzı SPK’nın olumlu görüşüne bağlı iken, hisse senetlerinin Borsa’da işlem görmesi Borsa Yönetim Kurulu’nun onayına bağlıdır. Halka açılmak

¹²⁰SPK, Seri I, No:40 sayılı tebliğ, Madde 14.

ve Borsa’da işlem görmek isteyen firmaların her iki kuruma da eş zamanlı olarak başvuruda bulunması ve bu kurumlardan olumlu görüş alması gerekmektedir.¹²¹

Borsa İstanbul’a ve SPK’ ya başvuruları firma yapabileceği gibi halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluş da başvuruyu gerçekleştirebilir.

➤ **Borsa İstanbul’un Başvuruları İncelemesi ve Kurul’a Görüş Göndermesi**

Firma gerekli bilgi ve belgelerle halka arz ve Borsa’da işlem görme başvurusunda bulunduktan sonra Borsa uzmanları ilgili firmanın merkezi ve faaliyet birimlerinde yerinde inceleme yapmaktadır. Borsa uzmanlarının yaptıkları incelemeler şirketin niteliklerine göre farklılık göstermektedir.

Uzmanlar genellikle şirketi aşağıdaki konular açısından incelemeye tabi tutmaktadırlar:¹²²

- Firmanın hammadde temini ve üretim süreçleri, tesisleri,
- Yurt içi ve yurt dışı satışları,
- Devam eden ve proje halindeki yatırımları,
- Yönetimi ve çalışanları,
- İştirak ve ortaklıkları, grup şirketleri ile ilişkileri,
- Varsa hukuki sorunları,
- Firma ve sektör hakkındaki genel bilgiler,
- Firmanın faaliyetleriyle ilgili sözleşmeleri, varsa alınması gereken izin, ruhsat ve raporları,
- Bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları ve bunların dipnotları Borsa uzmanları tarafından incelenmektedir.

Borsa uzmanları yaptıkları bu incelemeler sonucu ilgili firmanın hisse senetlerinin Borsa’da işlem görüp göremeyeceğine, işlem göreceği durumda hangi pazarda işlem göreceğine karar verirler ve görüşlerini oluşturdukları rapor ile Borsa Başkanlığı’na sunarlar. Borsanın görüşü ayrıca SPK’ ya da bildirilmektedir.

¹²¹ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s.101.

¹²² Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s.102.

➤ **SPK Tarafından Kayda Alma ve İzah namenin Onaylanması**

SPK firmanın yaptığı başvurunun halka arz edilecek hisselerle ilişkin mevzuata uygun olup olmadığını Borsa'nın da görüşünü dikkate alarak inceler ve uygun görülen hisseleri Kurul kayıt altına alır. Kurul'un hisse senetlerini kayda almasıyla birlikte halka arz izah namesi ve sirküleri de Kurul tarafından onaylanır. Kurul'un karar tarihinden itibaren 15 gün içinde kayıt altına alınmış hisselerin, satışı yapılacak payların ihraç değeriyle belirlenen ücreti Kurul tarafından ilan edilen hesaba yatırılır. Kurul'un kararını açıkladığı tarihten itibaren 15 gün içinde ücret ilgili hesaba yatırılmaz ise satışı yapılacak hisseler kayda alınmamış sayılır.¹²³

➤ **Satış Sürecinin Başlaması; İzah name ile Sirkülerin Tescil ve İlanı, Halka Arza İlişkin Yapılacak İlan ve Reklamlar**

Hisselerin Kurul kaydına alınmasından sonra satış süreci başlar. Bu süreçte öncelikle izah name ve sirkülerin tescili ve ilanı gerçekleştirilir.

Kurul kaydına alınma müracaatı esnasında Kurul'a sunulan taslak izah name Kurul'un internet sitesinden açıklanır. Taslak izah name ayrıca, Kurul'a başvuru günden başlayarak iki iş günü içerisinde firmanın internet sitesinden ve payları Borsa'da işlem görmekte firmalar için *Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)*' dan duyurulur. Hisse senetleri Kurul tarafından kayıt altına alınma işleminin ardından, Kurul tarafından onaylanmış izah name, kayıt belgesi tarihinden başlayarak 15 gün içerisinde ortaklığın kayıtlı olduğu Ticaret Sicili'ne tescil ve T. Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan ettirmek zorundadır.¹²⁴ İzah name ve sirkülerin ilanı şirketin internet sitesinde, KAP 'ta ve şirket tarafından belirlenen gazeteler de yapılmaktadır.

İzah namenin tescil ve ilanından sonra 60 gün içinde sirküler basın yolu ile yatırımcılara duyurularak hisse senetleri satışa sunulur. Hisse senetleri için talep toplama süresi en erken sirküler ilanından itibaren ikinci iş günü içinde başlatılabilir ve talep toplama süreci en kısa iki iş günü, en uzun 30 gün olarak belirlenir.¹²⁵

¹²³SPK, Seri I, No:40 sayılı tebliğ, Madde 16.

¹²⁴SPK, Seri I, No:40 sayılı tebliğ, Madde 17.

¹²⁵SPK, Seri I, No:40 sayılı tebliğ, Madde 19.

Halka arz maksadıyla düzenlenecek reklam ve tanıtım amacıyla ilanlarda bulunan bilgilerin, yanlış yanıltıcı, temelsiz, abartılı ya da eksik olmaması gerekmektedir. Diğer taraftan firmanın içinde bulunduğu koşullarla ilgili tasarruf sahiplerinde yanıltıcı ve yanlış düşünceler oluşturmamalıdır. Reklam ve tanıtım amacıyla ilanlarda bulunan bilgiler izah namede yer alan bilgilerle tutarlı olması şarttır.¹²⁶

➤ **Halka Arz ve Satış**

Kurul kaydına alınan hisse senetlerinin satışı üç şekilde gerçekleştirilebilir. Bunlardan birincisi talep toplama yoluyla satış, ikincisi talep toplamaksızın satış ve üçüncüsü de Borsa’da satış yöntemidir.

Talep toplama yoluyla satış yönteminde, satışa sunulan hisselerle yönelik yatırımcı talepleri toplanarak bu talepler önceden belirlenmiş usul ve esaslara göre değerlendirilir ve satışa sunulan hisseler talepler arasında dağıtım tabi tutularak satılır. Talep toplama yoluyla satış yönteminde hisse senetleri aracı kurumlar tarafından Borsa dışında halka arz edilmektedir.¹²⁷ Talep toplama yoluyla satış yöntemi; “*sabit fiyatla, fiyat teklifi alma yoluyla ve fiyat aralığı yoluyla*” talep toplama yöntemlerinden oluşmaktadır.

Talep toplamaksızın satış yönteminde; yatırımcıların hisse senetlerine olan talepleri toplanmadan doğrudan ihraççı ya da aracı kuruluş tarafından belirlenen fiyat üzerinden hisselerin halka arz yoluyla satışı gerçekleştirilir.

Borsa’da satış yönteminde; firmanın hisse senetleri Borsa İstanbul’un düzenlemeleri çerçevesinde Borsa’nın birincil piyasa olarak adlandırdığı pazarında satışa sunulmaktadır. Bu satış yöntemi daha çok yatırım ortaklıklarının halka arzlarında ya da tutarı yüksek olmayan halka arzlarında kullanılmaktadır.¹²⁸

➤ **Satış Sonuçlarının Kurul ve Borsa’ya Bildirilmesi ve Borsa’da İşlem Görme**

Kurul kaydına alınan hisse senetlerinin satışı yukarıda bahsedilen şekillerden biri ile gerçekleştirilmesinin akabinde aracı kuruluş halka arza dair satış sonuçlarını SPK’

¹²⁶ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s.105.

¹²⁷ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s.107.

¹²⁸ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s.111.

ya ve Borsa'ya iletir. Bu aşamadan sonra şirket hisselerinin borsa kotuna alınması ve işlem görmeye başlaması aşamasına geçilir.

Firmanın halka arz sonuçları Borsa tarafından incelenmesinin ardından Borsa Yönetim Kurulu firmanın hisse senetlerinin tedavül hacminin Borsa'da işlem görecek düzeyde olup olmadığına ve hangi pazarda işlem görebileceğine karar verir. Borsa Yönetim Kurulu'nun kararından sonraki aşamada izah name ve Borsa tarafından gerekliliği belirtilen diğer bilgiler Borsa Günlük Bülteni'nde duyurulur ve duyuru yapılmasından itibaren ikinci iş günü başlangıcıyla firmanın hisse senetleri ilgili pazarda işlem görmeye başlar.¹²⁹

➤ Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler

Hisse senetleri Borsa'da işlem görmekte olan firmaların hisse senetlerinin fiyatının halka arz fiyatının altına düşmesi durumunda halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluş fiyat düzenini sağlamak için alımda bulunabilir. Fiyat düzenini sağlayacak işlemlerin tümü, ilgili hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmeye başlamasının ardından en fazla 30 gün süreyle gerçekleştirilebilir.¹³⁰

Fiyat istikrarı sağlayıcı işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için halka arza ilişkin izah namede gerekli açıklamaların yapılmış olması gerekir.

2.4.5.3.Halka Açık Şirket Olmak

Firmaların yukarıdaki süreçleri tamamlayarak halka açık şirket statüsü kazandıktan sonra da bir takım yükümlülükleri vardır. Söz konusu yükümlülükler esas olarak mevzuatın getirdiği yükümlülükler olup SPK ve Borsa İstanbul düzenlemeleri bu yükümlülüklerin çatısını oluşturmaktadır. Halka açık Anonim Şirketlere yasal otorite tarafından getirilen yükümlülükleri; çalışmamın "Halka Arz ve Şirketler" bölümünde detaylı olarak açıkladım. O nedenle Halka açık Anonim Şirketlerin halka arz sonrası yükümlülüklerini genel olarak aşağıdaki başlıklar ile ifade edebiliriz:

- Temettü dağıtım yükümlülüğü,

¹²⁹ Altın, Hakan. a.g.e., Ankara, 2010, s. 63.

¹³⁰SPK, Seri I, No:40 sayılı tebliğ, Madde 21.

- Finansal tablo ve raporların düzenlenmesi, Kurul'a ve Borsa'ya iletilmesi,
- Bağımsız denetim yükümlülüğü,
- Finansal tabloların kamuya açıklanarak ilan edilmesi yükümlülüğü,
- Özel durumların açıklanması yükümlülüğü,
- Kurumsal yönetim ilkelerini oluşturma ve bununla ilgili uyum raporu hazırlama yükümlülüğü,
- Bilgilendirme politikası oluşturma yükümlülüğü,
- İlişkili taraflar ile yapılan işlemlerde değerlendirme yaptırma yükümlülüğü,
- Pay sahipleri ile ilişkiler birimi kurma yükümlülüğü,
- Esas sözleşme değişiklikleri için Kurul'dan onay alma yükümlülüğü.

2.4.5.4.Halka Arz Süreci İle Halka Arz ve Halka Arzdan Çekilme İlişkisi

İhtiyaç duyduğu finansmanı halka arz yöntemi ile karşılamak isteyen bir firmanın halka arz sürecini ve bu süreçte izlemesi gereken yol detaylı olarak bu bölümde anlatılmıştır. Bu çalışmanın amacı halka arza karar vermiş firmaların çekilme süreçlerini değerlendirmek olduğundan bu başlıkta, firmaların halka arz süreci ile halka arzdan çekilme süreci arasındaki ilişki yapılan analizler ışığında değerlendirilecektir. Firmaların halka arz süreci halka arzın başarısı üzerinde büyük bir etkiye sahiptir. Halka arza karar vermiş halka arz sürecindeki bazı firmaların bu süreçte başarısız olup çekilme kararı verdikleri görülmektedir. Çekilme kararı veren firmalar üzerine yaptığımız analizde halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarısının firmanın çekilme kararı ve çekilme sonrası gerçekleştirdiği halka arz başvurusundaki başarısında çok büyük bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun itibarlı ve tecrübeli olması firmanın halka arz sürecindeki başarısını arttırmaktadır. Daha itibarlı ve tecrübeli bir aracı kuruluşla çalışan firmaların halka arzdan çekildikten sonra daha başarılı bir şekilde halka arz piyasasına dönme ihtimalleri yüksektir. Firmalar halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun önemini bildiklerinden çekilme sonrası gerçekleştirecekleri halka arz öncesinde çalıştıkları aracı kuruluşu değiştirmekte ve daha itibarlı ve başarılı bir aracı kuruluş ile çalışmaya başlamaktadır.

Literatürde firmaların halka arzdan çekilme sürecini inceleyen çalışmalarda firmaların halka arzda kullandığı satış yönteminin de firmaların çekilme kararı ve çekilme sonrası tekrar halka arza başvurma ihtimalleri üzerinde etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ulaşılan sonuçların veri setini oluşturan firmalar üzerindeki geçerliliğini araştırmak amacıyla bu bölümde firmaların halka arzda kullandığı satış yöntemleri detaylı olarak anlatılarak ulaşılan analiz sonuçları açıklanmıştır.

2.4.6. Halka Arzda Satış Yöntemleri

Hisse senetlerini halka arz etmek isteyen firmalar SPK tarafından belirlenen satış yöntemlerinden kendisine en uygun olan satış yöntemini seçebilir. SPK, sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını kurullarla düzenleyerek, yatırımcının yanıtılmasını önlemeye çalışmaktadır.¹³¹Sermaye piyasası araçlarını halka arz etmeye karar veren firma halka arz sürecinde yer alacak aracı kurum ile aracılık sözleşmesini imzaladıktan sonra SPK tarafından belirlenen satış yöntemlerinden kendisi için en uygun olan satış yöntemine karar verir.

Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında kullanılacak satış yöntemlerini üç başlık altında sıralamak mümkündür.¹³²

2.4.6.1.Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi

Talep toplama yoluyla satış yöntemi; yatırımcıların halka arz ettikleri sermaye piyasası araçlarıyla ilgili taleplerin toplanarak bu taleplerin değerlendirilmesi sonucunda önceden belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde talep eden yatırımcılara satışını ifade eder.¹³³Tanımdan da anlaşıldığı gibi halka arzda talep toplama yoluyla satış yönteminde ilk olarak halka arz edilen sermaye piyasası araçlarına yönelik yatırımcıların talepleri toplanır ve talepler değerlendirildikten sonra en uygun olan yatırımcılara satış gerçekleştirilir.

Talep toplama yoluyla satış yönteminde, yatırımcıların sermaye piyasası aracıyla ilgili talepleri SPK tebliğinde yer alan talep formunun düzenlemesi suretiyle toplanır ve talep toplandıktan sonra satış işlemi sadece talepte bulunanlar arasında yapılır.

¹³¹ Koç, İ. Özlem. a.g.e., 1998, s.12.

¹³² SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 28691 Sayılı Resmi Gazete, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2), Madde 13-(1).

¹³³ SPK, a.g.e. Madde 14-(1).

Yatırımcılar istedikleri halde, talep formunda satın alınmak istenen sermaye piyasası aracının meblağına dair alt limit belirleyebilirler.¹³⁴

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında satışın talep toplama yoluyla olması halinde talep toplama süresi en kısa iki iş günü, en uzun üç iş günüdür. Satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına talep toplama süresi zarfında yeterince talep olması halinde dahi bu sürenin bitimine dek talep toplanmaya devam edilir.¹³⁵

Talep toplama ile fiyatlandırılan halka arzların satışında halka arzın zamanlaması çok önemlidir. Piyasa koşullarında ve firmanın piyasa değerinde değişkenliğin arttığı dönemlerde halka arz girişimi iniş ve çıkışlar yaşayabilir. Benveniste, Ljungqvist, Wilhelm ve Yu 2003 yılında yaptıkları çalışmalarında piyasa koşullarında ve firmanın piyasa değerinde değişkenliğin arttığı dönemlerde firmaların halka arzlarını geri çekerek talep toplama sürecinden yararlandıkları sonucuna ulaşmışlardır. Talep toplama yoluyla satış yönteminde halka arzın zamanlaması önemli olduğundan bu satış yönteminin, firmaların halka arzını geçici olarak ertelemesi şeklinde gerçekleşen çekilme ihtimalini arttırdığını söylemek mümkündür.

Talep toplama yoluyla satış yönteminin; sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi olarak talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi olmak üzere üç türü vardır.¹³⁶Talep toplama yoluyla satış yöntemini kullanmaya karar veren firma bu üç türden birini seçerek satışı gerçekleştirir.

2.4.6.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi

Sabit fiyatla talep toplama yönteminde satışa sunulan hisse senedi için ihraççı veya hisse sahibi sabit bir fiyat belirlemektedir. Söz konusu fiyata göre yatırımcılar istedikleri miktarı belirten talep formunu doldururlar ve istedikleri miktara ait bedeli sirkülerde ilan edilen banka şubesine yatırır. Talep toplama süreci en kısa iki iş günüdür ve sirkülerin ilanından başlayarak en kısa 3, en uzun 5 işgünü geçmesinden itibaren başlar.¹³⁷Sabit fiyatla talep toplama yönteminde öncelikle halka arzı

¹³⁴ SPK, a.g.e. Madde 14-(2).

¹³⁵ SPK, a.g.e. Madde 10-(8- b).

¹³⁶ SPK, a.g.e. Madde 14-(4).

¹³⁷ Koç, İ. Özlem. a.g.e., 1998, s.13.

gerçekleştiren firma tarafından hisse senetlerine ilişkin sabit bir fiyat belirlenir. Belirlenen sabit fiyat üzerinden istedikleri miktara karşılık gelen bedeli ödeyen yatırımcılara satış gerçekleştirilir.

Sabit fiyatla talep toplama yöntemi uygulanarak gerçekleştirilen halka arzlarda, talep formlarını toplayan aracı kuruluş, talep toplama sürecinin bitiminden itibaren halka arzı yapılacak olan payların yatırımcılar arasında dağıtılma işlemini aşağıda belirtilen şekillerde yapar:¹³⁸

- Talep toplama süresi sonunda hisse senetlerine olan talebin satışa sunulan payların tutarından az olması durumunda; Tüm talepler karşılanır.
- Taleplerin satışa sunulan pay tutarından fazla olması halinde; özellikli bir dağıtım yöntemi kullanılır. Bu dağıtım yöntemine göre; satışa sunulan toplam pay tutarı, talep eden yatırımcı adedine bölünerek hesaplanır ve bu sayede hesaplanan tutar ve altında kalan talepler karşılanır. Kalan tutar, talebinin tamamı sağlanamayan yatırımcı adedine bölündükten sonra benzer biçimde dağıtılır. Bu şekilde dağıtım işlemi satılmak istenen payların tümü dağıtıncaya dek devam eder.
- Dağıtım neticesinde meydana çıkan miktarlar, miktar hususunda bir alt limit belirlemiş olan yatırımcılar için kontrol edilir, oluşan miktarların bu alt limitin altında olması durumunda yatırımcının talebine göre listeden çıkarılır ve bu miktarlar yeniden dağıtılır.
- Dağıtım hesaplamaları sonucunda küsurat oluşması halinde, küsurat tam sayıya tamamlanarak talebi tümüyle karşılanmamış olan yatırımcılar arasında yönetim kurulu ve hissedar tarafından uygun görülen biçimde dağıtılır.
- Sabit fiyatla talep toplama yöntemi uygulanan halka arz işlemlerinde istendiği durumlarda; yatırımcı grubuna tahsis edilen toplam pay miktarının gruba gelmiş olan toplam talep miktarına bölünmesiyle arzın talebi karşılama oranının saptandığı oransal dağıtım sistemi de kullanılabilir. Saptanan bu oran yatırımcıların talepte buldukları tutar ile çarpılarak bulunan sonuca göre pay tahsis edilmesi suretiyle yatırımcılar arasında dağıtılır.

¹³⁸ SPK, Seri: VIII, No:66, Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği, Madde 14-(1).

Talep toplama sürecinin bitiminden itibaren 2 iş günü içinde aracı kuruluş bedeli bankaya yatıran ve hisse senedi alma isteminde bulunan yatırımcılara ait kimlikleri, talep ettikleri hisse senedi miktarlarını, varsa miktar alt sınırını, bankaya para yatırdıkları tarihi ve hisse senedinin yatırımcılar arasındaki dağılımını gösteren listeyi ihraççı veya hissedara vermektedir. İhraççı veya hissedar da belgelerini kendisine ulaşmasını izleyen 2 iş günü içerisinde dağıtım listesini onaylar.¹³⁹

2.4.6.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi

Fiyat teklifi olarak gerçekleştirilen halka arzlarda ihraççı veya hissedar asgari bir satış fiyatı belirler. Talep toplama süresi bu yöntemde de en az 2 iş günü olmakla birlikte sirkülerin ilan tarihinden sonra en kısa 3, en uzun 5 iş günü geçmesiyle başlar. Yatırımcılar ihraççı veya hissedar tarafından belirlenen asgari satış fiyatını baz alarak bu fiyatın üzerindeki fiyatlara ve istedikleri miktara ilişkin taleplerini talep formunu düzenleyerek bildirirler. Yatırımcılar istedikleri miktarlara ilişkin teklif verilen fiyat üzerinden hesaplanan bedeli sirkülerde belirtilen bankaya süresi içinde yatırmaları gerekmektedir.¹⁴⁰Fiyat teklifi olarak talep toplama yönteminin sabit fiyatla talep toplama yönteminden en önemli farkı burada halka arzını gerçekleştiren firma tarafından asgari satış fiyatı belirlenir ve asgari satış fiyatına göre talep toplama fiyatını belirleyen taraf ise yatırımcıdır. Sabit fiyatla talep toplama yönteminde ise halka arzı gerçekleştiren firma sabit bir fiyat belirler ve bu fiyat üzerinden talep toplama işlemi gerçekleştirilir.

Fiyat teklifi alınarak gerçekleştirilen halka arzlarda talep formlarını toplayan aracı kuruluş, talep toplama sürecinin bitiminde payların yatırımcılar içinde dağıtım işlemini şu esaslara göre gerçekleştirir:¹⁴¹

- Toplanan teklifler, en yüksek tekliften en az teklife doğru, her fiyat düzeyinde talep edilmiş olan miktarların ve birikimli miktarların gösterildiği tablo haline getirilir. Birikimli tabloya göre en fazla payın satıldığı fiyat, satış fiyatı olarak belirlenir. Payların dağıtım işleminde ise bu fiyatları karşılayan teklifler esas alınır.

¹³⁹ Koç, İ. Özlem. a.g.e., 1998, s.13.

¹⁴⁰ Koç, İ. Özlem. a.g.e., 1998, s.14.

¹⁴¹ SPK, Seri: VIII, No:66, Madde 15-(1).

- Belirlenmiş olan fiyat çerçevesinde talep edilmiş toplam payın satışa sunulan pay miktarından çok olması halinde, en yüksek fiyata sahip talepten başlanarak dağıtım gerçekleştirilir.
- Oluşan fiyat düzeyinde birden çok yatırımcının karşılanamayan talebi bulunması halinde, yatırımcılar içinde dağıtım işlemi talep miktarıyla orantılı olacak şekilde gerçekleştirilir.
- Dağıtım işlemi neticesinde oluşan miktarlar, miktar hususunda bir alt limit belirlemiş olan yatırımcılar için kontrol edilir, oluşan miktarların bu alt limitin altında olması durumunda yatırımcının talebine göre listeden çıkarılır ve bu miktarlar yeniden dağıtılır.
- Dağıtım hesaplamaları sonucunda küsurat oluşması halinde, küsurat tam sayıya tamamlanarak talebi tümüyle karşılanmamış olan yatırımcılar arasında ihraççı veya hissedar tarafından uygun görülen biçimde dağıtılır.

2.4.6.1.3. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi

Fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde satılmak istenen pay senetleri için bir taban ve tavan fiyatı belirlenir. Yatırımcıların talepleri bu fiyat aralığında toplanır. Talep toplama işlemleri, fiyat aralığında olmak suretiyle başka oran ya da fiyat adımlarında gerçekleştirilebilir. Fiyat aralığı ile talep toplama yoluyla satış yönteminde tavan fiyat, taban fiyatın %20 fazlasını aşmayacak şekilde belirlenir.¹⁴²Fiyat aralığı yoluyla talep toplamada diğer talep toplama yöntemlerinden farklı olarak alt ve üst fiyat belirlenerek bu fiyat aralığında talep toplanır.

Fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemiyle uygulanan halka arzlardaki dağıtım esasları sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle uygulanan halka arzlardaki dağıtım esasları ile aynıdır.

¹⁴² SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 28691 Sayılı Resmi Gazete, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2), Madde 14-(7).

Talep toplanarak gerçekleştirilen satış yöntemi kullanılan halka arzlarda, halka arz edilen paylara yeterli talebin gerçekleşmemesi halinde talep olmayan paylar için talep toplamaksızın satış yöntemine ait esaslar geçerlidir.¹⁴³

2.4.6.2.Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

Talep toplamaksızın satış yönteminde; yatırımcıların talepleri toplanmaksızın, satışa sunulan paylar ihraççı ya da aracı kurumca belirlenen fiyat üzerinden halka arz yolu ile satışa sunulur. Talep toplamaksızın satış yönteminde yatırımcılar arasında adaletsizlik oluşturmayacak bir yöntem uygulanması şarttır.¹⁴⁴Talep toplamaksızın satış yönteminde satış fiyatını belirleyen taraf; halka arzı gerçekleştiren firma veya halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluştur. Talep toplama yoluyla satış yönteminde satış fiyatının belirlenmesinde yatırımcı etkin role sahipken talep toplamaksızın satış yönteminde satış fiyatı halka arzını gerçekleştiren firma tarafından belirlenmektedir.

Talep toplamaksızın satış yöntemi; SPK tebliğine göre diğer satış yöntemlerini kullanma zorunluluğu olmayan ihraççılar tarafından ve talep toplama yoluyla satış yönteminin uygulandığı halka arzlarda paylara yeterli talebin olmadığı durumlarda uygulanır.

2.4.6.3.Borsada Satış Yöntemi

Borsada satış yöntemi, sermaye piyasası araçlarının Borsa'nın belirlemiş olduğu düzenleme sınırları içerisinde Borsada satışıdır. Şirketlerin paylarını Borsa'da halka arz edebilmesi için; halka arz tarihinden en az 20 iş günü önce borsaya müracaatta bulunulması ve müracaatın Borsa Yönetim Kurulu tarafından onaylanması ve duyurulması gerekir. Borsada halka arza, yönetim kurulunun kararından bir hafta sonra başlanabilir sirkülerde belirlenen süre içinde gerçekleştirilir.¹⁴⁵Borsada satış yönteminde talep toplama süreci bulunmamaktadır. Bu satış yönteminde sermaye piyasası araçlarının Borsa'da yer alan esaslara göre satışı gerçekleştirilir.

¹⁴³ SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 28691 Sayılı Resmi Gazete, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2), Madde 14-(9).

¹⁴⁴ SPK, a.g.e. Madde 15-(1).

¹⁴⁵ Turan Kurtaran, Ayten. Türkiye'de İlk Halka Arzların Fiyat Performanslarının Sektörler İtibariyle Karşılaştırmalı Analizi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Trabzon, 2012, s.44.

Borsada satış yönteminin daha çok menkul kıymet yatırım ortaklıklarının halka arzında ya da tutarı yüksek olmayan halka arzlarda kullanıldığını söylemek mümkündür. Borsada satış yönteminin de halka arza ilişkin kayda alma süreci açısından farklılık yoktur. Ancak önceden talep toplaması söz konusu olmadığından Borsada satış yöntemi ihraççıya zaman ve maliyet açısından daha uygun bir yöntem gibi görünebilir. Ancak arz tutarının düşük olduğu halka arzlar dışında Borsada satış yönteminin başarılı olma olasılığı düşüktür.¹⁴⁶

Bazı ihraççıların yasal durumlarına göre uymak zorunda oldukları satış yöntemleri vardır. Yasal durumlara göre uyulması gereken satış yöntemlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:¹⁴⁷

- Payları Borsa’da nominal değerinin üstünde işlem görmekte olan ortaklıkların yeni pay alma haklarının kullanılmasının ardından kalan payların satışında “Borsa’da Satış Yöntemini” kullanması gereklidir.
- Halka açık ortaklıkların sermaye artırımıyla halka arzlarında SPK tarafından belirlenmiş kalıplara uygun olarak hazırlanmış son yılın bilançosuna göre, paylarının defter değeri nominal değerinin en az iki katı olan ortaklıkların; son yıllık hesap dönemi içinde net dönem karı elde etmiş olmaları ve aktif toplamının 20 milyon TL’yi aşmış olmaları halinde “Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemlerinden” birisini kullanması zorunludur. Kurul gerekli görmesi halinde talep toplama yoluyla satış yöntemlerinden birisini kullanmaya mecbur edebilir ya da mecburiyeti kaldırabilir.

Firmaların halka arzda kullandığı satış yöntemlerini yukarıda detaylı olarak açıklanmıştır. Literatürde ulaşılan sonuçların veri setini oluşturan firmalar üzerindeki geçerliliğini değerlendirmek amacıyla veri setini oluşturan firmalara halka arzda kullandıkları satış yöntemi sorulmuştur. Alınan cevaplara göre yapılan analizlerde firmaların halka arzdan çekilme nedenleri ile halka arzda kullandığı satış yöntemleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre halka arzda satış yöntemi olarak fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemini kullanan firmaların halka arzın maliyetli olması ve daha cazip finansman kaynağı bulmaları

¹⁴⁶ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 111.

¹⁴⁷ SPK, a.g.e. Madde 17.

sebebiyle halka arzlarını geri çektiği, diğer satış yöntemlerini (sabit fiyatla talep toplama yöntemi, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi veya doğrudan halka satış yöntemi) kullanan firmaların ise borsadaki ve ekonomideki genel durum ve belirlenecek hisse senedi fiyatının gerçek değeri yansıtmayacağı endişesi nedeniyle halka arzlarını geri çektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Bu bölüme kadar firmaların finansman yöntemi olarak kullandığı halka arz ve süreçleri detaylı olarak anlatılmıştır. Bu bölümde ise halka arz sürecinde yer alan taraflar ve yükümlülükleri detaylı olarak anlatılacaktır.

2.4.7. Halka Arz ve Şirketler (Şirket Yükümlülükleri)

Halka açık ve hisse senetleri Borsada işlem gören şirketlerin birtakım yükümlülükleri vardır. Bu yükümlülüklerin bir kısmı şirket yöneticilerinin karşısına dönemsel olarak çıkarken bir kısmı da süreklilik gerektiren yükümlülüklerdir. Halka açık ve hisse senetleri Borsada işlem gören şirketlerin sorumlulukları esas olarak mevzuatın getirdiği yükümlülükler olup SPK ve Borsa İstanbul'un düzenlemeleri bu yükümlülüklerin çatısını oluşturmaktadır.

Bu yükümlülükler halka arzın şirketlere getirmiş olduğu yükümlülükler olup halka açık ve payları Borsada işlem gören şirketlerin yükümlülüklerini aşağıdaki başlıklar altında toplamak mümkündür:

2.4.7.1. Temettü Dağıtım Yükümlülüğü

Halka açık ve Borsada işlem gören şirketlerin SPK tarafından belirlenecek orandan az olmayacak şekilde temettü dağıtımları zorunludur. Kurul, ihraççıların türüne ve dağıtılabilir kâr tutarlarına göre temettü dağıtım zorunluluğunu kaldırabilir ya da erteleyebilir. Kurul temettünün dağıtımına ilişkin esasların belirlendiği tebliğ çerçevesinde her yıl Ocak ayı içerisinde, bir önceki yıla ait temettünün dağıtımına ilişkin kararlar vermektedir. Halka açık şirketler temettünün dağıtımına ilişkin tebliğ ile birlikte Kurul'un temettü kararını takip etmek zorundadır. Temettü dağıtımını hesap dönemi bitiminden itibaren mevcut hisselerin hepsine, bu hisselerin ihraç ve iktisap tarihleri göz önüne alınmadan dağıtım işlemi yapılır.¹⁴⁸Halka açık şirketlerin

¹⁴⁸ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 118.

temettü dağıtım zorunluluğu bulunmaktadır ve bu zorunluluk SPK tarafından kaldırılabilir ya da ertelenebilir.

Halka açık anonim şirketlerinin temettü dağıtma yükümlülükleri ve temettü dağıtımıyla ilgili kurallar Sermaye Piyasası Kanunu'nun "Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ" ile düzenlenmiştir.

➤ **Birinci Temettü Oranı ve Temettü Dağıtımı**

Temettü dağıtım zorunluluğu bulunan şirketlerin dağıtacakları temettü oranını birinci temettü tutarı şeklinde esas sözleşmesinde göstermesi zorunludur. Birinci temettü tutarı, şirketin hesap dönemindeki kârından kanunlarca belirlenmiş usullerle ayrılması gerekli olan yedek akçe, vergiler, fonlar ve geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir karının %20'sinden az olamaz.

Hisse senetleri Borsada işlem gören şirketler Kurul'un vereceği kararlara göre temettü; tamamıyla nakden dağıtım, tamamıyla hisse senedi olarak dağıtım, belirli oranda nakit belirli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma ve nakit veya hisse senedi olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma konusunda serbesttir.¹⁴⁹

Temettü dağıtımına karar veren halka açık şirketler ve hisseleri Borsada işlem gören şirketler; kâr dağıtım tablosu kılavuzunda bulunan tabloları da hazırlayarak kamuya duyurmalıdır. Kâr payının bedelsiz hisse olarak dağıtılmasına karar veren şirketler; bu hisselerin Kurul kaydına alınması için Kurula başvurmalı ve Borsa'da işlem görebilmesi için de Borsa İstanbul'a başvurmalıdır. Birinci temettü dağıtmama kararı alınan şirketler de bu tutarı hesaplayarak olağanüstü yedek akçelere eklemelidir.¹⁵⁰

¹⁴⁹ SPK, Seri: IV, No:27 Sayılı, Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ, Madde 5.

¹⁵⁰ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 119.

➤ Temettü Dağıtım Zamanı

Temettü dağıtımının şirketler tarafından hesap döneminin ardından beşinci ayın bitimine kadarki zamanda tamamlanması zorunludur. Temettünün sermayeye eklenmesi nedeniyle ihraç edilecek hisse senetlerinin kayıt altına alınması için başvuruların hesap döneminin ardından dördüncü ayın bitimine kadarki zamanda yapılması zorunludur.¹⁵¹

➤ Temettü Dağıtımında İmtiyaz

Temettü dağıtımında imtiyaz, dağıtılabılır kârın ilk temettünün dağıtımından sonra olan kısımlar için tanınabilir. Yasa gereği yedek olarak ayrılmış olması gereken yedek akçeler ayrılmadıkça, esas sözleşmede yer alan birinci temettü ve oydan yoksun hisse senedi pay sahipleri için belirlenen kâr payı dağıtılmadığı sürece;

- Başka yedek akçelerin ayrılmasına,
- Ertesi yıl için kâr aktarılmasına,
- Temettü dağıtımında imtiyazlı pay sahiplerine, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, çeşitli amaçlarla kurulmuş vakıflara

Kâr payı dağıtılmasına karar verilemez.¹⁵²

2.4.7.2. Finansal Tablo Düzenleme Zorunluluğu

Payları Borsada işlem gören şirketlerin ve halka açık şirketlerin yıllık ve ara dönem finansal tablolarını ile yıllık raporlarını Sermaye Piyasası Kanunu'nun "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümleri çerçevesinde hazırlamak zorundadırlar.

Söz konusu tebliğ hükümlerine göre finansal tabloların hazırlanmasında Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yayınlanan Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartları (TMS/TFRS) esas alınır.¹⁵³

¹⁵¹ SPK, Seri: IV, No:27, Madde 6.

¹⁵² SPK, Seri: IV, No:27, Madde 8.

¹⁵³ SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 28676 Sayılı Resmi Gazete, Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1), Madde 5.

Şirketler, ilgili tebliğe göre dipnotlarıyla beraber finansal durum tablosu, ayrıntılı gelir tablosu, nakit akış tablosu ve öz kaynak değişim tablolarını düzenlemekle yükümlüdürler.¹⁵⁴

İhraç ettiği sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören ortaklıklar, yatırım kuruluşları, yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları ve varlık kiralama şirketleri ilgili tebliğe göre 3,6 ve 9 aylık dönemler halinde ara dönem finansal raporları düzenleme yükümlülüğündedirler.¹⁵⁵

Şirketin yıllık ve ara dönem finansal raporlarının tebliğe uygun biçimde hazırlanmasından, sunumundan, gerçeğe uygun olduğundan ve doğruluğundan şirketin Yönetim Kurulu üyeleri yükümlüdür. Şirketin Yönetim Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkelerince seçilecek olan denetim komitesini, denetim komitesi olmaması halinde üyeleri arasından en az bir üyeyi finansal raporlamadan sorumlu olarak belirler. Ancak bu durum, Yönetim Kurulunun finansal raporların hazırlanması, sunulması ve gerçeğe uygunluğu hususundaki yükümlülüğünü ortadan kaldırmamaktadır.¹⁵⁶

2.4.7.3.Bağımsız Denetim Zorunluluğu

Bağımsız denetim; şirketlerin kamuya bildirilecek veya Kurul tarafından istenecek yıllık mali tablo ve diğer finansal bilgilerin, finansal raporlama şartlarına uygunluğu ve doğruluğu hususunda, makul güvence sağlayacak yeterli ve geçerli bağımsız denetim argümanlarının elde edilmesi için bağımsız denetim ilkelerinde belirlenen ve gerekliliği bulunan tüm tekniklerin uygulanıp, defter, kayıt ve belgeler üzerinden incelenip ve denetlenip rapora bağlanması anlamına gelmektedir. İnceleme (sınırlı bağımsız denetim) ise; ara dönem mali tabloların Kurul tarafından yayınlanan finansal raporlama kurallarına uygun biçimde hazırlanıp hazırlanmadıklarının, öncelikle bilgi toplama (soruşturma) ve analitik inceleme tekniklerinden

¹⁵⁴ SPK, a.g.e, Madde 4.

¹⁵⁵ SPK, a.g.e. Madde 7.

¹⁵⁶ SPK, a.g.e. Madde 9.

yararlanarak incelenmesi ve değerlendirilmesi yapılacak olan rapora bağlanmasıdır.¹⁵⁷

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 397. Maddesine istinaden Bakanlar Kurulu hükmüyle belirlenmiş işletmeler ve yatırım fonları ile varlık ve konut finansman fonları yıllık finansal raporlarını bağımsız denetime tabi tutmak zorundadır. Yatırım kuruluşları, yatırım fonları dışındaki kolektif yatırım kuruluşları, ipotek finansmanı kuruluşları ile sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer Pazar yerlerinde işlem gören anonim ortaklıklar altı aylık ara dönem finansal tablolarını denetime (sınırlı bağımsız denetime) tabi tutmak zorundadırlar.¹⁵⁸

Hisse senetleri menkul kıymet borsalarında ve/veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören şirketlerin Kurul düzenlemeleri kapsamında hazırlanmış olan ve kamuya açıklanması şart olan yıllık mali tabloları bağımsız denetime tabidir. Kurul tarafından yayınlanan finansal raporlama kurallarına dair düzenlemelerdeki özel hükümler gizli olmak şartıyla altı aylık ara dönem mali tablolar ise incelemeye (sınırlı bağımsız denetim) tabidir.

Bağımsız denetim kuruluşu şirket Yönetim Kurulu tarafından en çok yedi yıl için seçilir. Seçim en geç ilişkin hesap döneminin ilk üç ayında ve genel kurul toplantısı olmadan önce seçilir ve genel kurula sunulur. Daha sonrasında ise seçilmiş olan bağımsız denetim kuruluşu ile şirket yönetim kurulu arasında bağımsız denetim sözleşmesi imzalanır ve altı iş günü içerisinde Kurul'a gönderilir.¹⁵⁹

İşletmelerin finansal tablolarının bağımsız denetimini yapacak olan bağımsız denetim kuruluşları aşağıdaki niteliklere sahip olmalıdır:¹⁶⁰

- Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yetkilendirilmiş olmalıdır.
- Anonim şirket şeklinde kurulup, hisse senetleri nama yazılı olmalıdır.

¹⁵⁷ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 125.

¹⁵⁸ SPK, Seri: X, No: 22 Sayılı, Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ, Madde 5.

¹⁵⁹ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 125.

¹⁶⁰ SPK, Seri: X, No: 22 Sayılı, Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ, Madde 3.

- Sermayesi ve oy haklarının en az %51'nin sorumlu ortak baş denetçilere ait olmalıdır.
- Organizasyon, mekân, teknik donanım, belge ve kayıt düzeninin sermaye piyasasında bağımsız denetimini yürütecek seviyede olmalıdır.
- Bağımsız denetim kuruluşunun kalite kontrol sisteminin işleyişi ve gözetimiyle görevli Kalite Kontrol Güvence Komitesi'ne sahip olması gerekir.
- Bağımsız denetim kuruluşunun yasa gereği yaptırması zorunlu mesleki sorumluluk sigortasının asgari tutarının 200.000 TL'den az olmamak şartıyla bir önceki faaliyet döneminde bağımsız denetim faaliyetinden elde edilmiş olan gelirin iki katından az olmayacak şekilde belirlenmelidir.

2.4.7.4.Finansal Tabloları Kamuya Açıklama ve İlan Zorunluluğu

Yıllık ve ara dönem finansal raporların, finansal raporlama kuralları ve SPK tebliğine geçerli olarak hazırlanması, sunulması ve gerçeğe uygunluğu ile doğruluğundan işletmelerin Yönetim kurulu sorumludur. Yıllık ve ara dönem mali tabloların ilanı ve bildirim sırasında, belirtilen tablo ve raporların; şirket genel müdürü, mali tablo ve faaliyet raporlarının hazırlanmasıyla görevli bölüm başkanı veya bu görevi üstlenmiş görevli ile yönetim kurulunca bir iş bölümü yapılmış ise mali tabloların hazırlanmasından görevli yönetim kurulu üyesi tarafından aşağıdaki bilgilerin kamuya beyan edilmesi ve imzalanması gereklidir:¹⁶¹

- Finansal tablo ve faaliyet raporunun tarafınca incelendiği,
- İşletmedeki görev ve sorumluluk alanlarında sahip oldukları bilgiler çerçevesinde finansal tablo ve faaliyet raporunun hayati konularda gerçeği yansıtmayan bir açıklama veya kusurlu olmasından doğacak herhangi bir eksiklik içermediği,
- Yürürlükteki finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış finansal tabloların işletmenin aktifleri, pasifleri, finansal durumu ve kâr - zararı ile ilgili gerçeği dürüst bir biçimde yansıttığı ve faaliyet raporunun işin

¹⁶¹ SPK, Seri: XI, No: 29 Sayılı, Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği, Madde 9.

gelişimini, performansını ve işletmenin finansal durumunu, karşılaştığı önemli riskler ve belirsizliklerle birlikte dürüstçe yansıttığı

hususlarına yer verilerek kamuya beyan edilmesi zorunludur.

İlgili SPK hükmüne göre finansal tabloların ve bunlara ilişkin bağımsız denetim raporlarının kamuya açıklanma süreleri aşağıdaki gibidir.¹⁶²

Yıllık finansal tablolarda ve bunlarla alakalı bağımsız denetim raporlarında;

- Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğü bulunmuyorsa hesap döneminin bitimden sonraki on hafta,
- Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğü bulunuyorsa hesap döneminin bitiminden sonraki on dört hafta,

Ara dönem finansal tablolarda;

- Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğü olmadığı durumlarda, ilişkin ara dönemin bitiminden sonraki dört hafta,
- Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğü olduğu durumlarda, ilişkin ara dönemin bitiminden sonraki altı hafta içinde kamuya açıklanması zorunludur.

Borsa'da işlem gören şirketler ile aracı kurumlar tarafından kamuya yapılacak her türlü bildirim, açıklamanın, bilgi ve belgenin elektronik ortamda imzalanarak KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) sistemine gönderilmesi zorunludur.¹⁶³

Finansal tabloların sadece KAP sistemi üzerinden kamuya duyurulması esastır. İlgili SPK hükmünde açıklanan zorunlu haller dışında, hiçbir finansal tablo tele faks, posta, kurye vb. yöntemlerle kesinlikle Borsa'ya gönderilmeyecektir.¹⁶⁴

İşletmeler ilgili SPK hükmüne göre oluşturacakları yıllık finansal raporlarını her yıl olağan genel kurul toplantılarından sonraki 30 gün içerisinde Türkiye Ticaret Sicil

¹⁶² SPK, Seri: XI, No: 29, Madde 10.

¹⁶³ SPK, Seri: VIII, No: 61 Sayılı, Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak Kamuyu Aydınlatma Platformuna Gönderilmesine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Madde 1.

¹⁶⁴ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 128.

Gazetesi'nde yayınlamak yükümlülüğündedirler. Bu ilanın en geç yıllık hesap dönemi bittikten sonraki altıncı ayın sonunda yapılması zorunludur.¹⁶⁵

2.4.7.5.Özel Durumların Kamuya Açıklanması Yükümlülüğü

Borsa'da işlem gören sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırımcıların yatırım yargısına etki edebilecek ya da haklarını kullanmalarına ilişkin önemli olay ve gelişmelere yönelik özel durumların; tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük temellerinde devamını sürdürmek adına kamuya açıklanması gerekmektedir.¹⁶⁶

Özel durumlar, içsel bilgileri ve sürekli bilgileri meydana getiren olaylardan oluşmaktadır. İçsel bilgiler; sermaye piyasası aracının değerini ve yatırımcıların yatırım yargısına etki edebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgiler anlamına gelirken, sürekli bilgiler ise; içsel bilgi tanımı haricinde kalan ve ilgili Tebliğ hükümleri göz önünde bulundurularak açıklanması gereken bilgilerin tümüdür.¹⁶⁷

➤ Sürekli Bilgiler

Kamuya özel durum açıklaması gerektiren sürekli bilgi başlıkları aşağıdaki gibidir:¹⁶⁸

- Ortaklığın sermaye yapısına ve idari kontrolüne dair değişiklikler,
- Paya dayalı sermaye piyasası araçlarına dair duyuru yükümlülüğü,
- Ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi,
- Ortaklığın oy hakları ve sermaye tutarındaki değişimler,
- Ek bilgilerin açıklanması,
- Ortaklık haklarının kullanımına dair bilgilerin açıklanması,
- Borçlanma araçlarına ilişkin bildirim yükümlülüğü.

¹⁶⁵ SPK, Seri: XI, No: 29, Madde 15.

¹⁶⁶ SPK, Seri: VIII, No: 54 Sayılı, Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde 2.

¹⁶⁷ SPK, Seri: VIII, No: 54, Madde 4.

¹⁶⁸ SPK, Seri: VIII, No: 54, Madde 5.

➤ İçsel Bilgiler

İşletmeler tarafından içsel bilgiler ve bu bilgilerle alakalı açıklanmış konulardaki değişimler meydana geldiğinde kamuya özel durum açıklaması yapılması mecburidir.¹⁶⁹

Özel durum açıklaması gerektiren içsel bilgileri aşağıdaki başlıklar altında toplamak mümkündür.¹⁷⁰

- Ortaklığı dolaylı olarak ilgilendiren dışsal koşullar,
- Yönetim ve denetim pozisyonlarındaki değişimler,
- İdari ve adli takip,
- Önemli tutarlara tekabül eden olağandışı gelir ve kârlar,
- Birleşmeler ve devralmalar,
- Maddi duran varlıklar ile ilgili işlemler,
- Ortaklığın faaliyetlerine ilişkin değişimler,
- Ortaklığın mali yapısına ilişkin değişimler,
- Finansal duran varlıklara ilişkin değişimler,
- Diğer değişiklikler,
- Borçlanma araçlarına ilişkin bilgiler,
- Genel olarak kullanılan göstergeler,
- İdari kontrol değişimi.

Borsa'da işlem gören işletmeler tarafından yapılacak özel durum açıklamalarının da, aynı finansal tabloların kamuya açıklanmasında olduğu gibi KAP sistemi kullanılarak kamuya duyurulması zorunludur. İşletmeler özel durum açıklamalarını, en geç kamuya açıklama yaptığı günden sonraki ilk iş gününde internet sitelerinden duyurmak ve söz konusu açıklamalarını beş yıl boyunca internet sitelerinde bulundurmakla mükelleftirler.¹⁷¹

¹⁶⁹ SPK, Seri: VIII, No: 54, Madde 14.

¹⁷⁰ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 131.

¹⁷¹ SPK, Seri: VIII, No: 54, Madde 22.

2.4.7.6.Bilgilendirme Politikası Oluşturulması Zorunluluğu

Halka açık şirketler tarafınca kamunun aydınlatılmasına yönelik bir bilgilendirme politikası oluşturulması ve şirketin internet sitesi aracılığıyla kamuya duyurulması zorunludur.¹⁷²

Bilgilendirme politikasının kamuya açıklayacağı bilgileri aşağıdaki gibi sıralanabilir:¹⁷³

- Belirli bir grup yatırımcı ile yapılan tanıtım toplantıları, bilgilendirme toplantıları veya basın toplantılarında açıklanan sunum ve raporlara küçük yatırımcıların nasıl erişebileceği,
- Şirket ilişkin basın yayın organlarında veya internet sitelerinde yer alan bilgilerin ve söylemlerin takibinin nasıl yapılacağı,
- Basın yayın organlarında bahsi geçen fakat ilgili tebliğe göre özel durum açıklaması gerektirmeyen, haber ve söylentilere ilişkin olarak şirket tarafından açıklama yapılması istendiği takdirde, bu açıklamanın nasıl yapılacağı,
- Şirket tarafından idari sorumluluğu bulunan kişilerin belirlenmesinde kullanılan ölçütler,
- Özel durumlar kamuya açıklanana kadar, konu hakkındaki bilgilerin örtülü kalmasına yönelik alınacak önlemler.

2.4.7.7.Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu Hazırlama Zorunluluğu

SPK tarafından belirlenen Kurumsal Yönetim İlkelerinde bulunan ölçütlerin yerine getirilip getirilmemesi konusunda işletmeler serbest bırakılmıştır. Ancak bu ilkelerde bulunan prensipler uygulanmıyorsa uygulanmama nedenlerinin gerekçeli olarak açıklanması zorunludur. Kurumsal yönetim ilkeleriyle ilgili olarak “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibi geçerlidir. Bu ilkelerden bazıları tavsiye niteliğindedir. Tavsiye niteliğindeki ilkeler uygulanmadığı takdirde herhangi bir

¹⁷² SPK, Seri: VIII, No: 54, Madde 23.

¹⁷³ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.a., 2010, s. 137.

açıklama yapılmasına gerek yoktur. Borsada işlem gören şirketler, faaliyet raporlarında ve internet sitelerinde, Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporuna yer vermek zorundadırlar. Raporunda, Kurumsal Yönetim İlkelerinde bulunan prensiplerden işletme tarafından uyulan ve uyulmayanlar ile uyulmayan prensiplere ilişkin uyulmama gerekçeleri yer almalıdır.¹⁷⁴

2.4.7.8.İlişkili Taraflarla Yapılan İşlemlerde Değerleme Yaptırma Zorunluluğu

Borsa'da işlem gören şirketlerle ilgili taraflar içindeki varlık, hizmet veya yükümlülük transferleri işlemlerinde, her bir işlem tutarının, şirketin kamuya açıklanan son yıllık finansal tablolarında bulunan aktif toplamının veya brüt satışlar toplamının %10'una veya fazlasına ulaşacağı tahmin edilmesi durumunda, işlem öncesinde Kurul tarafından koşulları belirlenen kuruluşlarla işlemin değerlemesinin yapılması şarttır. İlgili taraf ile işlemlerin değerlendirmesini yapan kuruluş, işlem şartların adil ve makul olup olmadığını inceleyip görüşlerine raporunda yer vererek raporunu şirketin Yönetim Kuruluna sunar. Şirketin yönetim kurulu da bu raporu dikkate alarak ilgili taraf ile yapılacak işlemlerin gerçekleştirilip gerçekleştirilmeyeceğine karar verir.¹⁷⁵

2.4.7.9.Pay Sahipleri İle İlişkiler Birimi Kurma Zorunluluğu

Payları Borsa'da işlem görmekte olan şirketlerde, pay sahipliği haklarının kullanılması hususunda çalışmalarını yürüten, Yönetim Kuruluna raporlama yapan ve Yönetim Kurulu ile pay sahipleri arasındaki ilişkileri sağlayan 'Pay Sahipleri İle İlişkiler Birimi'nin oluşturulması zorunludur. Bu birimin başlıca görevlerini aşağıdaki gibi sıralanabilir:¹⁷⁶

- Pay sahiplerine ilişkin kayıtların sağlıklı, güvenli ve güncel olarak tutulmasını sağlamak,
- Şirket ile ilgili kamuya açıklanmamış, gizli ve ticari sır niteliğindeki bilgiler hariç olmak üzere, pay sahiplerinin şirket ile ilgili yazılı bilgi taleplerini yanıtlamak,

¹⁷⁴ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 142.

¹⁷⁵ SPK, Seri: IV, No: 41, Madde 4.

¹⁷⁶ SPK, Seri: IV, No: 41, Madde 7.

- Genel Kurul toplantısının yürürlükteki mevzuata, esas sözleşmeye ve diğer şirket içi düzenlemelere uygun olarak yapılmasını sağlamak,
- Genel Kurul toplantısında pay sahiplerinin yararlanabileceği dökümanları hazırlamak,
- Oylama sonuçlarının kaydının tutulması ve sonuçlarla ilgili raporların pay sahiplerine yollanmasını sağlamak,
- Mevzuat ve şirketin bilgilendirme politikası dâhil, kamuyu aydınlatma ile ilgili her türlü hususu gözetmek ve izlemek.

2.4.7.10. Esas Sözleşme Değişiklikleri İçin Kurul'dan Onay Alma Yükümlülüğü

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 11. Maddesinin son fıkrası hükmü uyarınca halka açık anonim şirketlerin esas sözleşmelerinin değiştirilmesi için Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na başvurmadan önce Kurul'un uygun görüşünü almaları zorunludur.

2.4.8. Halka Arzda Aracı Kuruluşun Rolü

İlk defa halka açılacak veya paylarını halka arz edecek şirketlerin halka arza karar aşamasından sonra yapmaları gereken önemli faaliyetlerden biri de aracı kuruluşun seçimidir.

Aracı kuruluş 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda; sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirleri alıp ileten, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirleri müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştiren, sermaye piyasası araçlarının alım satımını kendi hesabına gerçekleştiren ve sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak veya yüklenimde bulunmaksızın satışına aracılık eden, SPK tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşu olarak tanımlanmaktadır.¹⁷⁷Tanımdan da anlaşıldığı üzere aracı kuruluş halka arz sürecinde sermaye piyasası araçlarının alım satımını şirket adına gerçekleştiren ve SPK tarafından yetkilendirilmiş kuruluşlardır.

¹⁷⁷ SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 30.12.2012 Tarih ve 28513 Sayılı Resmi Gazete, Madde 3-(a).

Şirket halka arza aracılık edecek aracı kuruluşu seçerken kendi amacını göz önünde bulundurmalı ve şirket ile yatırımcılar arasındaki ilişkileri düzenleyecek, payların satışını gerçekleştirecek ve şirketin amaçları doğrultusunda aracılık yapacak doğru aracı kuruluşun seçimi gerekmektedir.¹⁷⁸ Şirket adına faaliyette bulunan aracı kuruluşun seçimi çok önemlidir. Şirketin amaçları doğrultusunda hareket edecek ve şirket ile yatırımcılar arasındaki ilişkileri düzenleyerek sermaye piyasası araçlarının alım-satımını gerçekleştirecek doğru aracı kuruluşun seçilmesi şirketin halka arz sürecindeki başarısını etkilemektedir.

Halka arza aracılık faaliyeti SPK kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışına aracılık yapılmasını ifade eder. Halka arza aracılık eden aracı kuruluşun yükümlülükleri şu şekilde sıralanabilir.¹⁷⁹

- Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesi ile ilgili olarak ihraççı ve/veya hissedar ile birlikte ihraç fiyatının, miktarının ve halka arz sürecinin belirlenmesine yönelik çalışmaların yapılması.
- İzah name ve kayıt başvurusu için sunulacak bilgi ve belgelerin hazırlanması ve kurula başvuruda bulunulması.
- Belgelerde yer alacak bilgilerin doğruluğunun sağlanmasını teminen her türlü danışmanlık hizmetinden yararlanılması.
- Konsorsiyum oluşturulması.
- Gişe hizmetleri vermek üzere bir satış grubu oluşturulması.
- Talep toplanması ve halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satışına ve tanıtımına yönelik olarak yurt içi ve yurt dışı organizasyonlar düzenlenmesi.
- Satışın organize edilmesi.
- Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesi planlanan şirketle ilgili olarak mali ve ekonomik tahliller ile pazar araştırmalarının yapılması.
- Aracılık faaliyetinde bulunulan şirketin mali tablolarının sermaye piyasası mevzuatına uygunluğunun sağlanması.

¹⁷⁸ Aydın, Ali Dursun. Spor Kulüplerinin Halka Açılmasının Finansal Yapıları Üzerine Etkileri, Gazi Üniversitesi, Sağlık Bilimleri Enstitüsü, Beden Eğitimi ve Spor A.B.D. Doktora Tezi, Ankara, 2005, s.53.

¹⁷⁹ SPK, Seri: V, No:46, Madde 38.

- Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde gerekli esas sözleşme değişikliklerinin yapılması.
- Kamuoyuna açıklanacak bilgi ve dokümanların belirlenmesi yönündeki çalışmaların yapılması.

Şirket halka arz sürecinde yer almasını istediği aracı kuruluşa karar verdikten sonra halka arza aracılık faaliyetinin, halka arzı gerçekleştiren şirket ile aracı kuruluş arasında imzalanacak bir “aracılık sözleşmesine” bağlanması şarttır. Bu sözleşmenin tarafları halka arzını gerçekleştiren şirket ve SPK tarafınca görevlendirilmiş aracı kuruluşlar olup, halka arza görevli aracı kuruluşların listesi Ek-1’de yer almaktadır. Aracılık sözleşmesi tek bir aracı kuruluşla olabileceği gibi birden çok aracı kuruluşun oluşturduğu konsorsiyum biçiminde de yapılabilmektedir. Bu durumda bir veya birden fazla lider aracı kuruluş bulunacaktır.¹⁸⁰

Aracılık sözleşmesinde yer alması gereken hususlar SPK tarafından belirlenir. Sözleşmede aracılardan ve şirketlerin hak ve sorumluluklarının yanında aracılık yüklenimi olup olmaması durumu, yüklenimin nasıl yapılacağı, halka arz yöntemi ve diğer önemli konulardan bahsedilir.

Halka arza aracılık eden aracı kuruluşun faaliyet esaslarını ise şu şekilde sıralanabilir.¹⁸¹

- Halka arza aracılık işlemlerini; izah namede, sirkülerde (duyuruda), ilan ve reklamlarda, aracılık sözleşmesinde belirlenen esaslar çerçevesinde yürütürler.
- Aracılık komisyonu dışında, kendilerine veya üçüncü şahıslara menfaat sağlanmasına imkân tanıyacak tasarruflarda bulunamazlar.
- Sermaye piyasası araçlarının halka arzı ile ilgili olarak, ilgili mevzuat ve belirlenen yükümlülüklerle aykırı işlem ve faaliyetlerde bulunamazlar.
- Sermaye piyasası aracının halka arzı ile ilgili olarak, ihraççı ve/veya hissedar hakkında detaylı ve dikkatli inceleme yapma konusunda en iyi gayreti gösterirler.

¹⁸⁰ <http://borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz/pay-piyasasi/halka-arza-hazirlik> (Erişim tarihi: 30.06.2014)

¹⁸¹ SPK, Seri: V, No:46, Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Madde 40.

- Halka arz fiyatının sermaye piyasası aracının gerçek değerini en doğru şekilde göstermesi yönünde azami özeni gösterirler.
- Halka arz sürecinde kamuya açıklanmamış bilgilerin kurum dışına ve kurum içinde farklı birimlere geçmesini engellerler.
- Aracı kurumların halka arza aracılık faaliyetleri esnasında yüklenebilecekleri taahhütlerin tutarı, Kurul'un sermaye yeterliliği düzenlemeleri uyarınca belirlenecek sınırı aşamaz.

Aracı kuruluşlar halka arzlarda aşağıdaki yöntemlerden birini kullanarak aracılık ederler:¹⁸²

- 1) En İyi Gayret Aracılığı
- 2) Aracılık Yüklenimi

En iyi gayret aracılığı; SPK tarafından kayda alınacak sermaye piyasası araçlarının, izah namede belirtilen satış sürecinde satılmasını, satışı gerçekleşmeyen kısmınınsa satışı gerçekleştiren tarafa iade edilmesini ya da daha önceden satın almayı taahhüt etmiş olan üçüncü kişilere satılmasını açıklar.

Aracılık yükleniminde ise aracı kuruluş SPK kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının tümünün satılacağını halka arzı gerçekleştiren şirkete taahhüt eder.

Aracılık yükleniminin ise türleri vardır:

- a) Bakiyeyi Yüklenim: SPK kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılması ve satılmayan kısmının ise tümünün bedelinin aracı kuruluş tarafından tam ve nakden ödenerek aracı kuruluş tarafından satın alınmasıdır.
- b) Tümünü Yüklenim: SPK kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının bedelinin satış başlamadan önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasının aracı kuruluş tarafından şirkete taahhüt edilmesidir.
- c) Kısmen Bakiyeyi Yüklenim veya Kısmen Tam Satış Yüklenimi: SPK kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılmasının ve

¹⁸² SPK, Seri: V, No:46, Madde 38.

satılmayan kısmının bir kısmının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının (Kısmen Bakiyeyi Yüklenim)veya bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödemek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasının (Kısmen Tam Satış Yüklenimi) aracı kuruluş tarafından şirkete taahhüt edilmesidir.

En iyi gayret aracılığı yönteminde aracı kuruluş şirketin hisse senetlerinin tümünü satmak için çaba sarf eder ancak satılmayan kısmını satın alma mecburiyeti yoktur. Aracı kuruluş hisse senetlerinin satılmayan kısmını şirkete iade edebilme hakkına sahiptir. Ancak aracılık yüklenimi yönteminde aracı kuruluşun şirketin hisse senetlerinin tamamını satma ya da satılmayan kısmının bedelini ödemek suretiyle satın alma mecburiyeti vardır.

Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklığın halka arz edilecek paylarının piyasa değerinin;

- Yirmi milyon TL'nin altında olması durumunda satılmayan payların tamamı için,
- Yirmi milyon TL ile kırk milyon TL arasında olması durumunda ise, satılmayan payların yirmi milyona kadar olan kısmının tamamı, aşan kısmının ise yarısı için

Halka arzda aracılık edecek aracı kurum tarafından halka arz fiyatı üzerinden bu payların satın alınacağına ilişkin olarak şirkete karşı yüklenimde bulunması gerekmektedir. Halka arz edilecek payların piyasa değerinin kırk milyon TL'nin üzerinde olması durumunda aracı kurumun şirkete karşı yüklenimde bulunma zorunluluğu yoktur.¹⁸³

Türkiye'de firmaların kullandıkları halka arz yöntemi üzerine yapılan bir çalışmada Türkiye'de halka arzda satış yöntemi olarak en çok tercih edilen yöntemin "en iyi gayret aracılığı" yöntemi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aynı çalışmada satış yöntemleri maliyet açısından da değerlendirilmiş ve maliyet açısından en riskli olan

¹⁸³ SPK,6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 28691 Sayılı Resmi Gazete, Pay Tebliği (VII-128.1), Madde 5- (5).

yöntemin “tümünü yüklenim”, en az riskli yöntemin ise “bakiyeyi yüklenim” olduğu sonucuna ulaşılmıştır.¹⁸⁴

Halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluş firmanın halka arz sürecindeki başarısını önemli ölçüde etkilemektedir. Bir aracı kuruluşunu desteğiyle başlayan halka arz sürecinde bazı firmaların çekilme durumlarıyla karşılaşılmaktadır. Halka arzdan çekilme üzerine yapılmış çalışmalar incelendiğinde halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun halka arzın başarısı ve firmaların halka arzdan çekilme ihtimali üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Halka arzdan çekilme üzerine Bates ve Dunbar’ın 2002 yılında yaptıkları çalışmada halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun önemi vurgulanmış ve Pazar payı yüksek ve daha itibarlı bir aracı kuruluş ile çalışan firmaların halka arzdan çekilme ihtimalinin daha düşük olduğu sonucuna varılmıştır. Halka arzdan çekilme üzerine yapılan bir başka çalışmada ise; halka arzdan çekilen firmaların tekrar başarılı bir şekilde halka arz piyasasına dönmelerinde etkili olan en önemli faktörün aracı kuruluşun değişimi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dunbar ve Foerster 2004 yılında yaptıkları çalışmalarında halka arzdan çekilen firmanın çekilme sonrası ve başarılı halka arz öncesi çalıştığı aracı kuruluşu değiştirdiğini vurgulamaktadır. Crowin ve Schultz ise 2005 yılında yaptıkları çalışmalarında halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun önceki aracılık faaliyetlerinin sayısının ve bu faaliyetlerindeki başarısının halka arzın başarısını etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Yapılan çalışmalara göre halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun firmanın halka arzdaki başarısını ve halka arzdan çekilme ihtimalini etkileyen önemli bir faktör olduğunu söylemek mümkündür.

2.4.9. Halka Arz ve Yatırımcılar

Tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendiren tüm yatırımcıların beklentisi yaptıkları yatırımın getirisini maksimize etmektir. Bu getiri hisse senedi fiyatlarındaki artış ve temettü gelirleri bileşiminden oluşmaktadır. Yatırımcılar açısından pek çok yatırım fırsatları arasından doğru yönetilen, büyüme ve kârlılık potansiyeli yüksek olan, olası riskleri gözlemleyip yönetebilen şirketleri seçmek

¹⁸⁴ Düzakın Gereklioğlu, Hatice. Türkiye’de Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Halka İlk Arz İle İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi, Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü Muhasebe Finansman A.B.D. Adana, 1998, s.206.

yatırımları açısından çok önemli olmakla birlikte çok da kolay verilebilecek bir karar değildir. İşte bu aşamada analistlerin yönlendirmeleri kadar halka arza hazırlık sürecinde oluşturulan yatırımcı ilişkileri biriminin rolü de büyüktür.¹⁸⁵ Yatırımcıların halka arz öncesinde çeşitli yatırım fırsatları arasında tercih yaparken en uygun kararı verebilmek için analistlerden yardım alınması kadar halka arz sürecinde şirkette yatırımcı ile şirket arasındaki ilişkileri yönetecek yatırımcı ilişkileri biriminin kurulması da önemlidir.

Halka arz sürecinin bir parçası olarak şirket bünyesinde, halka arz sonrasında yatırımcılarla olan ilişkileri yürütecek olan bir birimin yer alması gerekmektedir. Bu birim “yatırımcı ilişkileri birimi” olarak adlandırılmakta ve pay sahipleri ile şirket arasındaki ilişkileri yöneten bu birimin halka arz başvurusu öncesi oluşturulmuş olması Kurul tarafından zorunlu kılınmıştır.¹⁸⁶ Yatırımcı İlişkileri birimi kurumsallaşma adına önemli bir gösterge olup ülkemizde 2005 yılından bu yana SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri kapsamında yer almaktadır.

Yatırımcı ilişkileri birimi, bir yandan şirketin sermaye piyasalarında tanıtılması ve pazarlanması yoluyla değer kazanmasını sağlarken diğer yandan da yatırımcı ve hissedarların görüşlerini şirket üst yönetimiyle paylaşarak şirketin uzun vadeli stratejisinin oluşturulmasına katkı sağlamaktadır.¹⁸⁷ Yatırımcı ilişkileri birimi, şirket yönetimi ve hedefleri konusunda bilgi akışı ve şeffaflık sağlayarak yatırımcıların şirkete güvenmesini sağlamayı amaçlamaktadır. Halka arz başvurusu öncesi oluşturulması zorunlu olan yatırımcı ilişkileri birimi şirketin halka arzındaki başarısını etkileyen bir faktör olarak değerlendirilebilir. Çünkü yatırımcılar ve şirket arasında köprü görevi gören bu birim bilgi akışı ve şeffaflık sağlayarak sahipler ve yöneticiler arasındaki asimetrik bilgi oluşumunu engeller.

Değişen piyasa koşulları hisse senetlerinin fiyat hareketlerine neden olmaktadır. Yatırımcılar hisse senetlerinin bu fiyat hareketlerinden yararlanmak ve kazanç elde etmek isterler. Yatırımcılar hisse senetlerinin bu fiyat hareketlerini önceden tahmin

¹⁸⁵ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. Sermaye Piyasalarına Açılan Pencere A'dan Z'ye Halka Açılma ve Yatırımcı İlişkileri, Tüvid Yatırımcı İlişkileri Derneği, Güncellenmiş 2. Baskı, İstanbul, 2010, s. 195.

¹⁸⁶ SPK, Seri: IV, No:41, Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ, Madde 7.

¹⁸⁷ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 168.

ederek yatırımlarındaki riskleri, gelecekte oluşabilecek kazanç ve kayıpları belirleyebilirler.¹⁸⁸

Yatırımcılar yatırım fırsatları arasında tercih yaparken aslında risk ve getiri arasında tercih yapmaktadırlar. Yatırımcının beklentisi az risk alarak fazla getiri elde etmektir. Ancak getirisi yüksek olan hisse senetlerinin riski de yüksektir. Bunun için yatırımcı elde etmek istediği getiri ile katlanabileceği risk arasında denge kurmalı ve ona göre hisse senedi tercihinde bulunmalıdır.¹⁸⁹ Yatırımcılar çeşitli yatırım fırsatları arasında tercih yaparken fayda-maliyet ilişkisini göz önünde bulundurmalıdır. Halka arz ile yatırım yapacağı hisse senedinin sağlayacağı fayda ile o hisse senedine yatırım yaparken katlanacağı maliyet arasında denge kurmalı ve ona göre yatırım yapacağı hisse senedine karar vermelidir.

Yatırımcıların yatırım yaptıkları halka açık şirketlerden beklentilerini genel olarak şu şekilde sıralamak mümkündür:¹⁹⁰

- Yatırımcılar gerektiğinde şirket yetkililerine kolaylıkla ulaşabilmek ve üst yönetimin stratejik düşüncelerini öğrenebilmek ister.
- Şirketin geleceğini etkileyebilecek temel konuları, (kârlılık, büyüme, şirket alımları, birleşmeler, şirket satışları, yatırımlar, AR-GE, yeniden yapılandırmalar, yeni piyasalar) strateji ve hedeflerini paylaşmasını bekler.
- Yatırımcı, sorularına şirketin zamanında yanıt vermesini ister.
- Şirketin rekabet ortamını ve makroekonomik ortamla ilgili detayları kendisiyle paylaşmasını ister.
- Şirketin değeri ve piyasa pozisyonu ile bunların sürdürülebilirliği konusunda bilgi sahibi olmak ister.
- Şirketin sadece şu anki mali durumunu değil gelecekteki olası durumları ve hedeflerini paylaşmasını bekler.
- Şirketin geleceğe ilişkin tahminler yapabilmesini ve mevcut durumunu şeffaf bir şekilde açıklamasını ister.

¹⁸⁸ Özdemir, Tuncer, Yılmaz, Cengiz. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) Sektör Bazında İşlem Gören Hisse Senetlerinin Alım-Satım Kararlarında En Yüksek Getirili Stratejinin Belirlenmesi", Celal Bayar Üniversitesi, İ.İ.B.F, Yönetim ve Ekonomi, 13/2, Manisa, 2006, s.211.

¹⁸⁹ Özden, Ünal Halit, Turanlı, Münevver, Demirhan, Dicle. Seçim Tartışmalarının Hisse Senedi Piyasasına Etkileri, İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi, Sayı 2, İstanbul, s.3.

¹⁹⁰ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 195.

- Yatırımcının olası getiri ve riskleri daha iyi tahmin edebilmesini sağlayacak bilgileri kendisiyle paylaşmasını bekler.

Yatırımcıların yatırım yaptıkları halka açık şirketten beklentileri genel olarak değerlendirildiğinde şeffaflık ve bilgi paylaşımı olduğunu söylemek mümkündür. Yatırımcılar yatırım kararı verirken farklı kriterlere odaklanmakla birlikte genelde yüksek temettü ödeyen, düşük fiyat/kazanç oranına sahip ya da yüksek büyüme potansiyeli olan, kurumsal anlamda iyi yönetim uygulamaları olan ve daha şeffaf olan şirketleri tercih etmektedirler. Yatırımcılar şirketin sadece mali ve operasyonel yapısına bakarak yatırım kararı vermezler. Bunun dışında şirketin kısa ve uzun vadeli iş ve yatırım imkânları, büyüme potansiyeli, marjlarındaki ve kârlılıklarındaki gelişmeler, piyasa konumundaki farklılaşmalar ve potansiyel risklere karşı güçlülüğü gibi faktörlere de dikkat ederek yatırım yapacakları şirkete karar verirler.¹⁹¹ Şirket ve yatırımcıyı bir araya getiren halka arz süreci şirket için önemli olduğu kadar yatırımcı için de önemli bir karardır. Yatırımcı en az maliyete katlanarak kendisine en fazla faydayı sağlayacak olan hisse senetlerine yatırım yapmak ister. Bu anlamda fayda-maliyet dengesinin kurularak en uygun kararın verilmesi önemlidir.

Firmaların halka arz sürecinde yer alan tarafları ve yükümlülükleri yukarıdaki bölümlerde detaylı olarak anlatılmıştır. Bu bölümde ise, çalışmanın temel konusu halka arzdan çekilme süreci ile yakından ilgisi olan firmaların halka arzdan kaçınma nedenleri üzerinde durulacaktır.

2.4.10. İşletmelerin Halka Arzdan Kaçınma Nedenleri

Halka arzın işletmelere getirmiş olduğu birçok avantajın yanında getirdiği sorumluluklar ve maliyetler nedeniyle bazı işletmeler halka arzdan kaçınmaktadır.

SPK Araştırma Dairesi tarafından 1991 yılında yapılan çalışmada uygulanan anketle şirketlere halka açılmama nedenleri sorulmuştur. Bu çalışmaya göre; şirketlerin %32,3'ü ihtiyaç duymadıklarını, %13,7'si karar alma ve şirket kontrolünün

¹⁹¹ Akpınar Güngör, Funda, Köstem, N. Orhun, Özdemir, Haluk. a.g.e., 2010, s. 196.

kaybedilmesini, %10,6'sı borsada oluşan fiyatların gerçek fiyatları yansıtmamasını halka açılmama nedeni olarak göstermişlerdir.¹⁹²

İ. Ethem Sancak 1999'da bu konuda bir çalışma yapmış ve Türkiye'nin önde gelen sanayi şirketlerinin Türkiye ekonomisi ve mevcut düzenlemeler nedeniyle halka açılmaktan uzak kaldıkları sonucuna ulaşmıştır.¹⁹³

İşletmelerin genel olarak halka arzdan kaçınma nedenleri ise şu şekilde sıralanabilir:

1. Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olma: Şirketler halka açıldıktan sonra Sermaye piyasası Kanunu'na tabi olmakta bu durum da daha fazla resmi raporlamayı gerektirmektedir. Halka açık işletmelerin kamuyu bilgilendirmek için tebliğe uygun kapsamlı bilanço ve gelir tabloları ile bunların bağımsız denetim raporlarını Kurul'a gönderme zorunlulukları vardır.¹⁹⁴ Yeni bir otoritenin denetim ve gözetimi altında uyulması gereken kuralların artması işletmelerin halka açılmadan kaçınmasına neden olur.

2. Yöneticilerin Karar Alma Üstünlüklerinin Sınırlanması: Halka açılma ile işletmeye yeni ortaklar dâhil olacak bu durum da yöneticilerin hissedarlara olan sorumluluklarının artmasına neden olarak karar almadaki üstünlüklerini sınırlandırabilmektedir.¹⁹⁵ Yöneticiler yönetimi kaybetme endişesiyle ve yeni gelen ortaklarla yetki paylaşımı olması sebebiyle halka arzdan kaçınabilirler.

3. Şirket Kontrolünün Kaybedilmesi: Halka açılma ile işletmeye yeni ortakların dâhil olması yönetimin değişmesi riskini de beraberinde getirir. Bu durum özellikle şahıs ya da aile şirketi şeklinde kurulmuş işletmelerin yönetimi kaybetme endişesiyle halka açılmaktan vazgeçmesine neden olmaktadır.¹⁹⁶ Aile şirketleri veya şahıs şirketleri halka arz ile şirkete dâhil olacak yeni ortaklar nedeniyle şirketin kontrolünü kaybetme endişesi içerisine girebilirler. Bu durum halka arzdan kaçınmalarına neden olabilir.

¹⁹² SPK Araştırma Dairesi, Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları, Yayın No: 15, Ankara, 1995.

¹⁹³ Sancak, İbrahim Ethem. A.g.e. 1999, s.27.

¹⁹⁴ Sayar, A. R. Zafer. Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 146, Ankara, 2003, s.15.

¹⁹⁵ Koç, İ. Özlem. Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama, SPK Yayın No: 118, Ankara, 1998, s.23.

¹⁹⁶ Sancak, İbrahim Ethem. a.g.e. 1999, s. 8.

4. Halka Arzın Maliyetli Olması: Şirketler halka arz ile menkul kıymet ihracını gerçekleştirirken birçok maliyete katlanmak durumunda kalırlar. Bu maliyetler de işletmelerin halka arzdan vazgeçmesine neden olmaktadır. Çünkü halka arz edilecek menkul kıymet miktarı az ise; halka arz maliyetlerinin yüksek olması sebebiyle maliyetlerin karşılanamadığı durumlar ile karşılaşabilmektedir.¹⁹⁷ İşletmeler için halka arzın sağladığı faydaya karşılık yarattığı maliyetler de önemlidir. İşletmelerin halka arzdaki maliyetlerini oluşturan birçok unsur bulunmaktadır. İşletmelerin halka arzdaki maliyetlerini oluşturan unsurlar; aracı kuruluşa ödenen ücretler, SPK' ya ödenen ücretler, Borsa İstanbul'a ödenen ücretler, Merkezi Kayıt Kuruluşu'na ödenen ücretler ve denetim raporu için bağımsız denetim kuruluşuna ödenen ücretler ile yurtiçi ve yurtdışı tanıtım masraflarından oluşmaktadır. İşletmeler halka arzın sağladığı faydadan çok daha yüksek bir maliyete katlanmak zorunda kaldığı durumlarda halka arzdan vazgeçebilir.

5. İşletmenin Menkul Kıymetlerinin Gerçek Değerini Yansıtmayacağı Endişesi: İlk defa halka açılacak işletmelerin menkul kıymetlerine talebin istenilen düzeyde olmaması düşük fiyat sorununun oluşmasına neden olmaktadır.¹⁹⁸ İşletmeler hisse senetlerinin gerçek değerini yansıtmayacağı endişesiyle de halka açılmaktan vazgeçebilirler.

6. Yaş: Freeman, Glenn ve Michael (1983), ilk olarak firmanın yaşının çekilme olasılığı üzerinde etkili olan önemli bir faktör olduğunu belirlemişlerdir. Brau ve Fawcett (2006), firmaların yaşı ve çekilmesine ilişkin aynı bulguları elde edilmiştir. Masson (2011) da, firmanın yaşı ile çekilme olasılığı arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ritter (1987) ise, firmanın yaşı ile bilgi asimetrisini ilişkilendirerek genç ve bilgi asimetrisi yüksek firmaların halka arzdan çekilme olasılıklarının fazla olduğunu değerlendirmektedir.¹⁹⁹ Benveniste ve Spindt (1989), bilgi asimetrisinin hisseyi değerlemeyi güçleştirdiğini bunun da halka arzdan çekilme olasılığını arttırdığını teyit etmektedir.²⁰⁰ Welch (1992), halka arz esnasında

¹⁹⁷ Albez, Abdulkadir. Halka Açılmanın Anonim Şirketlerin Finansal Yapısı Üzerindeki Etkileri, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme A.B.D. Doktora Tezi, Erzurum, 2003, s.23.

¹⁹⁸ Sancak, İbrahim Ethem. a.g.e. 1999, s.9.

¹⁹⁹ Ritter, J. R. (1987). The costs of going public. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 269–281. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(87\)90005-5](http://doi.org/10.1016/0304-405X(87)90005-5)

²⁰⁰ Benveniste L.M, Spindt P.A, How Investment Bankers Determine The Offer Price and Allocation of New Issues, *Journal of Financial Economics* 24, 343-362, 1989.

fiyatlamaları etkileyen asimetrik bilgi problemini değerlendirerek, firmaların halka arzdan çekilmelerde rolü bulunduğunu, firma hakkındaki az bilgi bulunduğu en küçük olumsuzluğun yatırımcıları etkilediğini söylemektedir.²⁰¹

Genç firmaların tecrübesiz olması ve hata yapma ihtimallerinin fazla olması çekilme olasılığını arttıran bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Tecrübesi fazla olan eski ve asimetrik bilgi düzeyi daha düşük firmaların ise halka arzlarını geri çekme ihtimallerini de düşük olarak değerlendirilmektedir.

Genç firmaların hisselerinin ikincil piyasadaki fiyatı bir belirsizlik söz konusu olabilir. Bu aynı zamanda firmaya ilişkin eksik bilgi düzeyinin bir ölçüsüdür. Bunun nedeni daha genç firmaların diğerlerine göre daha az bilinir olmalarıdır. Bu da genç bir firmanın aracı kuruluş tarafından doğru değerlendirilmesinde zorluğa neden olabilir. Diğer bir ifade ile daha genç firmalar için eksik bilgi düzeyinin daha yüksek olması ve bu firmaların getirilerinin daha değişken olması beklenir.¹⁹⁹

- 7. Aracı Kuruluş:** Masson (2011) Halka arz aşamasında bulunan aracı kuruluşların itibarı ve marifeti de şirketlerin halka arzdan vazgeçme olasılığını etkileyen faktörlerden biridir. Halka arz aşamasında bulunan aracı kuruluşların prestiji ve marifeti ile şirketin halka arzdan vazgeçme durumu arasında zıt yönlü bir ilişki vardır. Daha prestijli, uzman bir aracı kuruluş ile halka arzını gerçekleştiren şirketlerin halka arzdan çekilme olasılığı daha düşüktür ve bu firmaların halka arzlarını tamamlaması daha muhtemeldir. Halka arzda yer alan aracı kuruluşun pazar payı yani daha önceden aracılık yaptığı halka arzların sayısı ve başarısı aracı kuruluşun başarısını göstermektedir. Aracı kuruluşun başarısı da doğrudan halka arzın çekilme olasılığını etkilemektedir. Pazar payı yüksek olan ve daha önce yaptığı halka arzlarda başarılı olan aracı kuruluşun yer aldığı halka arzların tamamlanma olasılığı daha yüksektir. Aynı zamanda bilinirliği yüksek olan aracı kuruluşların halka arz edilecek firmayı daha iyi değerleyebileceği beklentisi söz konusudur.²⁰² Diğer bir ifade ile bilinirliği yüksek olan aracı kurumlarla çalışılması durumunda önerilen fiyat ile ilk halka arz sonrası piyasada oluşan fiyat arasında büyük değişkenlik olmayacak bu da getirilerin değişkenliği üzerinde ters yönlü bir

²⁰¹ Welch, I., (1992), Sequential sales, learning, and cascades. *The Journal of finance*, 47(2), 695-732.

²⁰² Masson, Marie. Withdrawn and (Not) Reissued U.S. and Canadian IPO's and SEO's, A Thesis in the John Molson School of Business, 2011, s. 15.

etki yapacaktır.²⁰³ Buna karşılık aracı kurumlar bilinirliklerini sürdürmek amacıyla en iyi uzmanlar ile çalışma eğilimindedirler. Bu da firmaların eksik bilgi söz konusu olduğunda da iyi değerleyebilecekleri anlamına gelebilir. Dolayısıyla aracı kurumun bilinirliği yani itibarı arttıkça düşük fiyatlama olgusu ilgili halka arz için her zaman söz konusu olmayabilir.²⁰⁴

- 8. Yetersiz-Asimetrik Bilgi:** Literatüre bakıldığında ulaşılan bir başka sonuç ise, hisse senedi oluşturan firmayla girişimciler arasındaki ve yatırımcılar ile yatırımcılar arasındaki asimetrik bilginin ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmaya neden olabileceği olasılığıdır.

Düşük fiyatlama için kurgusal olarak gelen açıklamaları Ritter ve Welch, asimetrik bilgi ve simetrik bilgiye dayanan açıklamalar olarak iki alt başlık altında toplamaktadırlar.

Halka arz aşamasında yer alan kurumlardan birinin yeterli bilgiye sahip olmaması şeklinde ortaya çıkan bilgi asimetrisi de firmaların halka arzdan vazgeçme olasılığını etkileyen bir faktör olduğu kabul edilmektedir.²⁰⁵ Bilgi asimetrisi; yeni oluşmuş (genç) şirketlerde daha fazla görülmektedir. Bu durum şirketlerin halka arzdan çekilme olasılığını arttırmaktadır. Girişimcinin firma hakkında kısıtlı bilgiye sahip olması şeklinde gerçekleşen bilgi asimetrisi de firma hakkında çıkan olumsuz bir haberde firmanın halka arzdan çekilmesi ile sonuçlanmaktadır. Ayrıca, Boeh ve Dunbar (2013), bilgi asimetrisi sebebiyle sofistike olmayan yatırımcıların getiriden ziyade fiyatları değerlendirmeleri sebebiyle oluşan bir yönelim karşısında iyi hisselerin piyasadaki çekilmesine neden olabileceğini değerlendirmektedir.²⁰⁶

Asimetrik bilgi fikrini temel olarak alan bütün düşük fiyatlama teorileri, düşük fiyatlama sürecinin bilgi asimetrisinin şiddetiyle doğru orantılı olduğunu söylemektedir. Bu yöntemlerde asimetrik bilginin ağırlığı düştükçe, düşük fiyatlama hemen hemen kaybolmaktadır. Bunun tam tersi, halka arzlarda görülen düşük fiyatlamayı bilgi asimetrisine bağlamayan teorik açıklamalar da bulunmaktadır.

²⁰³Lowry, Michelle, Micah S. Officer, ve G. William Schwert. "The variability of IPO initial returns." *The Journal of Finance* 65.2 (2010): 425-465.

²⁰⁴Loughran, T., Ritter, J. R., ve Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2), 165-199.

²⁰⁵Ritter, J. R. (1987).s.269-281

²⁰⁶Boeh, Kevin K., ve Craig G. Dunbar. "Post IPO Withdrawal Outcomes." (2013).

9. Düşük Fiyatlamalar: Düşük fiyatlandırma (underpricing), hisse senedi piyasasında daha önce bulunmamış girişimcileri ikna etmek için kullanılan bir yöntemdir. Halka açık olmayan işletmeler, gerekli olan anaparayı bulmak için halka açık hale getirirler. Bunun için işletmeler yönetim kurulu kararıyla belli oranda paylarını yeni yatırımcılara ulaşmak için halka arz yoluyla satarlar. Bu satış sırasında saptanan ücretler gerçek değerini yadsıtmayabilmektedir. İlk defa halka arzlara aracılık yapan yatırım bankaları ve girişimciler arzın yapılacağı hisse senetleri konusunda farklı fiyatlandırma bilgilerine sahiptirler. Düşük fiyatlandırma kuramlarının çoğunda düşük fiyatlandırmanın, arzın yapılacağı hisse senetlerinin sahibi olan şirketlere ait olan tehlikenin bir ölçüsü olduğunu düşünmektedirler.²⁰⁷ Düşük fiyatlandırma, halka arzdan sonra ilk anda elde edilen olumlu bir kazançtır. Loughran vd.(1994) yaptığı araştırmada, gelişmiş ve gelişmekte olduğu düşünülen ülkelerdeki ilk halka arzları değerlendirmiş ve gelişme kaydettiği düşünülen ülkelerin halka arzlarında gelişmiş olan ülkelere nazaran daha fazla düşük fiyatlandırma yapıldığı kararına varmıştır.²⁰⁸ Tinic(1988)'e göre ise düşük fiyatlandırma yasal sorumlulukları değerlendirme araştırmalarına karşı halka arza aracı kurum ve kuruluşları koruyan bir sigorta çeşidi olduğunu düşünmektedir.²⁰⁹ Greenblatt ve Hwang(1989)'a göre ise ilk halka arzlardaki düşük fiyatlandırma piyasanın üretkenliğini araştıran bir durumdur. Halka arzlarda daha çok düşük fiyatlandırmaya sahip kurumun, düşük fiyatlandırma seviyesi az olan kuruma göre daha yüksek miktarlarda anaparaya sahip olma durumu vardır.²¹⁰ Booth ve Smith(1986) kuramlarında; hisse senedi fiyatlarını beklenen seviyede yansıtılması durumunda halka arza aracılık eden bankaların itibarının riske atıldığını savunmuşlardır. Düşük fiyatlandırma aracı bankaların prestijlerini korumayı amaçlamaktadır.²¹¹

²⁰⁷Knopf, J. D., ve Teall, J. L. (1999). The IPO effect and measurement of risk. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12(2), 51-58.

²⁰⁸Loughran, T., Ritter, J. R., ve Rydqvist, K. (1994). A.g.e., s.165-199

²⁰⁹Tinic, S. M. (1988). Anatomy of initial public offerings of common stock. *The Journal of Finance*, 43(4), 789-822.

²¹⁰Grinblatt, M. ve C.Y. Hwang, "Signalling and the Pricing of New Issues," *Journal of Finance* 44, 1988, pp. 393-420.

²¹¹Booth, J. R., ve Smith, R. L. (1986). Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 15(1), 261-281.

10. Sektör:Brau ve Fawcett (2006) Firmaların faaliyet gösterdiği sektör de çekilme olasılığı üzerinde etkili olan faktörlerdendir.²¹²

İMKB göstergeleri ve faaliyet gören hisse senetlerinin fiyatları, bundan başka dünya borsalarında da olduğu gibi üç etmeden etkilenirler; dünya ekonomisinin durumu, yerli ekonominin durumu ve sektörün performansı.

Türkiye'deki firmaların ait oldukları sektöre ve gelişmelerin durumuna göre az veya çok etkileyecektir. Ekonomideki ilerleme hızı, işsizlik oranı, pahalılık, faiz oranları, vergi oranlarında olabilme olasılığı olan değişiklikler OHAL'in ilanı, teşvik politikasındaki değişiklikler akla gelen ilk örneklerdir. Sektörün veya sadece o firmanın ürünlerine isteğin azalması şeklinde meylin olması; sektöre karşı kamunun desteğinin olması veya geçmiş desteğinin kalkması; dış pazarlarda çekişmenin meşakkatli hale gelmesi gibi dış etkenlerin sağlıklı bir şekilde incelenmesi ve zamanlamanın bu durumları göz ardı etmeden yapılması, birinci halka arzların başarısını büyük ölçüde etkileyecektir. Öyle ki; Sektörde ya da ekonominin hemen hemen tamamında istikrarsızlık olması durumunda; önemli belirsizliklerin kafa bulandırdığı durumlarda, halka arzların kısa dönem başarımları düşük çıkabilmektedir.²¹³

Yapılan çalışmalarda özellikle teknoloji şirketlerinin şanlarını arttırmak adına halka arza giriştiği sonucuna ulaşılmaktadır. Bu sonuçtan hareketle teknoloji şirketlerinin halka arza vazgeçmeyi imajlarına zarar verecek bir durum olarak düşündüklerinden dolayı teknoloji alanında çalışan şirketlerin diğerlerine göre vazgeçme olasılığının daha az olduğunu söylemek yanlış olmaz.

Sektörün ya da sadece o firmanın hizmetlerine rağbetin azalması durumunda bir eğilimin olması; sektöre karşı kamunun desteğinin olması ya da geçmiş dönemlerdeki desteğinin kalkması; dış pazarlarda çekişmenin zorlaşması gibi dış sebeplerin iyice araştırılması ve zamanlamanın bu durumları göz ardı etmeden yapılması, birinci halka arzların başarısını hemen hemen büyük ölçüde

²¹² Brau, J. C. ve Fawcett, S. E. (2006). Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *Journal of Finance*, 61(1), 399–436. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00840.x>

²¹³ Ünlü, U. Ve Ersoy, E. (2013). İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa dönem Performansın Belirleyicileri:1995-2008 İMKB Örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23 (2).

etkileyecektir. Benzer şekilde, sektörde ya da ekonominin çoğunluğunda istikrar olmaması olasılığında; önemli belirsizliklerin kafa bulandırıcı şekilde, halka arzların kısa dönem başarımları düşük çıkabilmektedir. Sektörün ya da sadece o kurumun ürünlerine rağbetin azalması durumunda benzer bir eğilimin olması, sektöre karşı kamunun desteğinin olması ya da geçmiş dönemlerdeki desteğinin kalkması, sektörel olarak girdilerin pahalalanması, dış pazarlarda çekişmenin zorlaşması gibi dış etkenlerin iyice incelenmesi birinci Halka Arzların başarısını büyük oranda etkileyecektir. Öyle ki, sektörde ya da ekonominin tamamına yakınında istikrar olmaması halinde; önemli belirsizliklerin kafa bulandırdığı ortamlarda, halka arzların kısa dönem performansları daha az çıkabilmektedir.

11. Piyasa Şartları: Helwege ve Packer (2009), Halka arzın zamanlaması da firmaların halka arzdan çekilme olasılığını etkileyen faktörlerdendir. Halka arzın zamanlamasında genel olarak düşünüldüğünde piyasanın ve kurumun çalışma yaptığı sektörün hali dikkatle incelenmelidir. Genellikle piyasada ve sektörde ilerleme yaşanan zamanlarda halka açılmada başarıya erişilecek zaman olarak düşünülmekte ve bu zamanlar da “sıcak halka arz” şeklinde ifade edilmektedir. Piyasalarda gerilemenin yaşandığı zamanlar da “soğuk halka arz” şeklinde ifade edilmektedir. Soğuk ve sıcak halka arz dönemleri de şirketlerin halka arzdan vazgeçme olasılığı üzerinde etkilidir. Soğuk halka arz zamanlarında uygulamaya konulan halka arzların geri çekilme olasılığı daha fazlayken, sıcak halka arz dönemlerinde uygulamaya konulan halka arzların ise çekilme olasılığı daha azdır. Faizlerin yüksek olduğu zamanlarda, kriz dönemlerinde ve ekonomik buhran dönemlerinde uygulanan halka arzların tamamlanma ihtimali oldukça azdır.²¹⁴

Türkiye’de bazı işletmelerin halka arz için durağan piyasaları tercih etmesi ile bazı şirketler ise aktif piyasaları tercih ettikleri kanısına varılmıştır. İMKB endeksleri ve borsada işlem gören hisse senetlerinin fiyatları, diğer dünya borsalarında da olduğu gibi üç etmenden etkilenirler; dünya ekonomisinin gidişatı, yerel ekonominin durumu, sektör veya şirketin durumu ve performansı. global ekonomideki herhangi bir gelişme bütün ülkelerin ekonomilerini az çok etkileyeceği gibi, bulunduğu

²¹⁴Helwege, J. ve Packer, F. (2009). Özel meseleler. Journal of Financial Intermedation, 18(3), 362-383.

ülkedeki ilgili veya tüm şirketleri de doğrudan ya da dolaylı şekilde etkileyecektir. Girişimci, piyasadaki en yüksek potansiyele sahip hisse senedini bulabilir, ancak o anda piyasa göstergeleri kötü durumda ise o hisse senedini almak için büyük ihtimalle doğru zaman olmayabilir. Kârlı, satışları yüksek, yükseliş trendine ulaşmış olan güçlü bir sanayi kolundaki kurumun hisse senedini almak her durumda akıllıca gibi dursa da piyasanın genel hali kötüyse biraz olsun beklemede kalmak genellikle doğru bir tercih olacaktır. Alınan bu kararların doğru veya yanlış olmasını etkileyen en önemli hususlardan birisi de zamanlamadır. Benninga, Helmantel ve Sarig, birinci halka arzların başarısı için en iyi zamanlamanın, firmanın nakit akışlarının durumunun belirli bir seviyenin üstünde olduğu zamanlar olmasının en iyi bulgu olduğu kanısına varmışlardır.²¹⁵ Young ise, düşük değerlemelerin olduğu zamanlarda firmanın durumlar iyileşene kadar ilk halka açılmalarını ertelediğini ve piyasa şartlarının iyileştiği zamanlarda ilk halka açılma miktarında artış olduğu fikrini doğrular nitelikte sonuçlara ulaşmıştır.

Zamanlama ile ilgili diğer önemli husus ise girişimcinin firmanın içinde bulunduğu sektörün durumudur. Yatırımcıların şirketin içinde bulunduğu sektöre karşı tavır ve tutumları ile genel pazar koşulları halka arzların genel başarısını etkileyen unsurlardandır. Şirket halka açılma zamanlamasına karar verirken, yayıncı kuruluşları ve gerekli diğer pazarlama unsurlarıyla girişimcinin ilgisini çektiğinden emin olması gerekmektedir.

Halka arzları yöneten aracı kurum ve kuruluşlar, hisse senetlerinin fiyatlandırması, ihraç edilecek hisse senetlerinin pazarlanması, halka açılmanın zamanlaması ile hisse senetlerinin alıcısı konumundaki yatırımcılar, halka açılmaların başarısını etkileyen önemli etmenler olarak belirlenmiştir.

1980'li yıllara gelindiğinde hisse senedi piyasası, tüm beklentilerin üstünde önemli bir aşama kaydetmiştir ve aynı zamanda da hisselerini halka arz eden kurumlar, girişimciler için oldukça cazip hale gelmiştir. 1980'li yıllarda gelinen bu olumlu noktada, 1990'lı yılların halka açılmalarına da yansımış, yoğun beklenti içindeki bu girişimci taban ile 1990'lı yıllarda gerçekleşen halka açılmaların başarılarıyla

²¹⁵Benninga, S., Helmantel, M. ve Sarig, O. (2005). The timing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 75(1), 115-132.

sonuçlanmıştır. 20.yüzyıla gelindiğinde ise halka açılmalarda borsanın performansı iyiye gitmemeye başlamıştır. Özellikle 2001 buhranında girişimciler önemli kayıplara uğramış ve halka açılmalar hemen hemen durmuştur. 2004 yılı, halka arz edilen şirket sayısı bakımından kötü ve verimsiz bir yıl olmamasıyla birlikte, halka arzlardan hisse alanlar bakımından kötü bir yıl olmuştur. O yıl içindeki halka arzların hemen hemen çoğunun performansının iyi olmamasının perde arkasında yatan en önemli iki faktör fiyatın yüksek tutulması ve borsa performansının kötü olmasıdır. 2004 yılında, 2000 yılından sonra ilk defa bir senede 12 adet firma halka arz edilmiş, fakat bunlardan sekizi girişimcisine kaybettirmiştir.

12. Teklif Miktarı: Masson (2011) Halka açılmadan çekilme olasılığını etkileyen unsurlardan bir diğeri ise teklif miktarıdır. Teklif miktarı ile şirketin halka arzdan çekilme olasılığı arasında pozitif bir ilişki olduğu durumudur. Büyük miktar teklif sunan ihraççılar, hisselerin büyük kısmının satılması konusunda sıkıntılar yaşayacağından teklif miktarı arttıkça şirketlerin halka arzlarını geri alma olasılığının arttığını söylemek yanlış olmayacaktır.²¹⁶

Fiyat teklifi alma yolu ile beklenti toplamada, sabit fiyatla beklenti toplama yönteminden ayrı olarak, satış fiyatı belirlenirken, ihraççı ya da paydaşlar ile yetkili aracı kuruluş arasında oluşabilecek en düşük fiyat belirlenir ve yatırımcılardan bu fiyatın üstünde bir başka teklif vermeleri istenir. Bu yöntemde, aracı kuruluş öncelikle potansiyeli olan yatırımcılarla görüşür ve yatırımcılardan bağlayıcılığı olmayan fiyat teklifleri alınır. Sonra ise, fiyat teklifleri, en yüksek fiyattan en düşük fiyata doğru sıralanarak bir tablo oluşturulur. Aracı kuruluş bu teklifleri belli bir fiyat aralığında toplayabileceği gibi, bazen de herhangi bir fiyat aralığı belirlemez. Sonuç olarak alınan fiyat tekliflerini değerlendirip kesin fiyat belirler ve bu fiyattan beklenti toplanır.

“Benveniste ve Spindt (1989)”, geniş bir kitlede kullanılan beklenti toplama uygulamasının, aracı kuruluşları ile deneyimli girişimcilerden bilgili olanlarından bilgi sağlamaya yardımcı olduğunu öne sürmüşlerdir. Beklenti toplama yoluyla

²¹⁶ Masson, Marie. (2011). A.g.e., s. 15.

birlikte, başlangıç teklif fiyat dağılımı belirlenir ve sonra aracı kurumlar ve ihraççılar “road show”a giderler. Daha sonra bu aracı kurumlara talebi belirlemeleri için yardımcı olunur. Eğer güçlü bir beklenti söz konusu ise, aracı kurum ya da kuruluş daha yüksek bir fiyat belirleyecektir. Fakat potansiyel yatırımcılar daha yüksek bir fiyatı ödemeye razı olmanın daha yüksek bir fiyatla sonuçlanacağını biliyorlar ise, bu girişimcilere karşılık olarak bir teklif sunulmalıdır. Girişimciler hisseleri daha yüksek bir fiyattan satın almaya istekli olduklarını dürüst bir şekilde söylemeye ikna etmek için; aracılar, girişimcilere daha yüksek fiyattan almaya istekli olduklarında, daha fazla ilk halka açılma payı ile düşük fiyatlamının bir bileşimini sunmaları gerekmektedir.

13. Elde Edilecek Fonun Kullanım Amacı: Masson (2011), Halka açılmadan elde edilecek fonun kullanım amacı da arzdan çekilme ihtimali üstünde etkisi olan bir durumdur. Yapılan araştırmalarda halka açılmadan alacağı geliri borçlarını geri verme amacıyla kullanma niyeti olan şirketlerin hemen hemen hepsinin halka arzlarını tamamladığı kanısına varılmıştır. Halka arzdan alacağı geliri işlerini ilerletme gayesiyle kullanmayı amaçlayan şirketlerin ise halka arzlarını iptal ettiği sonucuna ulaşılmıştır.²¹⁷

Kurumlar finansal piyasalardan hangi en iyi koşulda borçlanabilirlerse, varlık edinme olasılıkları o kadar artacaktır. Bu durum işletmelere diğer rakiplerine göre büyük avantajlar sağlayacaktır. Şirketlerin ihtiyaç duydukları bu varlıkları, karşıladıkları finansman yöntemleri arasında halka açılma, şirket tarafından oldukça önemli bir yer tutmaktadır.

Daha önceden bahsedildiği üzere, mevcut olan ekonomik durumlarını korumalı ve gelişim göstermeleri için çaba harcamalıdır. Sözü edilen bu kaynaklar, yabancı kaynak veya öz kaynak şeklinde olabilmektedir. İki kaynak şeklinin de firmaya belli bir maliyeti vardır. Bu maliyet yabancı kaynaklarda faiz maliyeti iken, öz kaynakta ödenmesi gerekli olan ve paydaşlar tarafından belli bir taban fiyat limitinde duran temettü geliri şeklindeki kaynaklardır. Kurum yöneticileri hangi kaynak uygunsa, o kaynağı kullanma yoluna gidecektir. Eğer öz kaynak aracılığıyla fonlama ya da

²¹⁷ Masson, Marie a.g.e s. 27.

senet ihraç ederek toplanan fonların maliyeti daha az ise, firmalar halka açılma yoluna başvurabilirler.

Firmaların hisse senetlerini halka açılma yoluyla anapara piyasasından öz sermaye şeklinde fon sağlamaları, şirket ve ortaklarına birçok avantaj sağlamakla beraber, ülke ekonomisi ve ülkenin toplumunu da olumlu şekilde etkilemektedir. Halka arzın firmalara sağladığı en önemli fırsatlardan biri, işletmeye belli bir sürede faiz ve sermaye gerektirmeden ek bir kaynak sağlamasıdır. Bununla birlikte, hisse senedinin borsada işleme sokulması, kurumun değerinin ve pay ücretinin belirlenmesine de katkı sağlamaktadır. Halka açılmanın kurumlara sağladığı diğer bir fırsat ise, firma ortaklarına net olarak dağıtılabilecek elde edilen dönem kârının en az olarak %20'sini temettü hakkı şeklinde elde etme fırsatı vermesidir. Bütün bu avantajların yanı sıra halka açılma ile şirket şeffaf olma, devleti doğru bir şekilde ve zamanında bilgilendirme, bağımsız bir şekilde dış denetime açık hale gelme ve bu sayede girişimciler ile kredi veren bankalar gözünde güven ve itibar kazanma imkânı sunmaktadır.

Firmalar, gelecekte oluşabilecek fon ihtiyaçlarını anapara piyasasından ikincil halka açılmalarla karşılayabilmeye devam edebilmek için fonlarını koruyarak firmanın değerini arttırmakla yükümlüdürler. Bu yönüyle halka açılma, firmaların kâr oranının artmasında büyük bir etki yapmasıdır.

İşletmelerin ikincil halka açılması ile elde ettiği fon işletmelerin halka açılma konusunda motivasyonunu arttıran büyük etkenler arasındadır. Firmalar hisse senetlerini halka açılmayla, alternatif finansman yöntemleri uygulayarak daha az maliyetli ve daha uzun kaynağı kullanma hakkına erişebilecektir. Bununla birlikte firma, halka açıldıktan ve borsada hisse senetleri işlem görmeye başladıktan sonra da hisse senetlerini teminat göstererek kredi kullanarak ve borç senetlerini ihraç etme yoluyla finansman sağlamada sıkıntı çekmekten kurtulacaklardır. Ayrıca halka açılmanın sağladığı fonların maliyeti diğer borçlanma şekillerine göre çok daha düşüktür.

İşletmelerin halka açılmak istememelerine neden olabilecek bir başka unsur ise, ilk kez menkul kıymetlerini ihraç edecek işletmeye yönelecek olan talebin istenilen

düzeyde olmamasıdır. Bu durum düşük fiyat sorununu ortaya çıkaracaktır. Bununla birlikte, yeni bir otoritenin gözetimi ve denetimi altına girmek ve böylece uyulması gereken kuralların artması sebebiyle, işletme halka açılmadan kaçınacaktır.

14. Birleşme ve Devralmalar: Boeh ve Dunbar (2013) Bu çekilme sonrası şirketi beklemesi ihtimal olan durumlar da firmaların halka açılmadan çekilme olasılığı üzerinde etkili olacaktır. Halka arzdan çekilme sonrası firmanın birleşme, özel yatırım, başarılı bir şekilde tekrar halka açılma piyasasına geri gelme olasılığı varsa ve bundan farklı olarak çekilmeden sonra daha da güçlü anapara piyasası seçenekleri olma olasılığı varsa firmaların halka arzlarını geri çekme olasılığı daha yüksektir. Çekilme sonrası firmanın iflasını beyan etme olasılığı varsa veya firmanın çekilme sonrası kaderinin belirsiz olması durumlarında firmaların halka arzlarını tamamlama olasılığı daha yüksektir.²¹⁸

Birleşme-Şirket Evliliği: Ticaret Hukuku kurallarında birleşme, bir ya da birden fazla ticaret firmasının malvarlığının, tasfiye olunmaksızın, içlerinden birine veya yeni kurulan bir şirkete kendiliğinden veya külli halefiyet yolu ile geçmesi; bu suretle malvarlıklarının birleşmesi ve intikal eden malvarlığının karşılığı olarak, infisah eden şirketin ortaklarının, hesaplanan bir değiş-tokuş ölçüsüne göre, bünyesinde birleşilen şirkette, kendiliğinden ortaklık payı kazanması olarak tanımlanmaktadır.²¹⁹

Yatay Birleşme: Yatay birleşmede, birleşme ve satın alma işlemine konu olan şirketler aynı sektörde faaliyet göstermektedir. Şirketler ürün veya hizmetleri dolayısıyla rekabet halindedir. Yatay entegrasyonun avantajları arasında verimlilik artışı, maliyet düşürme ve fiyatlandırma gücünün artması sayılabilir.

Dikey Birleşme: Dikey birleşmede ise üretim sürecinin farklı basamaklarında yer alan şirketler söz konusudur. Bir şirketin genellikle bir tedarikçisini ya da müşterisini satın alması şeklinde gerçekleşen dikey birleşmede, stoklama maliyetlerinin azaltılması, satın almada fiyat avantajı elde edilmesi, pazarlık sorunlarının en aza indirilmesi gibi avantajlar sağlanabilir. Satın alma ve

²¹⁸Boeh, Kevin K., ve Craig G. Dunbar. A.g.e

²¹⁹Çamoğlu, E., Poroy, R. ve Tekinalp, Ü. (2003). Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku. *İstanbul: Arıkan.*, s.141.

birleşmeleri etkileyen faktörleri sayacak olursak; mevzuat şartları, değerlendirme farkları konusu, cazip hedeflerin bulunması, yasal veya vergi konuları, finansman temini ve son olarak da durum tespitinin yapılması olarak sıralanabilir.²²⁰

Devralma Şeklinde Birleşme: Bir şirketin diğerini devralması, teknik terimle “devralma şeklinde birleşme de devir alan ve devir edilen olmak üzere iki şirket mevcuttur. Birleşme devir alan şirket bünyesinde gerçekleşir; devir alan şirket varlığını sürdürür. Devir edilen ortaklık ise devralanın bünyesine iltihak eder ve işlemler tamamlanınca tüzel kişiliğini kaybeder.²²¹

Yeni kuruluş şeklinde birleşme: halinde ise şirketler birleşerek yeni bir ticaret şirketi oluşturur ve infisah (kayıttan çıkma) ederler. Böylece yeni bir şirket tüzel kişiliği oluşurken birleşen şirketlerin tüzel kişilikleri birleşme tamamlandığında ticaret sicilinden terkin ile ortadan kalkar.²²²

15. Başarılı Dönüş İhtimali: Dunbar ve Foester (2008) Firmaların halka arzdan vazgeçme ihtimali ile başarılı geri dönüşlerin olabilirliği ihtimali arasında doğru orantı vardır. Firmanın halka arzdan çekilme sonrası muvaffak olacak şekilde geri dönüş olanağına sahip olması halka arzdan çekilme olasılığını arttıran bir diğer faktördür. Halka arzdan geri çekilme ile karşılaşan ancak ikinci bir halka açılma ihtimali olmayan şirketlerin ise halka açılmalarını tamamlama ihtimalleri daha yüksek olacaktır.²²³

16. Piyasa Koşulları: Halka arzların performanslarına etki edebilecek başka bir değişken ise, halka arzın gerçekleştiği dönemdeki piyasanın durumudur. Piyasada halka arzdan önce yaşanabilecek yükselişler veya düşüşler, hisse senedinin ilk işlem günündeki performansı üzerinde etkili olabilmektedir. Pazarın geri ödemesi ya da piyasanın ortalama getirisi, ilk halka arz fiyatının belirlenmesi ile alım satımın ilk

²²⁰ Girişimci İş Adamları Vakfı, Şirket Birleşme-Devralma ve Halka Arzı, (23.02.2017), www.giv.org.tr,

<http://www.giv.org.tr/userfiles/files/Birle%C5%9Fme%20Sat%C4%B1n%20Alma%20S%C3%BCre%20cinde%20%C5%9Eirket%20de%C4%9Ferleme%20ve%20Due%20Diligence.pdf>, s.4-5.

²²¹ Çamoğlu, E., Poroy, R. ve Tekinalp, Ü. (2003). A.g.e, s.147.

²²² Çamoğlu, E., Poroy, R. ve Tekinalp, Ü. (2003). A.g.e, s.148.

²²³ Dunbar, C. G. ve Foerster, S. R. (2008). Second time lucky? Withdrawn IPOs that return to the market. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 610-635.

günü arasındaki zamanda yükselebilir. Bu durum halka arz fiyatını düşük belirlenmiş gibi gösterebilir. Ülkelerdeki kriz dönemleri, ekonomilerin istikrarsız oldukları dönemlerin aksine piyasa dönüşlerinin daha az olduğu ve faiz oranlarının daha düşük olduğu zamanlar şirketlerin ikinci defa halka açılmasındaki başarı ihtimalini güçlendiren etmenlerden sayılmaktadır.²²⁴ Olumsuz piyasa şartları ve kötü hisse senedi getirileri de şirketlerin halka açılmadan çekilme olasılığını etkilemektedir. Piyasa koşulları kötüye giderken ve halka arz getirisinin düşük olduğu durumlarda firmaların halka arzlarını geri çekme olasılığı artmaktadır.

17. Şirketlerin Ortaklık Yapısı

Halka açılan şirketin hisselerinin piyasa değeri kolayca belirlenebilmektedir. Ancak kapalı bir ortaklığın hisse senetleri piyasada işlem görmediği için, halka açık ortaklığa göre halka arz edilmemiş ortaklığın hisse senetleri gerçek değerini bulamamaktadır. Oysa ortaklık bir kere halka açıldıktan sonra, yeni ihraçlarda hisse senetleri gerçek fiyatına ulaşacaktır.²²⁵

Firmaların halka arzdan kaçınma nedenleri olarak sayılan bu maddeler firmaların halka arz kararı verirken halka arzın dezavantajları olarak değerlendirdiği maddelerdir. Firmalar halka arz kararı verirken halka arzın firmaya sağladığı avantajların yanında getirdiği sorumluluk ve maliyetleri de göz önünde bulundurarak firma için en uygun kararı vermeye çalışırlar. Bazı firmalar ise halka arza karar verdikten sonra halka arz sürecinde başarılı olamayıp halka arzdan çekilme kararı verirler. Bu bölümde firmaların halka arzdan çekilme kararı, literatürde halka arzdan çekilme üzerine yapılmış çalışmalarda ortaya konulan teoriler ışığında değerlendirilecektir.

2.5.HALKA ARZDAN ÇEKİLME İLE İLGİLİ TEORİLER

Bir kurumun hayatındaki en önemli olay; muhtemelen şirketin halka arz süreciyle birlikte özel (kapalı) şirketten halka açık şirkete dönüşmesidir. Halka arz kuruma büyük bir sermaye sağlamanın yanında, şirketin mevcut sahiplerinin hisseleri için de likit bir piyasa sağlamaktadır. Firmalar faaliyetlerine devam edebilmek, hayatta

²²⁴Dunbar, C. G. ve Foerster, S. R. (2008). A.g.e. s.610-635

²²⁵Block, S. B., Hirt, G. A. ve Short, J. D. (1997). *Foundations of financial management*, Chicago, IL: Irwin.,s.681.

kalabilmek ve büyüme fırsatlarından yararlanabilmek için önemli bir finansman yöntemi olan halka arzdan yararlanmaktadır. Bir aracı kuruluşun desteğiyle başlayan halka arz sürecinde çoğu firmanın çekilme durumuyla karşı karşıya kaldığı görülmektedir. Literatürde halka arz ile ilgili çok sayıda çalışma yapılmış olmasına rağmen halka arzdan çekilme üzerine yapılan çalışmalar oldukça kısıtlıdır.

Literatürde yapılmış çalışmalardan bazıları firmaların çekilme sonrası tekrar başarılı bir şekilde halka arz piyasasına geri dönebileceklerini savunurken bazıları da çekilmiş firmaların tekrar halka arz piyasasına başarılı bir şekilde dönemeyeceklerini ve çekilme seçeneğinin firmalar için olumsuz bir durum olduğunu savunmaktadır.

Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde firmaların çekilme durumlarını 3 başlık altında toplamak mümkündür:

2.5.1. Firmaların Borsa Kotundan Çıkarılması Şeklinde Gerçekleşen Zorunlu Çekilmeler

Ortaklık ya da alacaklılık hakkı getiren ve SPK tarafından menkul kıymet olarak kabul edilmiş olan sermaye piyasası araçları borsada kote edilebilir. Menkul kıymetlerin Borsa İstanbul A.Ş. kotuna alınması, kotta kalması, kottan geçici veya sürekli çıkarılması, Borsa pazarlarında işlem görmesi ve işlemlerin geçici veya sürekli dondurulması 'Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönetmeliği'nde yer alan esaslara göre gerçekleştirilir. Menkul kıymetlerin ilk defa Borsa'ya kote edilmesinde aşağıdaki şartların sağlanması gerekmektedir:²²⁶

- Borsa'ya bir dilekçe ile yapılacak müracaatların başvuru tarihine kadar ihraç edilmiş menkul kıymetlerin tümünü içerecek şekilde olması,
- Şirketin SPK düzenlemeleri çerçevesinde izah namede bulunacak mali tablolarının ve bağımsız denetim raporlarının Borsa'ya sunulmuş olması,
- Şirketin kurulmasından sonra en az 3 takvim yılının geçmesi ve son 3 yıllık döneme ait mali tablolarının yayınlanması,

²²⁶ Borsa İstanbul, 24.06.2004 tarih 25502 Sayılı Resmi Gazete, Borsa İstanbul Kotasyon Yönetmeliği, Madde 13.

- Şirketin finansman yapısının uygulamalarını sağlıklı biçimde sürdürebilecek seviyede olduğunun Borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve onaylanmış olması,
- Şirketin esas sözleşmesinin Borsada işlem görecekt menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü sınırlayıcı ya da senet sahibinin haklarını kullanamamasına sebep olacak kayıtlar içermemesi,
- Ortaklığın üretimine ve etkinliğine etki edebilecek hukuki uyumsuzlukların bulunmaması,
- Borsa yönetimince geçerli olduğu kabul edilecek haller hariç oluşan nedenlerle son 1 yıl zarfında ortaklığın etkinliklerine 3 aydan az ara vermemesi, tasfiye veya konkordato istenmemesi ve Borsa tarafından belirlenmiş benzer hallerin yaşanmamış olması,
- Menkul kıymetlerin, piyasadaki mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından Borsa yönetimi tarafından önceden belirlenmiş şartlara uyması,
- Şirketin kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile hisse senetlerinin hukuki durumunun dahil oldukları mevzuata uygunluğunun belgelenmesi zorunludur.

Borsa'ya kote olmuş menkul kıymetler kotasyon komitesinin düşüncesi göz önünde bulundurularak ya da komitenin teklifiyle ve Yönetim Kurulunun kararıyla sürekli veya geçici olarak Borsa kotundan çıkarılabilir. Yönetim Kurulu, kottan çıkarma kararı vermeden önce şirketi uyarabilir ve şirkete zaman verebilir. Şirketin menkul kıymetlerinin Yönetim Kurulu kararı ile Borsa kotundan geçici veya sürekli olarak çıkarılmasını gerektiren durumlar şöyledir:²²⁷

- Şirketin hesap dönemi sonuna ait bilançosunda bulunan dönem zararlarının ve birikmiş zararların toplamının, öz sermayenin dönem zararı ve birikmiş zararlar dışındaki kalemlerinin toplamını bulması halinde kamuyu aydınlatma kuralları ve Borsa tarafından getirilen düzenlemelere uyulacağına dair beyan yazısına uyulmaması,

²²⁷ Borsa İstanbul, 24.06.2004 tarih 25502 Sayılı Resmi Gazete, Borsa İstanbul Kotasyon Yönetmeliği, Madde 24.

- Kamunun aydınlatılması düzenlemeleri çerçevesinde Kamuyu aydınlatma Platformuna bilgi, belge ve açıklama gönderimiyle ilgili kural ve esasların uygulanmaması, özel durum açıklaması yapılmasının gereken hallerde kamuyu aydınlatma zorunluluklarına aykırı olarak Kamuyu Aydınlatma Platformu'na bilgi, belge ve açıklama gönderilmemesi,
- Borsa yönetimi tarafından yapılacak olan düzenlemelerin ve konuya ilişkin mevzuat esaslarının uygulanmaması,
- Şirketin Borsa yönetimince geçerli olarak belirlenmiş haller haricindeki nedenlerle faaliyetlerinin 3 aydan fazla bir süre durdurulmuş olması,
- Şirketin iflasına karar verilmiş olması ya da tasfiye veya süre dolma gibi bir nedenle sona ermesi,
- Şirketin borçlarını ödemekte zorluk çekmesi, finansman sıkıntısına düşmüş veya konkordato mühleti talep etmiş olması,
- Şirketin Borsa'ya ödeme zorunluluğu olan ücretlerin
- ödenmemiş olması ya da aleyhine yapılan icra takibinin sonuçsuz kalması,
- Şirketin esas faaliyetinin devamı için gerekli izin, lisans, yetki belgesinin iptali veya ortadan kalkması,
- Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde şirketin, aktiflerinin satış fiyatları esas alınarak düzenlenmiş ara bilançosuna göre sermayesinin 2/3'ünü yitirmesi,
- Borsaya sunulan ara dönemleri de barındırmak üzere son iki döneme ait bağımsız denetim raporunun (sınırlı, sürekli, özel) olumsuz görüş içermesi veya görüş bildirilmemesi,
- Her türlü yangın, doğal afetler, harp hali, terör faaliyetleri ve diğer sebeplerle üretim faktörlerinin 2/3'ünün faaliyetten çıkması ve/veya benzer sebeplerden dolayı ortaklık faaliyetlerine önemli derecede etki edebilecek gelişmelerin yaşanması,
- Şirketi temsile yetkili kişilerin veya şirket yönetiminde söz sahibi kişilerin, öncelikle Borsa'ya verilmesi gereken bilgi ve belgeleri, Borsa'ya vermeden önce Borsa haricindeki üçüncü kişilere, basın-yayın kuruluşlarına ve diğer kişi, kurum veya kuruluşlara vermiş olması,
- Borçlanma araçları Borsa'da işlem görmekte olan şirketin borçlanma araçlarına yönelik ödeme veya diğer taahhüt ya da sorumluluklarını yerine

getirmemesi, borçlanma aracı sahiplerinin haklarını kullanamamalarına sebep olacak işlemlerde ya da eylemlerde bulunması,

- Menkul kıymetin piyasa değerinin, nominal değerinin çok altına düşmesi veya halka açık paylarının piyasa değeri, işlem hacmi ya da işlem sıklığının genel ortalamaların çok altına inmesi veya işlem görmesinin sürekli ya da geçici olarak durdurulması,
- Borsaca veya Borsa tarafından yetkilendirilmiş birimlere istenen bilgilerin verilmemesi ya da eksik veya gerçeğe aykırı olarak bilgi ve/veya belge verilmesi, defter ve belgelerin bu görevlilere ibraz edilmemesi, saklanması ortadan kaldırılması veya Borsa görevlilerinin görevlerini icra etmelerinin engellenmesi.

Yönetim Kurulu yukarıda sayılan durumlar da menkul kıymetlerin borsa kotundan çıkarılmasına karar verebileceği gibi şirket de Borsa kotunda yer alan menkul kıymetlerinin kottan çıkarılması talebiyle müracaatta bulunabilir. Yönetim Kurulu şirketin talebi üzerine kottan çıkarma kararı verirken yatırımcıların zararlarının engellenmesi amacıyla şirketin bir dizi önlemler almasını zorunlu kılabilir. Şirketlerin menkul kıymetlerinin Borsa kotuna alınmasında da, Borsa kotundan çıkarılmasında da karar mercii Borsa Yönetim Kuruludur. Zorunlu çekilmelerin diğer çekilmelerden en önemli farkı; zorunlu çekilmelerde çekilme kararını Borsa Yönetim Kurulu verirken firmaların halka arzını geçici olarak ertelemesi ve halka arzdan tamamen çekilmesi şeklinde gerçekleşen çekilmelerde çekilme hararını firma yönetimi vermektedir. Bu çalışmada asıl incelenen konu firmaların halka arzdan tamamen çekilmesi ve halka arzını geçici olarak ertelemesi şeklinde gerçekleşen çekilme kararını vermesine etki eden faktörlerin literatürde yapılmış çalışmalar ışığında ortaya çıkarılması ve Türkiye'deki çekilmiş firmalar üzerindeki etkisinin araştırılmasıdır.

2.5.2. Firmaların Halka Arzını Geçici Olarak Ertelemesi Şeklinde Gerçekleşen Çekilmeler

Firmalar bu çekilme şeklinde halka arzlarını belirli bir süre ertelemektedirler. Bu firmalar için ikinci bir halka arz şansı söz konusudur. Firmaların halka arzdan çekilme ihtimalini etkileyen faktörler olduğu kadar çekildikten sonra başarılı bir

şekilde tekrar halka arza başvurularına etki eden faktörler de bulunmaktadır. Halka arzdan çekilmiş firmaların başarılı bir şekilde tekrar halka arza başvurularını etkileyen faktörler de şu şekilde sıralanabilir:

Firmaların halka arzını geçici olarak ertelemesi şeklinde gerçekleşen çekilme kararını etkileyen faktörlerden biri firmanın tecrübesidir. İlk halka arzlar ile ikincil halka arzlar arasında tecrübe bakımından farklılık söz konusudur. Bu nedenle ikincil halka arzda firmalar tecrübeli olduğundan yatırımcıların hisse için nasıl fiyat biçtiğini, yatırımcının teklife karşı tutumunu ve pazardaki genel hareketi bilmektedir. Bu faktörler pazara ilk defa girmeyi deneyen ihraççılar için belirsizdir. Bu nedenle ilk halka arzını gerçekleştiren firmalar çekilme seçeneğini kullanarak bu belirsizliği ortadan kaldırmaya çalışırlar.²²⁸

Firmaların halka arzlarını geçici olarak ertelediği durumların incelediği çalışmaların bazıları geçici olarak erteleme amaçlı verilen çekilme kararının firmanın ikincil halka arzını olumsuz etkilediğini savunmaktadır. Bu çalışmalarda firmaların geri çekilmeden sonraki halka arz başvurularında fiyat düzeltmelerine gittiği sonucuna ulaşılmıştır. Çünkü firmanın İlk halka arzını geri çekmesi çekilmeden sonra yapılacak olan ikincil halka arz girişimi için risk unsuru oluşturmaktadır. İlk halka arzdan çekilme ile iletilen negatif bilgi ikincil halka arzın teklif fiyatında etkilidir. Bu durum firmaların gerçekleştirdikleri ikincil halka arzlarda daha düşük teklif fiyatları vermesine neden olmaktadır.²²⁹ Firmaların halka arzını geçici olarak ertelemesinin çekilme sonrası gerçekleştireceği ikincil halka arzlarında düşük fiyatlandırmaya neden olacağını savunan çalışmalar olduğu kadar firmaların halka arzını ertelemesine imkân tanıyan çekilme kararının firma açısından avantaj olduğunu savunan çalışmalar da bulunmaktadır.

Halka arzını geçici olarak ertelemiş ve tekrar başarılı bir şekilde halka arz piyasasına geri dönmüş firmaları inceleyen çalışmalar geri çekilme zamanındaki ve daha sonraki piyasa şartlarının bu firmaların başarısını etkileyen en önemli faktörler olduğunu savunmaktadır. Faiz oranlarının düşük ve geri dönüşlerin az olduğu zamanlar, halka arzdan çekilmiş firmalara başarılı geri dönüşler açısından avantaj

²²⁸ Busaba, Waile Y. a.g.e.2006, s.178.

²²⁹ Lian, Qin. Does The Market Incorporate Previous IPO Withdrawals When Pricing Second-Time IPOs?, 2006, s.21.

sağlamaktadır.²³⁰ Piyasa geri dönüşlerinin fazla olduğu dönemler ise, çekilen halka arzların başarılı bir şekilde geri dönmelerini olumsuz yönde etkilemektedir.

Çekilme sonrasındaki genel piyasa koşulları da çekilen halka arzların yeniden başarılı bir şekilde halka arzını gerçekleştirmesini etkileyen faktörlerdendir. Geri çekilme sonrasında piyasada olumlu geri dönüşlerin fazla olduğu dönemler çekilen halka arzların yeniden piyasaya dönme şanslarını azaltmaktadır. Dosyalanan halka arzların sayısına göre ölçülen halka arz piyasasındaki hareketlilik ise; çekilen firmaların tekrar halka arz başvurusunda bulunma ihtimalini arttıran bir faktör olarak değerlendirilmektedir.²³¹

Piyasa şartları kadar firmanın yaşı da çekilen firmaların başarılı bir şekilde halka arz piyasasına dönmeye etki eden faktörlerdendir. Burada firmanın yaşı ile ifade edilen firmanın tecrübesidir. Halka arzını gerçekleştiren firmanın tecrübesi çekilme sonrası yeniden girişimde bulunma ihtimalini doğru orantılı olarak etkileyen bir faktördür.²³² Tecrübesi fazla olan bir firmanın halka arz başvurusunu geri çektikten sonra tekrar girişimde bulunma ve gerçekleştirdiği ikincil halka arzda başarılı olma ihtimali daha yüksektir. Daha eski firmaların çekilmeden kısa bir süre sonra yeni bir teklif ile piyasaya geri dönmesi beklenirken, daha genç firmaların çekilmeden sonra tekrar piyasaya dönüşleri ise daha fazla zaman almaktadır.

Brau and Fawcett de 2006 yılında yaptıkları çalışmalarında halka arzı gerçekleştiren firmaların tecrübesinin çekilme sonrası yapılacak ikincil halka arzın başarısı üzerinde etkili olduğunu savunmaktadırlar. Daha çok tecrübeye sahip firmaların geri çekilme sonrası piyasaya geri dönme olasılıklarının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır.²³³

Piyasa şartları ve firmanın yaşının yanı sıra halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun itibarı ve tecrübesi de çekilen tekliflerin başarılı bir şekilde halka arz piyasasına geri dönmesinde büyük bir etkiye sahiptir. Firmalar halka arz sürecinde aracı kuruluşun önemini bildiklerinden çekilme sonrası ve başarılı bir halka arz

²³⁰ Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.7.

²³¹ Masson, Marie., a.g.e., 2011, s.7.

²³² Masson, Marie., a.g.e., 2011, s.28.

²³³ Brau, J. C. ve Fawcett, S. E. (2006). A.g.e., s.400.

öncesi çalıştıkları aracı kuruluşu değiştirebilirler. Çekilme öncesinde çalıştıkları aracı kuruluşun iyi performans göstermediğini düşünen ihraççılar çekilme sonrasındaki geri dönüşlerinde daha itibarlı ve daha geniş pazar payına sahip olan aracı kuruluşlar ile çalışmayı tercih ederler. Yapılan çalışmalar ile çekilme sonrası ve ikinci halka arz girişimi öncesi aracı kuruluşu değiştiren firmaların daha başarılı oldukları sonucuna ulaşılmıştır.²³⁴ Halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun çekilme sonrasındaki halka arz girişiminin başarısını etkileyen önemli bir faktör olduğunu söylemek mümkündür.

Aracı kuruluşun değiştirilmesinin çekilme sonrasında gerçekleştirilen ikinci halka arz başvurusundaki düşük fiyatlandırma üzerinde de etkisi vardır. Aracı kuruluşun değiştirilmesi ikinci halka arzdaki düşük fiyatlandırma riskini biraz hafifletebilir ancak tamamen gideremez.²³⁵

Halka arzını geçici olarak ertelemenin firmaların gerçekleştirecekleri ikincil halka arzları için risk unsuru oluşturacağını savunan çalışmalarda firmaların çekilme sonrası ve ikincil halka arz öncesi çalıştıkları aracı kuruluşu değiştirerek bu riski azaltmaya çalıştıkları sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmalarda, ikincil halka arz öncesi çalıştıkları aracı kuruluşu değiştiren firmaların çekilme sonrası gerçekleştirdikleri halka arzlarında daha başarılı oldukları savunulmaktadır.²³⁶

Firmaların halka arzını geçici olarak erteleme şeklinde gerçekleşen çekilmelerde firmaların çekilme sonrası durumlarını inceleyen çalışmalardan bazıları firmaların çekilme sonrası başarılı bir şekilde halka arz piyasasına geri döneceğini savunurken bazı çalışmalarda firmaların çekilme sonrasında tekrar başarılı bir şekilde halka arzını gerçekleştiremeyeceğini savunmaktadır. Firmaların başarılı bir şekilde halka arzını gerçekleştiremeyeceğini savunan çalışmalara göre firmalar çekilme sonrası ya satın alınmaktadır ya da iflas etmektedir.²³⁷

²³⁴ Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.8.

²³⁵ Lian, Qin. Does The Market Incorporate Previous IPO Withdrawals When Pricing Second-Time IPOs?, 2006, s.22.

²³⁶ Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.31.

²³⁷ Shangguan, Z. ve Vasudevan, G. Do Firms Knowingly Issue Overvalued Equity? New Evidence From Withdrawn Equity Offerings. Journal of Business and Economic Studies 14, 81-94, 2008, s. 92.

Özellikle kriz dönemlerinde ve ekonominin istikrarsız olduğu dönemlerde geri çekilen firmaların çekilmeden sonra tekrar halka arz girişiminde bulunması ve başarılı olması pek mümkün değildir.²³⁸ Firmaların çekilme ihtimalini arttıran bir neden olarak ortaya çıkan kriz dönemleri ve ekonomideki istikrarsız dönemler firmaların çekilme sonrası tekrar halka arz girişiminde bulunma ihtimalini olumsuz yönde etkileyen bir faktör olarak değerlendirilmektedir.

Kriz dönemleri ekonominin istikrarsız olduğu dönemlerin aksine piyasa dönüşlerinin az olduğu ve faiz oranlarının düşük olduğu dönemler çekilmiş firmaların ikincil halka arzlarındaki başarı şansını arttıran bir faktör olarak kabul edilmektedir.²³⁹

Firmanın halka arzdan elde edeceği geliri kullanım amacı çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunma kararı vermesinde etkili olan bir faktördür. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanım amacı hem çekilme kararı üzerinde hem de çekilme sonrası yeniden halka arz başvurusunda bulunma kararı üzerinde etkilidir. Firmaların halka arzdan elde edeceği geliri kullanım amaçlarından birisi işlerini genişletmek bir diğeri ise borçlarını geri ödemektir. Halka arzdan elde edeceği geliri işlerini genişletme amacıyla kullanma niyetinde olan firmaların çekilme sonrası ikincil halka arz başvurusunda bulunma ihtimalinin daha düşük olduğu ve borçlarını geri ödeme niyeti ile halka arz başvurusunda bulunmuş firmaların ise çekilme sonrası ikincil halka arz başvurusunda bulunma ihtimalinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.²⁴⁰

Firmanın çekilme kararını vermesi için geçerli nedenleri olsa dahi çekilme kararının verilmesi çoğu zaman piyasaya firma hakkında olumsuz bir sinyal göndermektedir. Bu durumu, George Akerlof'un araba piyasası örneğinde kötü arabalar için kullandığı ve **“limon problemi”** olarak adlandırılan problem ile ilişkilendirmek mümkündür.²⁴¹

²³⁸ Masson, Marie., a.g.e., 2011, s.29.

²³⁹ Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.7.

²⁴⁰ Masson, Marie., a.g.e., 2011, s.30.

²⁴¹ Boeh, Kevin ve Dunbar Craig., a.g.e., Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2135772>, s.5.

Limon problemi şu şekilde açıklanabilir: Bilgi eksikliği olan bilinçsiz yatırımcılar hisseleri getiri bazında değerlendirmek yerine fiyat bazında değerlendirirler. Bu anlamda getirisi yüksek olan güvenilir hisseleri tercih etmek yerine daha düşük fiyatlı hisseleri talep ederler. Bu durum düşük fiyatlı hisselerin taleplerinin artmasına neden olurken güvenilir hisselerin taleplerinin düşmesine ve piyasadan çekilmesine neden olur. Böylece bilgi asimetrisi nedeniyle ters seçim gerçekleşir. Bilgi eksikliği olan yatırımcı hisselerin gerçek değerini bilmez ve hisseler için ödemeye istekli olduğu bir fiyat vardır. Bu durum getirisi daha düşük olan düşük fiyatlı hisseler için avantaj yaratırken getirisi yüksek olan iyi hisselerin piyasadan çekilmesine neden olur.²⁴²

Sıcak halka arz olarak ifade edilen dönemlerde çekilen firmaların daha çok “limon problemiyle” karşı karşıya kaldığı savunulmaktadır. Sıcak halka arz dönemlerinde gerçekleştirilen çekilmelerin iflasla sonuçlanması daha muhtemeldir. Çünkü girilmesi güç olmayan bir piyasadan çekilme firma hakkında yatırımcıya olumsuz bir sinyal gönderir ve bu durum da firmanın iflasıyla sonuçlanır. Bunun aksine piyasa dönüşlerinin az olduğu ve soğuk halka arz olarak ifade edilen dönemlerde çekilen firmalar başarılı bir halka arz dönüşü için daha avantajlıdır.²⁴³

2.5.3. Firmaların Halka Arzdan Tamamen Vazgeçmesi Şeklinde Gerçekleşen Çekilmeler

Firmaların çekilme durumlarının incelendiği bu bölümde firmaların çekilme durumlarından bir tanesi de halka arzdan tamamen vazgeçmesi şeklinde gerçekleşen çekilmelerdir. Firmaların piyasadan tamamen çekilme durumlarında, firmanın halka arzını geri çektikten sonra tekrar başarılı bir halka arz ihtimali söz konusu değildir.

Yapılan çalışmalar incelendiğinde firmaların piyasadan tamamen çekilme ihtimalini etkileyen aşağıdaki faktörlere ulaşılmıştır:

Yapılan çalışmalarda firmanın yaşı halka arzdan çekilmesine etki eden önemli bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Genç firmaların tecrübeleri az olduğu için hata

²⁴² Akerlof, G. The Market for ‘lemons’: Quality and the market mechanism, Quarterly Journal of Economics 84, 1970, 488-500, s.490.

²⁴³ Boeh, Kevin ve Dunbar Craig., a.g.e., Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2135772>, s.15.

yapma ihtimalleri daha fazladır. Bu durum firmaların halka arzdan çekilme ihtimalini arttıran bir faktör olarak yorumlanırken tecrübesi fazla olan daha eski firmaların ise; halka arz başvurularını geri çekme ihtimalinin daha düşük olduğu savunulmaktadır.²⁴⁴Buna göre; halka arzdan çekilme ihtimali ile firmanın yaşı (tecrübesi) arasında negatif bir ilişki olduğu söylenebilir.

Firmanın halka arzdan vazgeçmesine etki eden faktörlerden bir diğeri de halka arz sürecinde taraflardan birinin yeterli bilgiye sahip olmaması şeklinde ortaya çıkan asimetrik bilgi problemidir. Asimetrik bilgi problemi; firmanın sahip ve yöneticilerinin firma hakkındaki bilgilere eşit olarak sahip olamaması şeklinde açıklanabilir. Şirketin yöneticileri halka arz ile firmaya gelecek yeni ortaklar nedeniyle yönetimi kaybetme endişesi içerisine girerek halka arzdan çekilmeyi tercih ederler. Yöneticilerden daha az bilgiye sahip olan şirket sahipleri ise; halka arz şeffaflaşmayı arttırdığı için halka arzı desteklerler. Bu durum sahip ve yöneticilerin çıkar çatışmasına sebep olmakta ve firmanın çekilmesi ile sonuçlanmaktadır. Daha genç ve tecrübesiz firmalarda bilgi asimetrisi daha fazla ortaya çıkmaktadır. Bu firmaların halka arzdan çekilme ihtimali de daha fazladır. Daha tecrübeli ve eski firmalarda ise bilgi asimetrisinin daha az ortaya çıkmasıyla birlikte çekilme ihtimali de azalmaktadır.²⁴⁵ Asimetrik bilginin de çekilme ihtimalini etkileyen bir faktör olduğunu söylemek mümkündür.

Benveniste and Spindt 1989 yılında halka arzdan çekilme ile ilgili yaptıkları çalışmada kurdukları model ile firmaların hisse değerinin belirsiz olması durumunun asimetrik bilgiyi arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır.²⁴⁶Buna bağlı olarak hisselerinin değeri belirsiz olan firmaların çekilme ihtimalinin daha fazla olduğu savunulabilir.

Halka arz sürecinde yer alan yatırımcının da firma hakkında kısıtlı bilgiye sahip olması çekilme ihtimalini tetikleyen bir faktördür. Bu durumu, Welch 1992 yılında yaptığı çalışmasında kurduğu model ile kanıtlamıştır. Bu çalışmada ulaşılan sonuca

²⁴⁴ Masson, Marie., a.g.e., 2011, s.30.

²⁴⁵ Ritter, J. The Cost of Going Public, Journal of Financial Economics 19, 269-281, 1987, s. 278.

²⁴⁶ Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R. Second Time Lucky? Withdrawn IPOs That Return To The Market, Richard Ivey School of Business, The University of Western Ontario, 2004, s.28.

göre; yatırımcının kısıtlı bilgiye sahip olduğu bir halka arz sürecinde firma hakkında çıkan olumsuz bir haber firmanın çekilme ihtimalini arttırmaktadır.²⁴⁷

Asimetrik bilgi problemi kadar firmaların halka arzdan çekilme ihtimalini etkileyen faktörlerden bir diğeri de düşük fiyatlandırma. Halka arz fiyatlarından memnun olmayan firmalar halka arzdan çekilme seçeneği ile halka arzını süresiz erteler veya iptal eder.²⁴⁸

Halka arzdan çekilen firmaların çoğu, pazara hisselerinin ipotek değerinden düşük bir fiyatla yaklaşmaktadır. Düşük fiyatla pazara yaklaşan ihraççı yatırımcının fiyatlandırma konusundaki düşüncelerini öğrendikten sonra, yatırımcı istediği fiyatı vermezse halka arzını geri çeker. Yatırımcılar firmanın geri çekilme ihtimalini yüksek görürlerse bu durumda hisselerin fiyatlandırması daha düşük seviyelerde gerçekleşir.²⁴⁹ Bu anlamda düşük fiyatlandırma ile teklifleri geri çekme arasında teorik bir ilişki olduğu söylenebilir.

Halka arzını gerçekleştiren firma düşük fiyatlandırma ile talep toplama sürecinde yatırımcının fiyat konusundaki fikrini alabilmektedir. Geri çekilme seçeneğine sahip olan firma yatırımcının fiyat konusundaki fikrini aldıktan sonra halka arzını geri çeker.²⁵⁰ Böylece geri çekilme seçeneği firmaya, hem yatırımcının fiyat konusundaki fikrini alabilme hem de fiyatlandırma konusunda gerçek isteğini yerine getirebilme imkânı tanımaktadır.

Halka arzın fiyatlandırması çekilme ihtimalinin tahmin edilmesi açısından yatırımcıya fikir de vermektedir. Halka açılmaya çalışan ama hisseleri için yatırımcıların ne kadar ödeyeceğini bilmeyen bir firma fiyatlandırma için yatırımcı adına fiyat değerlendirmesi yapan bir aracı kuruluş ile anlaşır. Eğer yatırımcılar verilen teklifin talep zayıfken geri çekileceğine inanıyorsa; hisselerine olan ilgileri azalacaktır ve bu teklif çekilmeye sonuçlanacaktır. Ancak yatırımcılar firmanın daha yüksek çekilme ihtimaline sahip olduğunu düşünürlerse; bu anlamda

²⁴⁷ Boeh, Kevin ve Dunbar Craig. Post IPO Withdrawal Outcomes, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2135772>, 2013, s.9.

²⁴⁸ Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.1.

²⁴⁹ Busaba, W., Benveniste, Lawrence M., Guo, Re-Jin. The Option To Withdraw IPOs During The Premarket: Empirical Analysis, Journal of Financial Economics 60, 73-102, 2001, s. 75.

²⁵⁰ Busaba, Waïd Y. Bookbuilding, The Option To Withdraw and The Timing of IPOs, Journal Corporate Finance 12, 159-186, 2006, s.160.

yatırımcılar düşük fiyatlandırmalarını güvence altına alırlar ve bu hisselerle olan talepleri artar. Bu durumda yatırımcıların firmanın geri çekilme ihtimalinin daha yüksek olduğuna inanması için halka arzın düşük fiyatlandırmasının daha düşük olması gerekmektedir. Yatırımcılar, firmaların halka arzlarını geri çekme ihtimalini değerlendirirken firmanın önceki tekliflerini ve diğer firmaların tekliflerini incelerler.²⁵¹Bu düşünceye göre; düşük fiyatlandırma firmanın çekilme ihtimalini tahmin etme konusunda yatırımcıya yararlı bilgiler sağlamaktadır.

Halka arzların fiyatlandırılmasında, firmaların sahip oldukları alternatif finansman kaynakları da önemli bir etkiye sahiptir. Alternatif sermaye kaynaklarına sahip olan ihraççıların daha fazla risk alma eğiliminde oldukları ve bu anlamda daha yüksek halka arz satış fiyatı verdikleri söylenebilir. Bu firmaların halka arzlarını geri çekme ihtimali de daha fazladır. Alternatif sermaye kaynakları kısıtlı olan firmalar ise riskten kaçınır ve bu nedenle halka arz fiyatlandırmasında daha düşük fiyatlandırmaya gidebilirler. Bu firmaların çekilme ihtimalleri de daha düşüktür.²⁵²Firmaların sahip oldukları alternatif finansman kaynakları ile halka arzdan çekilme ihtimali arasında pozitif bir ilişki vardır.

Halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun itibarı ve uzmanlığı da halka arz sürecinin tamamlanabilmesinde önemli bir etkiye sahiptir.²⁵³Daha itibarlı aracı kuruluş ile halka arzını gerçekleştiren firmaların halka arzını tamamlaması daha muhtemeldir. Bu görüşe dayanarak çekilme ihtimali ile aracı kuruluşun itibarı arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu söylemek mümkündür.

Halka arzdan çekilmeye etki eden faktörlerden bir diğeri de halka arza aracılık eden aracı kuruluşun pazar payıdır. Halka arz sürecinde firmaya aracılık yapan aracı kuruluşun aracı olduğu halka arzlar pazar payını oluşturmaktadır. Bates and Dunbar 2002 yılında yaptıkları çalışma ile pazar payı yüksek olan aracı kuruluşların aracılık yaptığı halka arzlarda firmaların geri çekilme ihtimalinin daha düşük olduğunu

²⁵¹Busaba, W., Benveniste, Lawrence M., Guo, Re-Jin., a.g.e., 2001, s. 75.

²⁵²Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.8.

²⁵³Masson, Marie., a.g.e., 2011, s.15.

bulmuşlardır.²⁵⁴Buna göre halka arza aracılık eden aracı kuruluşun pazar payı ile firmanın çekilme ihtimali arasında negatif bir ilişki olduğu söylenebilir.

Halka arza aracılık eden aracı kuruluşun daha önceden yürüttüğü anlaşmaların sayısı ve başarısı da gerçekleştirilen halka arzların tamamlanmasını önemli ölçüde etkilemektedir.²⁵⁵Aracı kuruluşun yürüttüğü anlaşmaların sayısı ile kastedilen son halka arz teklifi öncesindeki 12 ay içinde aracı kuruluşun aracılık ettiği bütün halka arzların sayısıdır. Aracı kuruluş önceki anlaşmalarından bilgi erişimine sahip olabilmektedir. Bu nedenle gerçekleştirdiği önceki anlaşmaların sayısı ve başarısı da halka arzın tamamlanmasını etkileyen bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Firmanın faaliyet gösterdiği sektör de çekilme ihtimali üzerinde etkili olan faktörlerden biridir. Halka arz ile ilgili yapılan çalışmalar ile özellikle teknoloji firmalarının ünlerini arttırmak için halka arza başvurduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu anlamda teknoloji firmaları halka arzdan çekilmeyi imajlarına zarar getirecek bir durum olarak değerlendirmektedir.²⁵⁶Bu nedenle teknoloji firmaları kötü reklama sebep olacağını düşündükleri çekilme durumundan vazgeçerler. Çekilme ihtimalinin teknoloji firmaları açısından daha düşük bir ihtimal olduğu yapılan çalışmalarda ulaşılan bir başka sonuçtur.

Firmanın faaliyet gösterdiği sektör kadar halka arzın zamanlaması da halka arzdan beklenen hedeflerin gerçekleşmesi açısından önemlidir. Halka arzın zamanlaması konusunda, genel olarak piyasanın ve firmanın faaliyet gösterdiği sektörün durumu dikkate alınmalıdır. Halka arzı gerçekleştiren firmaya özgü özellikler dışında genel olarak piyasada ve sektörde yükselme yaşandığı dönemler halka arzda başarıya ulaşılacak zaman olarak değerlendirilmekte ve bu dönemler sıcak piyasa olarak ifade edilmektedir. Piyasalarda düşüşlerin yaşandığı dönemler ise soğuk piyasa olarak ifade edilmektedir. Soğuk piyasa dönemleri halka arzın başarısızlık riskini arttırmaktadır.²⁵⁷Soğuk ve sıcak piyasa dönemlerinin de halka arzdan çekilme ihtimali üzerinde etkili olduğunu söylemek mümkündür. Soğuk piyasa

²⁵⁴ Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.9.

²⁵⁵Boeh, Kevin ve Dunbar Craig., a.g.e., Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2135772>, 2013, s.13.

²⁵⁶ Brau, J. C. ve Fawcett, S. E. (2006). A.g.e., s.429.

²⁵⁷ Helwege, J., Liang, N. Initial Public Offerings in Hot And Cold Markets, Journal of Financial And Quantitative Analysis 39, 541-569, 2004, s. 550.

dönemlerinde gerçekleştirilen halka arz tekliflerinin çekilme ihtimali daha yüksek iken, sıcak piyasa dönemlerinde gerçekleştirilen halka arz tekliflerinin ise çekilme ihtimali daha düşüktür.

Piyasa yoğunluğu da geri çekilme ihtimali üzerinde etkilidir. Daha fazla halka arz girişiminin olduğu yoğun piyasalara teklifleri sunmak geri çekilme ihtimalinin azalmasını sağlarken halka arz girişiminin düşük olduğu dönemlerde halka arzını gerçekleştiren firmaların çekilme ihtimali daha yüksektir.²⁵⁸

Halka arzda talep toplama ve satışların gerçekleştirilmesinde de zamanlama çok önemli bir etkiye sahiptir. Firmanın piyasa değerinde değişkenliğin arttığı dönemlerde halka arz girişimi kısa vadeli iniş çıkışlar yaşayabilmektedir. Böyle dönemlerde firmalar halka arzını geri çekerek talep toplama döneminden yararlanabilirler. Bu süreçlerden en çok yararlanan firmalar; internet, fiber optik ve telekomünikasyon gibi alanlarda faaliyet gösteren firmalardır.²⁵⁹

Halka arz teklifleri faizlerin yüksek olduğu dönemlerde ve kriz dönemlerinde sunulduğunda halka arz süreci tamamlanamaz. Bu dönemlerde firmaların çekilme ihtimali daha yüksektir.²⁶⁰Örneğin; Amerika'da 2000 yılının mart ayında teknoloji firmalarının yer aldığı borsa endeksi olan NASDAQ'daki senetlerin büyük değer kaybı yaşamasıyla kendini gösteren Dot-com krizi döneminde gelişen bilgisayar ve internet teknolojilerine yatırım yapan risk sermayesi şirketleri yatırımlarının geri dönüşünü sağlayamamaları nedeniyle geri çekilmişlerdir. Çalışmada kriz dönemlerinin Türkiye'deki firmaların çekilmeleri üzerindeki etkileri incelenecektir.

Ekonomide yaşanan istikrarsız dönemler de firmaların halka arzdan çekilme ihtimalini arttıran bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu dönemlerde halka arz başvurusunda bulunan firmalar zayıf piyasa koşulları sebebiyle halka arzını geri çekmektedir.

Halka arzdan çekilme ihtimalini etkileyen faktörlerden biri de teklif miktarıdır.²⁶¹ Teklif miktarı firmanın finansman ihtiyacıyla ilişkilendirildiğinde; geri çekilme

²⁵⁸ Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.1.

²⁵⁹ Dunbar, Craig G. ve Foerster, a.g.e., 2004, s.25.

²⁶⁰ Masson, Marie., a.g.e., 2011, s.14.

²⁶¹ Masson, Marie., a.g.e., 2011, s.16.

ihtimali ile arasında pozitif bir ilişki olduğu düşünülebilir ve geri çekilme olasılığının teklif miktarı büyüdükçe arttığını söylemek mümkündür. İhraççılar sınırlı kaynaklara sahip olması sebebiyle büyük miktar halka arz teklifi sunarlar. Büyük miktar teklif sunan ihraççılar, hisselerin tamamının satılması konusunda zorluklar yaşayabilir. Teklif miktarı büyüdükçe firmanın çekilme ihtimalinin arttığını söylemek mümkündür.

Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanım amacı da çekilme ihtimali üzerinde etkili olan bir faktördür. Yapılan çalışmalar ile halka arzdan elde edeceği geliri borçlarını geri ödeme amacıyla kullanma niyetinde olan ihraççıların büyük bir kısmının tekliflerini tamamladığı sonucuna varılmıştır. Halka arzdan elde edeceği gelirleri işlerin geliştirilmesinde kullanmayı planlayan ihraççıların ise halka arzlarını geri çektiği sonucuna varılmıştır.²⁶² Eğer firma halka arz sonucu elde edeceği kazancı, borçlarını finanse etme amacıyla kullanacaksa bu durumda firmanın teklifini geri çekme ihtimalinin daha yüksek olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü borcun finanse edilmesinde öz sermaye satımı alternatif bir finansman aracıdır. Firma halka arzdan elde edeceği geliri genişleme amacıyla kullanacaksa ihraççının halka arzını geri çekme ihtimalinin daha düşük olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü şirketler genişleme için öz sermayeyi harcamaktan memnun kalmamaktadır.

Halka arzını gerçekleştiren firmanın dosyalama öncesindeki büyüme oranı ile çekilme ihtimali arasında da bir ilişki vardır. Halka arz teklifi sunan firmanın dosyalama öncesindeki yılda defter değeri ve piyasa değeri oranları artış gösterdiyse bu firmanın halka arzını tamamlama ihtimalinin daha fazla olduğu söylenebilir.²⁶³ Halka arzdan önceki 1 yıllık sürede büyüme gösteren firmaların halka arzdan çekilme ihtimalinin daha düşük olduğunu söylemek mümkündür.

Halka arzın duyuru dönemindeki piyasa dengesi de halka arzın tamamlanmasına katkı sağlamaktadır. Büyük şirketlerin hisselerinin piyasada işlem gördüğü dönemde halka arz başvurusunu gerçekleştiren firmaların çekilme durumlarıyla karşılaştığı

²⁶² Masson, Marie., a.g.e., 2011, s.20.

²⁶³ Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.2.

sonucuna ulaşılmıştır.²⁶⁴Piyasa dengesi de firmaların halka arzdan çekilme ihtimalini etkileyen faktörlerden biridir.

Firmaların mali tablolarındaki borç oranları da çekilme ihtimali üzerinde etkili olan unsurlardan biridir. Firmanın mali tablolarındaki borç oranı kaynaklara ulaşım olanağının bir göstergesidir. Kaynaklara daha rahat ulaşım olanağı olan firmaların çekilme ihtimali daha yüksektir. Yüksek borç oranı bazı durumlarda da kaynaklara ulaşım kapasitesinin tükenmişliğinin göstergesi olabilir ki bu durumlarda geri çekilme ihtimalinin daha düşük olduğu söylenebilir.²⁶⁵

Firmaların risk sermayesi desteğine sahip olmaları da çekilme ihtimalini etkileyen bir faktör olarak kabul edilmektedir. Risk sermayesi, halka arz teklifine yönelik bir sertifikasyon olarak rol aldığından risk sermayesi destekli firmaların halka arzda başarılı olma ihtimalleri daha yüksektir ve bu firmaların çekilme ihtimali de daha düşüktür.²⁶⁶Risk sermayesi desteği de çekilme ihtimalini negatif yönde etkileyen bir faktör olarak yorumlanabilir.

Çekilme kararından sonra firmayı bekleyen durumlar da firmanın çekilme ihtimali üzerinde etkilidir. Çekilme sonrası yatırım, birleşmeler veya başarılı bir şekilde geri dönme ihtimalleri çekilme kararının verilmesinde önemli bir etkiye sahiptir. Bir halka arz için, çekilme sonrası başarılı bir şekilde geri dönme ve özel plasmaya sahip olma ihtimalleri geri çekilme olasılığı üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Ayrıca ihraççıların çekilme sonrası sermaye piyasasında daha büyük bir aktivite olasılığı var ise; ihraççılar daha yüksek bir çekilme eğilimine sahip olurlar. Çekilme sonrasında firmanın iflasını beyan etme olasılığı var ise; bu durum çekilme kararı üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Çekilme sonrasında firmaların kaderinin belirsiz olması durumu da ihraççıların çekilme kararı üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Eğer ihraççılar için çekilme sonrası güçlü sermaye piyasası seçenekleri söz konusu ise bu firmaların halka arzını geri çekme ihtimalleri daha yüksektir.²⁶⁷

²⁶⁴ Masson, Marie., a.g.e., 2011, s.15.

²⁶⁵ Busaba, W., Benveniste, Lawrence M., Guo, Re-Jin., a.g.e., 2001, s. 81.

²⁶⁶ Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.8.

²⁶⁷ Boeh, Kevin ve Dunbar Craig., a.g.e., 2013, s.5.

Firmanın geri çekilme sonrasında koşullarının iyileşeceği beklentisinin olması veya halka arzını erteleyip çekilme sonrası gerçekleştireceği halka arzın kendisine daha fazla getiri sağlayacağı düşüncesinin olması çekilme ihtimalini arttıran bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.²⁶⁸ Firma eğer halka arz başvurusunun kendisine kazancının yüksek olmayacağı düşüncesindeyse çekilme kararı verebilir. Bu kararın verilmesinde çekilme sonrasında koşulların iyileşmesi ve çekilme sonrasında yapılan halka arz başvurusunun kendisine daha fazla getiri sağlayacağı beklentisi de çok büyük bir etkiye sahiptir. Firmanın böyle bir beklentiye sahip olması çekilme ihtimalini arttıran bir faktör olarak değerlendirilebilir.

Firmanın çekilme ihtimali ile başarılı geri dönüşlerin tahmin edilebilirliği arasında doğru orantı vardır. Firmanın çekilme sonrası başarılı bir dönüş imkânına sahip olması geri çekilme ihtimalini arttıran bir faktördür. Geri çekilme ile karşılaşan fakat ikinci bir halka arz şansı beklemeyen ihracatçıların ise halka arzlarını tamamlamayı denemeleri daha olasıdır.²⁶⁹ Çekilme sonrası başarılı bir şekilde geri dönme ihtimali olan ihracatçıların ilk halka arz başvurularını iptal etme olasılıkları daha yüksektir. Bu görüşlerden hareketle, firmaların geri çekilme olasılığı ile başarılı geri dönüşlerin tahmin edilebilirliği arasında doğru orantı olduğunu söylemek mümkündür.

Olumsuz piyasa koşulları ve negatif hisse senedi getirileri de firmaların çekilme kararı vermesinde etkili olan faktörlerdir.²⁷⁰ Piyasa koşullarının olumsuz olması ve düşük getiriler firmanın halka arzdan çekilme ihtimalini arttıran faktörlerdendir.

Halka arzdan çekilme ile ilgili yapılan çalışmalar sonucu; piyasa ekonomisi kötüye giderken geri çekilme ihtimalinin arttığı, piyasa ekonomisi güçlüyken de geri çekilme ihtimalinin azaldığı bulunmuştur.²⁷¹ Firmalar ekonomideki genel durumun iyi gitmemesi sebebiyle ve hisselerinin firmanın gerçek değerini yansıtmayacağı düşüncesiyle halka arzlarını geri çekebilirler.

²⁶⁸ Masson, Marie., a.g.e., 2011, s.27.

²⁶⁹ Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.7.

²⁷⁰ Mikkelsen, Wayne H. ve Partch, M. Megan. Withdrawn Security Offerings, Journal of Financial and Quantitative Analysis 23.2, 119-133, 1988, s.132.

²⁷¹ Busaba, Waild Y., a.g.e.,2006, s.165.

Başarılı halka arzlar ile çekilmiş halka arzlar arasındaki farklar önemlidir ve çekilme ihtimalini arttıran nedenleri anlamamıza yardımcı olmaktadır. Geri çekilen teklifler tamamlanan tekliflerle kıyaslandığında; geri çekilen tekliflerin önemli ölçüde düşük başlangıç dosyalama hacmine sahip olduğu görülmektedir.²⁷² Tekliflerin dosyalama hacmi de çekilme ihtimalini etkileyen bir faktör olarak değerlendirilebilir.

Firmalar çekilme konusunda karar verirken maliyetleri de dikkate alarak karar verirler. İkinci bir şans elde etmesi olası olmayan firmalar maliyetler nedeniyle çekilmeden vazgeçip halka arzı tamamlamayı deneyebilirler.²⁷³ Bu durumu maliyetler ile çekilme kararı arasındaki ilişki olarak nitelendirmek mümkündür. Çekilme maliyetleri, ikinci bir halka arz şansı olmayan firmaların çekilme ihtimalini negatif olarak etkilemektedir.

Geri çekilme seçeneği ihraççılar dışında halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşlar açısından değerlendirildiğinde halka arzını gerçekleştiren firmalar ile halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun birbirleriyle çalışmaya karar verirken çekilme durumunu göz önünde bulundukları söylenebilir.²⁷⁴ Şöyle ki; aracı kuruluşlar ancak tamamlanan tekliflerden kazanç elde ederler. O nedenle çekilme ihtimali yüksek olan firmalar ile çalışmayı reddederler. Aynı şekilde aracı kuruluşun itibarı da çekilme ihtimali üzerinde etkili olduğundan ihraççılar da çalışmayı tercih edecekleri aracı kuruluşa karar verirken onların önceki tekliflerindeki başarılarını dikkate alırlar. Aracı kuruluşun aracılık ettiği daha önceki tekliflerinde çekilen teklif sayısının fazla olması ihraççının bu aracı kuruluş ile çalışmaya karar vermesinde olumsuz bir imaj yaratır.

Halka arz genç ve gelişmekte olan bir şirketin hayatında önemli bir olaydır. Arz hâsılatı büyümeye destek için sermaye sağlamanın yanında girişimcilere de likidite sağlar. Halka arz sürecinde başarılı olamayıp tekliflerini geri çeken firmaların çekilme ihtimalini etkileyen faktörler literatürde yapılmış çalışmalardan yararlanılarak bu bölümde açıklanmıştır. Yapılan çalışmadaki temel amaç; literatürde yapılmış çalışmalar ışığında belirlenen bu faktörlerin Türkiye'deki çekilmiş firmalar üzerindeki geçerliliğini test etmek ve literatüre katkı sağlamaktır.

²⁷² Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.9.

²⁷³ Dunbar, Craig G. ve Foerster, Stephen R., a.g.e., 2004, s.31.

²⁷⁴ Busaba, Waild Y., a.g.e.,2006, s.167.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3.METODOLOJİ

3.1.Araştırmanın Amacı ve Önemi

Bu araştırmanın temel amacı; firmaların halka arzdan çekilme sürecini etkileyen faktörleri literatürde yapılmış çalışmaları baz alarak belirlemek, analiz etmek, sorgulamak, aydınlığa kavuşturmak ve bu faktörlerin 1991-2013 yılları arasında Türkiye’de halka arzdan çekilmiş firmalar üzerindeki etkisini araştırmaktır. Türkiye’de halka arz üzerine yapılmış birçok çalışma olmasına rağmen firmaların halka arzdan çekilme durumları üzerine yapılmış çalışma bulunmamaktadır. Bu çalışma ile literatürdeki bu eksikliğe katkı sağlamak amaçlanmaktadır.

3.2.Araştırmada Kullanılan Veri Toplama Yöntemi

Araştırmada veri toplama yöntemi olarak anket yöntemi uygulanmıştır. Hazırlanan anket veri setini oluşturan firmalara e-mail yoluyla veya bizzat firmaların sorumluları ile görüşmek suretiyle uygulanmıştır.

Anket soruları; Robert M. Bishop tarafından hazırlanmış “Consolidated Sri Lanka Securities Regulations (1990) “ isimli kaynakta yer alan “Securities Council Delisting Questionnaire” bölümünde yer alan sorular ve literatürde yapılmış çalışmalarda ulaşılan çekilme ihtimalini etkileyen faktörler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Anket 27 sorudan oluşmaktadır. Ankette yer alan ilk yedi soru firmanın ticaret unvanı, kuruluş tarihi, ortaklık yapısı, çekilme tarihi, firmada uygulanan planlama, firmanın kullandığı halka arz yöntemi ve halka arzda kullandığı satış yöntemi gibi işletmenin genel yapısını ortaya çıkarmaya yönelik sorulardan oluşmaktadır. Ankette yer alan diğer sorular ikili hipotez şeklinde oluşturulmuş ve anket katılımcısı firmaların halka arz ve halka arzdan çekilme üzerine karar kıstaslarını ortaya çıkarmaya yönelik sorulardan oluşmaktadır.

3.3.Araştırmanın Veri Seti ve Kısıtları

Çalışmanın analizinde Türkiye’de 1991-2013 yılları arasında halka arzdan çekilen firmalar incelenmiştir. Bu yıllar arasında halka arzdan çekilen firmaların bilgisine; Borsa İstanbul’un 1991-2013 yılları arasında haftalık olarak yayınlanan bültenleri taranarak ulaşılmıştır. Bültenlerin incelenmesi sonucu ilgili yıllarda 120 firmanın halka arzdan çekildiği tespit edilmiştir.

Öncelikle halka arzdan çekilen bu 120 firmanın iletişim bilgilerine ulaşılmaya çalışılmıştır. Yapılan araştırmalar sonucu 120 firmadan 20 tanesine TMSF tarafından el konulduğu, 10 tanesinin ise el değiştirdiği bilgisine ulaşılmıştır. Bu nedenle halka arzdan çekilen 90 firmaya telefonla ulaşılarak çalışmadan bahsedilmiş ve ankete cevap vermeleri konusunda ricada bulunulmuştur. Hazırlanan anket firmalara e-mail yolu ile veya bizzat firmaların finans sorumluları ile görüşmek suretiyle uygulanmıştır. Bazı firmalar ilgili yıllar arasında yönetimleri değiştiği için firmanın halka arzdan çekilmesi konusunda bilgi sahibi olmadıklarından ankete cevap veremeyeceklerini dile getirmiştir. Katılımcılara gönderilen 90 anketin 40 tanesinden cevap alınmıştır. Anketlerin geri dönüşüm oranı %30'dur.

Tablo 3.1.'de araştırmanın veri setini oluşturan, 1991-2013 yılları arasında halka arzdan çekilen 40 firmanın yıllara göre dağılımı verilmiştir.

Tablo 3.1. Veri Setini Oluşturan Çekilmiş Halka Arzların Yıllar İtibariyle Sayısı

Yıllar	Halka Arzdan Çekilmiş Firma Sayısı
1993	2
1996	2
2000	6
2001	6
2008	6
2010	5
2011	6
2012	4
2013	3
Toplam	40

3.4.Araştırmada Kullanılan Analiz Teknikleri

Araştırmada; Çapraz Tablo Analizi Ki-Kare Analizi ve Mann-Whitney U Testi uygulanmıştır. Bu analizler IBM SPSS Statistics 21 paket programı ile yapılmıştır.

3.4.1. Çapraz Tablo Analizi

Çapraz tablolar, iki değişken arasındaki ilişkiyi analiz etmek için kullanılır. Bu, araştırmacıya değişkenler arasındaki ilişkiyi her bir değişkenin kategorilerinin kesişimlerini değerlendirerek ortaya çıkarma olanağı sağlar.²⁷⁵

Veri setini oluşturan firmaların anket sorularına verdikleri cevaplar IBM SPSS Statistics 21 paket programına uygun veriler haline getirilerek Frekans Tabloları ve Çapraz Tablolar hazırlanmıştır. Çapraz tablo analizi sonuçlarına göre Ki-Kare testi uygulanarak değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı ortaya çıkarılmış ve literatürde ulaşılan sonuçların veri setini oluşturan firmalar üzerindeki etkisi ortaya çıkarılarak yorumlar yapılmıştır.

3.4.2. Ki-Kare Analizi

Ki -Kare testi, gözlenen frekansların, kuramsal sonuçlara ne kadar uyum sağladığını araştırmaktadır. Gözlenen frekanslar, kuramsal sonuçlara yakın olduğu takdirde, değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmadığı ve iki değişkenin birbirinden bağımsız olduğu kabul edilir. Gözlenen frekanslar ile kuramsal sonuçların birbirinden uzak olduğu durumda ise, iki değişken arasında anlamlı bir ilişkiden söz edilmektedir. Bu durumda belli koşullar altında bağımsız değişken bağımlı değişkeni etkilemektedir. Ki-kare testleri ile ölçümlenen değişkenler arasındaki ilişkinin anlamlı olup olmadığı anlaşılır.²⁷⁶

Değişkenler arasında ilişki bulunup bulunmadığını araştıran ve parametrik olmayan testler içerisinde en yaygın kullanıma sahip olan Ki-Kare testi, 2*2 ya da r*c tipindeki çapraz tablolarda gözlenen frekansların, marjinal olasılıklar yaklaşımına göre hesaplanan teorik frekanslara benzerliğini test etmeyi amaçlar.

Ki-Kare Testi ile incelenen değişkenler arasındaki ilişkiyi açıklamak için iki hipotez ortaya konulur. Bunlar:

H0: Değişkenler arasında anlamlı ilişki yoktur. (İki değişken birbirinden bağımsızdır.)
($p > 0,05$ ise)

H1: Değişkenler arasında anlamlı ilişki vardır. (İki değişken birbirinden bağımsız değildir.) ($p \leq 0,05$ ise)

²⁷⁵ Eymen, U. Erman. SPSS 15.0 Veri Analiz Yöntemleri, İstatistik Merkezi, Yayın No:1, www.istatistikmerkezi.com, 2007, s.62.

²⁷⁶ Aziz, Aysel. Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri ve Teknikleri, Nobel Yayın Dağıtım, 4. Baskı, Ankara, 2008, s.155.

Ki-Kare testi sonucu hesaplanan değerler belirli bir kabule göre belirlenen önem düzeyi ($p \leq 0,05$) ile karşılaştırılır. Hesaplanan Ki-Kare değeri bu değerden küçük ise H hipotezi reddedilir ve iki değişken arasında anlamlı bir ilişki vardır denir.²⁷⁷

Çalışmada Çapraz tablo analizinde yer alan frekansların teorik frekanslara benzerliğini test etmek amacıyla kullanılan Ki-kare testi hipotez sorularında yer alan iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını anlamaya yardımcı olmuştur.

3.4.3. Mann-Whitney U Testi

Mann Whitney U testi, iki bağımsız grup için elde edilen sonuçların anlamlı bir şekilde farklılık gösterip göstermediğini test etmek için uygulanır. Bu test birbirinden bağımsız örnekler için uygulanan t testlerinin parametrik olmayan alternatifidir. Mann-Whitney U testi grupların ortanca (medyan) değerlerini karşılaştırır. Sürekli değişkenlerin, iki grup içerisindeki değerlerini sıralı hale dönüştürür. Böylece iki grup arasındaki sıralamanın farklı olup olmadığını değerlendirir.²⁷⁸

Çalışmada firmaların çekilme tarihleri ile çekilme nedenleri arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırırken, firmaların yaşı ile ihtiyaç duyduğu finansmanı öncelikle karşıladığı kaynak arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırırken ve firmaların yaşı ile çekildikten sonra tekrar halka arza başvurma durumları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırırken Mann-Whitney U Testi uygulanmıştır.

3.5. Araştırmanın Hipotezleri

Araştırmanın literatür kısmında açıklanan önceki çalışmalardan elde edilen bilgilere dayanılarak geliştirilen hipotezler ile halka arzdan çekilmeyi etkileyen faktörlerin veri setini oluşturan firmaların çekilme durumlarını da etkileyip etkilemediği araştırılmıştır. Bu bağlamda geliştirilen ve araştırma kapsamında yer alan hipotezler aşağıdaki gibidir:

H1: Aile şirketi olanlar ile olmayanlar arasında kullanılan halka arz yöntemi açısından anlamlı bir farklılık var mıdır?

H2: Şirkette yapılan planlama ile kullanılan halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?

H3: Şirkette ihtiyaç duyulan finansmanın sağlandığı kaynak açısından aile şirketi olanlar ile olmayanlar arasında anlamlı bir farklılık var mıdır?

H4: Şirketin hisse senedi ihraç etme nedeni ile kullandığı halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?

²⁷⁷Serper, Özer. Uygulamalı İstatistik 2, 4. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2000, s.96.

²⁷⁸Kalaycı, Şeref. SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri, Asil Yayıncılık, İstanbul, 2008, s.99.

H5: Halka arzdan elde edeceği geliri borçlarını geri ödemek için kullananlar ile işlerini genişletmek amacıyla kullananlar arasında kullanılan halka arz yöntemi açısından anlamlı bir farklılık var mıdır?

H6: Şirketin halka arzdan elde edeceği geliri kullanma amacı ile şirkette yapılan planlama arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?

H7: Aile şirketi olanlar ile olmayanlar arasında halka arzın şirketlere sağladığı avantajlar açısından anlamlı bir farklılık var mıdır?

H8: Şirketin halka arzdan çekilme tarihi ile halka arzdan çekilme nedeni arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?

H9: Kullanılan halka arz yöntemi ile şirketlerin halka arzdan çekilme nedeni arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?

H10: Halka arzda kullanılan satış yöntemi ile halka arzdan çekilme nedeni arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?

H11: Halka arzın dezavantajları ile kullanılan halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?

H12: Halka arzdan çekildikten sonra tekrar halka arza başvurabilme ihtimalinin olması çekilme kararı üzerinde etkili olanlar ile olmayanlar arasında halka arzda kullanılan satış yöntemi açısından anlamlı bir farklılık var mıdır?

H13: Çekilmeden sonra yapılan halka arzda başarılı olanlar ile başarılı olmayanlar arasında halka arzda kullanılan satış yöntemi açısından anlamlı bir farklılık var mıdır?

H14: Halka arzdan elde edeceği geliri borçlarını geri ödemek için kullanacaklar ile işlerini genişletmek için kullanacaklar arasında halka arzdan çekilme nedeni açısından anlamlı bir farklılık var mıdır?

H15: Çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunanlar ile bulunmayanlar arasında şirketi çekilmeden sonra bekleyen durumlar açısından anlamlı bir farklılık var mıdır?

H16: Şirketin halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarısı ile tekrar halka arz başvurusunda bulunma ihtimali arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?

H17: Aracı kuruluşun başarısı ile çekilmeden sonra yapılan halka arzın başarılı olma ihtimali arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?

H18: Aracı kuruluşun başarılı olduğu halka arzlar ile başarılı olamadığı halka arzlar arasında çekilmeden sonra şirketi bekleyen durumlar açısından anlamlı bir farklılık var mıdır?

H19: Kullanılan halka arz yöntemi ile şirketi çekilmeden sonra bekleyen durumlar arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?

H20: Aile şirketi olanlar ile olmayanlar arasında şirketin hisse senedi ihraç etme nedeni açısından anlamlı bir farklılık var mıdır?

H21: Şirketin yaşı ile ihtiyaç duyulan finansmanın sağlandığı kaynak arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?

H22: Halka arzdan çekildikten sonra tekrar halka arza başvurular ile başvurmayanlar arasında şirketin yaşı açısından anlamlı bir farklılık var mıdır?

H23: Aile şirketi olanlar ile olmayanlar arasında şirketin halka arzdan vazgeçmesine etki eden dezavantajlar açısından anlamlı bir farklılık var mıdır?

Hazırlanan bu sorular ile firmaların çekilme süreci değerlendirilmiş ve literatürdeki çekilme ihtimalini arttıran faktörlerle karşılaştırma yapılmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. Analiz Sonuçları

Analizde kullanılan frekans tabloları ve analiz sonuçları aşağıdaki gibidir:

Freeman ve ark. (1983), Ritter (1987), Brau ve Fawcett (2006) çalışmalarında halka arzdan çekilen firmaların genç ve tecrübesiz firmalar olduğunu savunmaktadırlar. Firmanın yaşı ile çekilme ihtimalini ilişkilendiren bu çalışmalarda daha eski ve tecrübeli firmaların çekilme ihtimalinin daha düşük olduğu savunulmaktadır. Literatürde ulaşılan bu sonucu test etmek amacıyla veri setini oluşturan firmalara kuruluş tarihleri soruldu ve çekilen firmaların genç firmalar olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Buna göre çalışmada yer alan firmalara kuruluş tarihlerinin sorulduğu soruya alınan cevaplar Tablo 4.1.'de yer almaktadır:

Tablo 4.1. Veri Setini Oluşturan Çekilmiş Firmaların Kuruluş Tarihleri

Kuruluş Tarihleri	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
1936	1	2,5	2,8
1937	2	5	5,6
1954	2	5	5,6
1957	2	5	5,6
1961	1	2,5	2,8
1967	1	2,5	2,8
1969	1	2,5	2,8
1970	1	2,5	2,8
1974	1	2,5	2,8
1975	1	2,5	2,8
1976	1	2,5	2,8
1977	1	2,5	2,8
1978	1	2,5	2,8
1982	1	2,5	2,8
1985	3	7,5	8,2
1990	1	2,5	2,8
1991	2	5	5,6
1993	3	7,5	8,2
1994	3	7,5	8,2
1995	1	2,5	2,8
1997	1	2,5	2,8
1999	3	7,5	8,2
2005	1	2,5	2,8
2010	1	2,5	2,8
Toplam	36	90	100
Kayıp Gözlem	4	10	
Genel Toplam	40	100	

Firmanın kuruluş tarihinin sorulduğu soruya 40 firmanın %10'u (4 firma) cevap vermemiştir. Cevap veren firmaların kuruluş tarihleri 1926 ile 2010 yılları arasında değişmektedir. Firmaların kuruluş tarihlerine göre hesaplanan ortalama yaşı 84 ve standart sapması da 20,329 olarak bulunmuştur. Çalışmaya göre çekilen firmaların ortalama yaşı 84 olarak bulunduğu literatürdeki çalışmalara göre bu firmalar eski ve tecrübeli firmalar olarak nitelendirilebilmektedir.

Literatürde firmaların halka arzdan kaçınma nedenlerinden bir tanesi de yönetimi kaybetme endişesidir. Yönetimi kaybetme endişesiyle halka arzdan kaçınma ve ihtiyaç duyulan finansmanın başka kaynaklardan sağlanması durumu aile şirketlerinde daha çok görülen bir durumdur. Firmaların ihtiyaç duydukları finansmanı karşıladıkları kaynak ile ortaklık yapısını karşılaştırılabilmek amacıyla firmalara “Aile Şirketi” olup olmadıkları sorulmuştur. Ankette firmalara ortaklık yapısını ortaya çıkarabilmek için “Aile Şirketi” olup olmadıkları sorulmuştur. Firmalardan bu soru için alınan cevapların analiz sonucu Tablo4.2.'de yer almaktadır.

Tablo 4.2. Firmaların Ortaklık Yapısı

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Evet	15	37,5%	38,5%
	Hayır	24	60%	61,5%
	Toplam	39	97,5%	100%
Kayıp Gözlem		1	2,5%	
Genel Toplam		40	100%	

Toplam 40 firmanın %2,5'i (1 firma) bu soruya cevap vermemiştir. Cevap veren 39 firmanın %37,5'i (15 firma) aile şirketi oldukları cevabını verirken %60'ı aile şirketi olmadıkları cevabını vermiştir. Veri setini oluşturan halka arzdan çekilmiş firmaların büyük çoğunluğunun aile şirketi olmadığını söylemek mümkündür.

Veri setini oluşturan firmalara uyguladıkları planlama türünü ortaya çıkarmak için “Hangi tür planlama” yaptıkları sorulmuştur. Bu sorunun sorulmasındaki amaç firmalarda uygulanan planlama ile kullandıkları halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını ortaya çıkarmaktır. Alınan cevaplar ve analiz sonuçları Tablo 4.3'de yer almaktadır.

Tablo 4.3. Firmalarda Uygulanan Planlama

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Uzun Vadeli Planlama	16	40%	42,1%
	Orta Vadeli Planlama	11	27,5%	28,9%
	Kısa Vadeli Planlama	11	27,5%	28,9%
	Toplam	38	95%	100%
Kayıp Gözlem		2	5%	
Genel Toplam		40	100%	

Firmalara hangi tür planlama uyguladıklarının sorulduğu soruya 40 firmanın %5'i (2 firma) cevap vermemiştir. Cevap veren firmaların %40'ı (16 firma) uzun vadeli planlama yaptıkları cevabını verirken, %27,5'i (11 firma) orta vadeli planlama ve %27,5'i (11 firma) kısa vadeli planlama yaptıkları cevabını vermişlerdir.

Calarke et. Al. (2001) yılında yaptıkları çalışmalarında firmalarda kullanılan halka arz yöntemi ile çekilme sonrası yeniden halka arza başvurma ihtimali arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmaya göre sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanan firmaların çekilme sonrası yeniden halka arza başvurma ihtimalinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Firmalarda kullanılan halka arz yöntemi ile firmaların çekilme nedenlerini ilişkilendirebilmek ve firmalarda kullanılan halka arz yöntemi ile çekilme sonrası yeniden başvurabilme ihtimali arasında literatüre uygun anlamlı bir ilişki olup olmadığını ortaya çıkarabilmek amacıyla ankette firmalara kullandıkları halka arz yöntemi sorulmuştur. Bu soruya alınan cevaplar ve analiz sonuçları Tablo 4.4.'de yer almaktadır.

Tablo 4.4. Firmaların Kullandığı Halka Arz Yöntemi

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz	11	27,5%	29,7%
	Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz	14	35%	37,8%
	Karma Yöntem	12	30%	32,4%
	Toplam	37	92,5%	100%
Kayıp Gözlem		3	7,5%	
Genel Toplam		40	100%	

Veri setini oluşturan 40 firmanın %7,5'i (3 firma) bu soruya cevap vermemiştir. Cevap veren 37 firmadan %27,5'i (11 firma) mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini, %35'i (14 firma) sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini ve %30'u (12 firma) ise mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemi ile sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemlerini birlikte kullanmaktadır. Veri setini oluşturan firmaların sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini diğer yöntemlere göre nispeten daha fazla tercih ettiğini söylemek mümkündür.

Firmaların halka arzda kullandığı satış yöntemi ile halka arzdan çekilme nedenleri arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmak için veri setini oluşturan firmalara halka arzda kullandıkları satış yöntemi sorulmuştur. Alınan cevaplara göre oluşturulan frekans tablosu Tablo 4.5.'de yer almaktadır.

Tablo 4.5. Firmaların Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi

	Cevaplar	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi	19	47,5%	55,9%
	Fiyat Teklifi Alma Yöntemiyle Talep Toplama Yöntemi	6	15%	17,6%
	Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi	3	7,5%	8,8%
	Doğrudan Halka Satış Yöntemi	6	15%	17,6%
	Toplam	34	85%	100%
	Kayıp Gözlem	6	15%	
	Genel Toplam	40	100%	

Tablo 4.5.'e göre veri setini oluşturan 40 firmadan %15'i (6 firma) bu soruya cevap vermemiştir. Cevap veren 34 firmadan %47,5'i (19 firma) sabit fiyatla talep toplama yöntemini, %15'i (6 firma) fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini, %7,5'i (3 firma) fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemini ve %15'i (6 firma) doğrudan halka satış yöntemini kullandıklarını ifade etmişlerdir. Söz konusu firmalarda kullanılan satış yöntemleri içerisinde sabit fiyatla talep toplama yöntemi en çok paya sahiptir.

Firmaların halka arzlarını gerçekleştirdikleri dönemdeki piyasa koşulları da firmaların çekilme ihtimalini etkileyen bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Literatür incelendiğinde Helwege ve Liang (2004) ile Marie Masson (2001) yılında yaptıkları çalışmalarında olumsuz piyasa koşullarının ve kriz dönemlerinin firmaların çekilme ihtimalini arttıran faktörler olduğunu ispatlamışlardır. Literatürdeki durumun veri setini

oluşturan firmalara uygunluğunu değerlendirmek amacıyla firmalara halka arzdan çekilme tarihleri sorulmuştur. Alınan cevaplar ve analiz sonuçları Tablo 4.6.'da yer almaktadır.

Tablo 4.6. Firmaların Halka Arzdan Çekilme Tarihleri

Çekilme Tarihleri	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
1993	2	5	5
1669	2	5	5
2000	6	15	15
2001	6	15	15
2008	6	15	15
2010	5	12,5	12,5
2011	6	15	15
2012	4	10	10
2013	3	7,5	7,5
Toplam	40	100	

Veri setini oluşturan firmaların çekilme tarihlerine göre oluşturulmuş Tablo 4.6. incelendiğinde Türkiye'deki kriz dönemlerinde (2000,2001,2008 ve 2011'de) çekilen firma sayısının diğer yıllara göre daha fazla olduğu görülmektedir. Literatürde de belirtildiği üzere kriz dönemlerinin ve olumsuz piyasa koşullarının firmaların çekilme ihtimalini arttırdığını söylemek mümkündür.

Veri setini oluşturan firmaların ihtiyaç duydukları fonları öncelikle sağladıkları kaynakları tespit etmek amacıyla sorulan soruya alınan cevaplar ve analiz sonuçları Tablo 4.7.'de yer almaktadır.

Tablo 4.7. Firmaların Finansman Kaynakları

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Sermaye Piyasası	21	52,5%	52,5%
	İç Kaynaklar (Öz sermaye)	10	25%	25%
	Finansal Kurumlar	9	22,5%	22,5%
	Toplam	40	100%	100%
Genel Toplam		40	100%	

40 firmanın %52,5'i (21 firma) finansman ihtiyacı ortaya çıktığında ihtiyaç duyulan finansmanı öncelikle sermaye piyasasından sağladığını dile getirmiştir. Firmaların %25'i (10 firma) ihtiyaç duyulan finansmanı öz kaynaklarından sağlarken, %22,5'i (9 firma)

finansal kurumlardan sağlamaktadır. Bu sonuçlar değerlendirildiğinde sermaye piyasalarından halka arz yoluyla sağlanan finansmanın firmaların önemli finansman kaynakları arasında yer aldığını söylemek mümkündür.

Firmalar farklı amaçlar için halka arz yoluyla hisse senedi ihraç edebilmektedir. Literatür incelendiğinde firmaların hisse senedi ihraç etme nedenleri; finansman ve likidite sağlamak, yurt içi ve yurt dışında tanınmak (prestij) veya kurumsallaşma ve kredibilitiyi arttırmaktır. Veri setini oluşturan firmalara hisse senedi ihraç etme nedenlerinin sorulduğu soruya alınan cevaplar ve analiz sonuçları Tablo 4.8.'de yer almaktadır.

Tablo 4.8. Firmaların Hisse Senedi İhraç Etme Nedenleri

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Finansman ve Likidite Sağlamak	13	32,5%	33,7%
	Yurt içi ve Yurt Dışında Tanınmak (Prestij)	7	17,5%	29,2%
	Kurumsallaşmayı ve Kredibilitiyi Arttırmak	17	42,5%	37,1%
	Toplam	37	92,5%	100%
Kayıp Gözlem		3	7,5%	
Genel Toplam		40	100%	

Veri setini oluşturan 40 firmadan %7,5'i (3 firma) bu soruya cevap vermemiştir. Cevap veren 37 firmanın %32,5'i (13 firma) finansman ve likidite sağlamak, %17,5'i (7 firma) yurt içi ve yurt dışında tanınmak (prestij) ve %42,5'i (17 firma) kurumsallaşma ve kredibilitiyi arttırmak amacıyla hisse senedi ihraç etmektedir. Firmalar hisse senedi ihraç ettiklerinde SPK ve Borsa İstanbul'un denetimi ve gözetimi altına girmekte ve aile şirketi olma özelliğinden çıkarak daha kurumsal bir hal almaktadır. Firmaların kurumsallığının artması daha kolay kredi temin etmelerini sağlayarak firmaların kredibilitesini de arttırmaktadır. Veri setini oluşturan firmaların çoğunluğu için kurumsallığı ve kredibilitiyi artırması hisse sendi ihraç etmeyi daha cazip kılmaktadır.

Literatür incelendiğinde; Marie Masson 2011 yılında yaptığı çalışmasında firmaların halka arzdan elde edeceği geliri kullanım amacı ile firmaların halka arzdan çekilme ihtimali arasında ilişki olduğunu savunmaktadır. Bu çalışmada halka arzdan elde edeceği geliri işlerini genişletme amacıyla kullanan firmaların halka arzlarını geri çektiği,

borçlarını geri ödeme amacıyla halka arza başvuran firmaların ise halka arzlarını tamamladığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonucun veri setini oluşturan çekilmiş firmalarda ne kadar etkili olduğunu ölçmek için firmalara halka arzdan elde edeceği gelirleri kullanım amacı sorulmuştur. Bu soruya alınan cevaplar ve analiz sonuçları Tablo 4.9'da yer almaktadır.

Tablo 4.9. Firmaların Halka Arzdan Elde Edeceği Gelirleri Kullanım Amacı

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Borçlarını Geri Ödemek	5	12,5%	19,2%
	İşlerini Genişletmek	21	52,5%	80,8%
	Toplam	26	65%	100%
Kayıp Gözlem		14	35%	
Genel Toplam		40	100%	

Firmalara halka arzdan elde edeceği geliri kullanım amacını sorduğumuz soruya veri setini oluşturan 40 firmanın %35'i (14 firma) cevap vermemiştir. Cevap veren 26 firmanın %52,5'i (21 firma) halka arzdan elde edeceği geliri işlerini genişletmek amacıyla kullanacağını dile getirirken, %12,5'i (5 firma) halka arzdan elde edeceği geliri borçlarını geri ödeme amacıyla kullanacağını dile getirmiştir. Veri setini oluşturan firmalar halka arzdan çekilmiş firmalar olduğundan elde edilen sonucun literatürdeki sonuç ile uyumlu olduğunu ve halka arzdan çekilen firmaların halka arzdan elde edeceği geliri kullanım amacının işlerini genişletmek olduğunu söylemek mümkündür.

Halka arzın firmalara sağladığı çok çeşitli avantajlar vardır. Halka arzın firmalara sağladığı bu avantajlar finansman ihtiyacı ortaya çıktığında firmaların halka arzı tercih etmelerini daha cazip hale getirmektedir. Veri setini oluşturan firmalara halka arzın onlar için sağladığı en önemli avantajın ne olduğunu sorulmuş ve alınan cevaplara göre Tablo 4.10.deki frekans tablosunu oluşturulmuştur

Tablo 4.10. Halka Arzın Firmalara Sağladığı En Önemli Avantaj

	Cevaplar	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Finansman Sağlaması	19	47,5%	54,3%
	Kurumsallaşma	15	37,5%	42,2%
	Daha Güçlü Mali Yapı	1	2,5%	3,4%
	Toplam	35	87,5%	100%
Kayıp Gözlem		5	12,5%	
Genel Toplam		40	100%	

Veri setini oluşturan 40 firmanın %12,5'i (5 firma) bu soruya cevap vermemiştir. Cevap veren 35 firmanın %47,5'i (19 firma) halka arzın sağladığı en önemli avantajın finansman sağlaması olduğunu dile getirirken, kalan firmalardan %37,5'i (15 firma) kurumsallaşmanın ve %2,5'i (1 firma) daha güçlü mali yapı meydana getirmesinin en önemli avantaj olduğunu dile getirmiştir. Veri setini oluşturan firmalardan alınan cevaplara göre halka arzın firmalara sağladığı en önemli avantajın finansman sağlaması olduğunu söylemek mümkündür.

Halka arzın firmalara sağladığı avantajların yanında bazı dezavantajları da vardır. Bazı firmalar halka arzın bu dezavantajlarından dolayı finansman ihtiyacı ortaya çıktığında finansman ihtiyacını halka arz dışındaki finansman kaynaklarından sağlamak ve halka arzdan kaçınmaktadırlar. Halka arzın bu dezavantajları firmaların halka arzdan vazgeçmesine de neden olduğundan veri setini oluşturan firmalara halka arzın hangi dezavantajı nedeniyle halka arzdan vazgeçtiğini sorulmuştur. Firmalardan alınan cevaplar ve analiz sonuçları Tablo 4.11.'de yer almaktadır.

Tablo 4.11. Firmaların Halka Arzdan Vazgeçmesine Neden Olan Dezavantajlar

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	SPK ve Borsa İstanbul'un Denetimi ve Gözetimi Altına Girmek ve Yöneticilerin Üstünlüklerinin Sınırlanması	15	37,5%	53,6%
	Halka Arzın Ek Maliyetler Getirmesi	2	5%	15,4%
	Halka Arz Sürecinin Uzun olması	11	27,5%	31%
	Toplam	28	70%	100%
Kayıp Gözlem		12	30%	
Genel Toplam		40	100%	

40 firmanın %30'u (12 firma) bu soruya cevap vermemiştir. Cevap veren 28 firmanın %37,5'i (15 firma) SPK ve Borsa İstanbul'un denetimi ve gözetimi altına girerek yöneticilerin üstünlüklerinin sınırlanmasını halka arzın en önemli dezavantajı olarak ifade ederken, %5'i (2 firma) halka arzın ek maliyetler getirmesini ve %27,5'i (11 firma) halka arz sürecinin uzun olmasını halka arzın en önemli dezavantajı olarak değerlendirmişlerdir. Firmalar halka açıldıktan sonra SPK ve Borsa İstanbul'un denetimi altına girmekte ve bu durum daha fazla raporlama ile yeni bir otoritenin denetim ve gözetimi altında uyulması gereken kuralları arttırmaktadır. Bunun dışında halka arz ile firmaya yeni ortaklar katılmakta ve bu durum da firmadaki yöneticilerin üstünlüklerinin sınırlanmasına neden olmaktadır. Özellikle aile ve şahıs işletmelerinin bu nedenlerden dolayı halka arzdan kaçındığı literatürde yer almaktadır. Veri setini oluşturan firmaların büyük çoğunluğu aile şirketi olmamasına rağmen firmaların büyük çoğunluğu halka arzın en önemli dezavantajının SPK ve Borsa İstanbul'un denetimi ve gözetimi altına girmek ve yöneticilerin üstünlüklerinin sınırlanması olduğunu dile getirmiştir.

Çalışmanın amacı Türkiye'deki halka arzdan çekilmiş firmaların çekilme sürecini değerlendirmek ve çekilme nedenlerini ortaya çıkararak literatüre katkı sağlamaktır. Bunun için ankette veri setini oluşturan firmalara halka arzdan çekilme nedenleri sorulmuş alınan cevaplar ve analiz sonuçları Tablo 4.12'de yer almaktadır.

Tablo 4.12. Firmaların Halka Arzdan Çekilme Nedenleri

	Cevaplar	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Halka Arzın Maliyetli Olması ve Daha Cazip Bir Finansman Kaynağının Bulunması	7	17,5%	24,1%
	Borsadaki ve Ekonomideki Genel Durum	12	30%	39,3%
	Belirlenecek Hisse Senedi Fiyatının Gerçek Değeri Yansıtmayacağı Endişesi	10	25%	36,6%
	Toplam	29	72,5%	100%
	Kayıp Gözlem	11	27,5%	
	Genel Toplam	40	100%	

Veri setini oluşturan 40 firmanın %27,5'i (11 firma) bu soruya cevap vermemiştir. Cevap veren 29 firmanın %17,5'i (7 firma) halka arzın maliyetli olması ve daha cazip finansman kaynağı bulmaları nedeniyle halka arzdan çekildiklerini ifade ederken, %30'u (12 firma) borsadaki ve ekonomideki genel durum nedeniyle halka arzdan çekildiğini ifade etmiş ve %25'i de (10 firma) belirlenecek hisse senedi fiyatının gerçek değerini yansıtmayacağı endişesi yaşadıkları için halka arzdan çekildiklerini dile getirmişlerdir. Literatürde yapılmış çalışmalar (Helwege ve Liang (2004), Waild Y. Busaba (2006) ve Marie Masson (2011)) borsadaki ve ekonomideki genel durumun kötü olduğu dönemlerde ve kriz dönemlerinde firmaların halka arzdan çekilme durumlarının arttığını ispatlamıştır. Veri setini oluşturan çekilmiş firmalara halka arzdan çekilme nedenlerinin sorulduğu bu soruya alınan cevaplardan en çok paya sahip olan neden borsadaki ve ekonomideki genel durumdur. Bu durum literatürde yapılmış çalışmalarda ulaşılan sonuçlar ile uyumludur.

Literatür incelendiğinde firmaların halka arzdan çekilme durumları üzerine yapılan çalışmalardan Craig G. Dunbar ve Stephen R. Foerster (2004) yılında yaptıkları çalışmalarında firmaların çekilme ihtimali ile çekilme sonrası başarılı geri dönüşlerin tahmin edilebilirliği arasında doğru orantı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu durumun veri setini oluşturan firmalar üzerindeki etkisini ölçebilmek için firmalara çekildikten

sonra tekrar halka arza başvurabilme ihtimallerinin çekilme kararları üzerinde etkili olup olmadığı sorulmuştur. Alınan cevaplar ve analiz sonuçları Tablo 4.13.te yer almaktadır.

Tablo 4.13. Başarılı Geri Dönüş İhtimalinin Çekilme Kararı Üzerine Etkisi

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Etkilidir	11	27,5%	57,9%
	Etkili Değildir	8	20%	42,1%
	Toplam	19	47,5%	100%
Kayıp Gözlem		21	52,5%	
Genel Toplam		40	100%	

Veri setini oluşturan 40 firmanın %52,5'i (21 firma) bu soruya cevap vermemiştir. Cevap veren 19 firmanın %27,5'i (11 firma) çekildikten sonra tekrar halka arza başvurabilme ihtimalinin çekilme kararı üzerinde etkili olduğunu belirtirken, %20'si (8 firma) bu durumun çekilme kararları üzerinde etkili olmadığını belirtmişlerdir. Alınan cevaplara göre çekilen firmaların çekilme kararı üzerinde çekilme sonrası tekrar başvurabilme ihtimalinin etkisi olduğu söylenebilir. Bu durum literatürdeki sonuçlara uygundur.

Halka arzdan çekilmeler üzerine literatürde yapılmış çalışmalar incelendiğinde bu çalışmaların daha çok firmaların çekilme sonrasında yeniden halka arza başvurabilme ihtimallerini ve çekilme sonrası gerçekleştirdikleri ikinci halka arzlarında başarılarını etkileyen faktörleri ortaya çıkaran çalışmalar olduğu görülmektedir. Dunbar (1998) yılında yaptığı çalışmada çekilen firmaların başarılı bir şekilde tekrar halka arza geri dönedikleri sonucuna ulaşmıştır. Clarke et. al. (2001) yılında yaptığı çalışmada ise firmaların kullandıkları halka arz yöntemi ile çekilme sonrasında yeniden halka arza başvurabilme ihtimalleri arasındaki ilişkiyi araştırmış ve sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanan firmaların çekilme sonrasında başarılı bir şekilde halka arza geri dönebildikleri sonucuna ulaşmıştır. Mikkleson ve Partch (1988) yılında yaptıkları çalışmalarında çekilen firmaların çekilme sonrası tekrar halka arza başvurma ihtimallerini incelemişlerdir. Shangguan ve Vasudevan (2008) yılında yaptıkları çalışmalarında çekilen firmaların çekilmeden sonra tekrar başarılı bir şekilde halka arzlarını gerçekleştiremeyeceklerini savunmaktadırlar. Literatürde ulaşılan bu sonuçların veri setini oluşturan firmalar üzerinde etkili olup olmadığını araştırmak amacıyla firmalara çekilme sonrasında tekrar halka arza başvurup başvurmadıkları sorulmuştur. Alınan cevapların analiz sonuçları Tablo 4.14.'te yer almaktadır.

Tablo 4.14. Firmaların Çekilme Sonrası Tekrar Halka Arza Başvurma Durumları

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Başvurmuştur	13	32,5%	44,8%
	Başvurmamıştır	16	40%	55,2%
	Toplam	29	72,5%	100%
Kayıp Gözlem		11	27,5%	
Genel Toplam		40	100%	

40 firmanın %27,5'i (11 firma) bu soruya cevap vermemiştir. Cevap veren 29 firmanın %32,5'i (13 firma) çekilme sonrası halka arza başvurduğunu ifade ederken, %40'ı (16 firma) çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunmadığını ifade etmiştir. Cevap veren firmaların çoğunluğunun çekildikten sonra tekrar halka arz başvurusunda bulunmadığı görülmektedir. Bu durum Dunbar'ın (1998) yılındaki çalışmasını doğrulamakta ve çekilen firmalardan halka arza tekrar başvuranların oranının düşük olduğunu söylemek mümkündür.

Söz konusu firmalara halka arzdan çekildikten sonra yaptığı halka arz başvurusunda başarılı olup olmadıklarını sorulmuştur. Bu soruya alınan cevaplar ve analiz sonuçları Tablo 4.15.'te yer almaktadır.

Tablo 4.15. Çekilme Sonrası Tekrar Halka Arza Başvuran Firmaların Başarı Durumları

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Başarılı Olmuştur.	13	32,5%	81,3%
	Başarılı Olamamıştır.	3	7,5%	18,8%
	Toplam	16	40%	100%
Kayıp Gözlem		24	60%	
Genel Toplam		40	100%	

Veri setini oluşturan 40 firmanın %60'ı (24 firma) çekilme sonrasında tekrar halka arz başvurusunda bulunmadıklarından bu soruya cevap vermemişlerdir. Cevap veren 16 firmanın %32,5'i (13 firma) çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusunda başarılı olmuş ve %7,5'i (3 firma) çekilme sonrasında yaptığı halka arz başvurusunda başarılı olamamıştır.

Firmaların çekilme sonrasında yaptığı halka arz başvurusunda başarısını etkileyen faktörleri ortaya çıkarmaya yönelik literatürde yapılmış çalışmalar ve ulaşılan sonuçlar vardır. Bu konuda James (1992), Dunbar ve Foerster (2004) ve Dunbar ve Foerster (2008) yıllarında çalışmalar yapmışlar ve ulaştıkları ortak sonuç firmaların çekilme sonrası yaptıkları halka arz başvurusunda başarısını etkileyen en önemli faktörün aracı kurumun (yüklenicinin) değiştirilmesi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Veri setini oluşturan çekilmiş firmalardan çekilme sonrası halka arz başvurusunda bulunup başarılı olan firmalara başarısını etkileyen en önemli faktörün ne olduğu sorulmuştur. Alınan cevaplara göre oluşturulan frekans tablosu Tablo 4.16.'da yer almaktadır.

Tablo 4.16. Firmaların Çekilmeden Sonra Yaptığı Halka Arz Başvurusunda Başarısını Etkileyen Faktörler

	Cevaplar	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Aracı Kurumun (Yüklenicinin) Değiştirilmesi	6	15%	40%
	Borsadaki ve Ekonomideki Genel Durumun Düzelmeye	4	10%	35%
	Hisse Senedinin Gerçek Değerinin Belirlenmesi	3	7,5%	25%
	Toplam	13	32,5%	100%
Kayıp Gözlem		27	67,5%	
Toplam		40	100%	

40 firmanın %67,5'i (27 firma) çekilme sonrasında tekrar halka arz başvurusunda bulunmadığından veya çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusunda başarılı olamadığından bu soruya cevap vermemiştir. Bu soruya cevap veren 13 firmanın 6'sı çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusunda başarısını etkileyen faktörün aracı kurumun değiştirilmesi olduğunu ifade ederken, 4 firma borsadaki ve ekonomideki genel durumun düzelmesini ve 3 firma da hisse senedinin gerçek değerinin belirlenmesini ifade etmiştir. Elde edilen sonuca göre literatürdeki araştırmalarla uyumlu olarak firmaların çekilme sonrası yaptıkları halka arz başvurularında başarısını etkileyen en önemli

faktörün; çekilme sonrası ve başarılı halka arz öncesi aracı kurumun (yüklenicinin) değiştirilmesi olduğunu söylemek mümkündür.

Literatürde yapılmış çalışmalarda firmayı çekilme sonrası bekleyen durumların da çekilme ihtimali üzerinde etkisi olduğu kanıtlanmıştır. Firmanın çekilme sonrası geleceğini inceleyen çalışmalardan Shangguan ve Vasudevan (2008) yılında yaptıkları çalışmalarında firmaların çekilme sonrası başarılı bir şekilde halka arz piyasasına geri dönemeyeceğini ve firmaların çekilme sonrasında çoğunun ya satın alındığını ya da iflas ettiğini kanıtlamıştır. Kevin Boeh ve Craig Dunbar (2013) yılında yaptıkları çalışmalarında ulaştıkları sonuç ise; çekilme sonrasında firmaların başarılı bir şekilde geri dönme, özel plasmaya sahip olma ve birleşme durumları firmaların çekilme ihtimalini arttıran faktörler iken, çekilme sonrası firmanın iflas etme durumunun söz konusu olması firmanın çekilme ihtimali üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Literatürde ulaşılan bu sonuçların veri setini oluşturan firmalar da geçerli olup olmadığını öğrenmek amacıyla firmalara çekilme sonrasında karşılaştıkları durumun ne olduğu sorulmuştur. Alınan cevaplara göre oluşturulan frekans tablosu Tablo 4.17.'de yer almaktadır.

Tablo 4.17. Çekilme Sonrası Firmaların Karşılaştıkları Durumlar

	Cevaplar	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Yeniden Yapılanma Süreci	10	25%	41,7%
	Başka Bir Şirket veya Grupla Birleşme	8	20%	32,5%
	Başka Bir Şirket Tarafından Devralınma	7	17,5%	26,8%
	Toplam	25	62,5%	100%
	Kayıp Gözlem	15	37,5%	
	Genel Toplam	40	100%	

Bu soruya 40 firmanın %37,5'i (15 firma) cevap vermemiştir. Veri setini oluşturan 40 firmanın %25'i (10 firma) çekilme sonrası yeniden yapılanma süreci içerisine girdiğini ifade ederken, %20'si(8 firma) başka bir şirket veya grupla birleşmiş ve %17,5'i (7 firma) başka bir şirket tarafından devralınmıştır. Veri setini oluşturan firmaların çoğunun

çekilme sonrası yeniden yapılanma süreci içerisine girdiklerini ve şirketin iflas beklentisi içinde olmamasının çekilme ihtimalini etkileyen bir faktör olduğunu söylemek mümkündür.

Bates ve Dunbar (2002) ve Marie Masson (2011) yıllarında yaptıkları çalışmalarında halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun itibarı, uzmanlığı ve başarısı ile çekilme ihtimali arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu kanıtlamışlar ve halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarılı olduğu tekliflerin tamamlanmasının daha muhtemel olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Literatürde ulaşılan bu sonucu değerlendirmek amacıyla veri setini oluşturan firmalara halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarılı olup olmadığını sorulmuştur. Alınan cevaplar ve analiz sonuçları Tablo 4.18.'de yer almaktadır.

Tablo 4.18. Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarı Durumu

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Başarılı Olmuştur.	11	27,5%	42,3%
	Başarılı Olamamıştır.	15	37,5%	57,7%
	Toplam	26	65%	100%
Kayıp Gözlem		14	35%	
Genel Toplam		40	100%	

Tablo 4.18.'de yer alan analiz sonuçları incelendiğinde veri setini oluşturan 40 firmanın %35'i (14 firma) bu soruya cevap vermemiştir. Cevap veren 26 firmanın %27,5'i (11 firma) halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluş başarılı olduğunu ifade ederken, %37,5'i (15 firma) halka arz sürecinde yer alana aracı kuruluşun başarılı olmadığını dile getirmiştir. Veri setini oluşturan firmalar halka arzdan çekilen firmalardır ve çoğunluğu halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarılı olmadığını ifade etmiştir. Bu sonuç literatürdeki sonuç ile uyumlu olup halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun çekilme ihtimali üzerinde etkili olduğunu söylemek mümkündür.

Firmaların gerçekleştirdikleri ilk halka arzlar ile ikinci halka arzlar arasında tecrübe bakımından farklılık söz konusudur. İlk halka arzını gerçekleştiren firmalar için pazardaki fiyat hareketleri ve yatırımcının tutumu hakkında belirsizlik daha fazladır. İlk halka arzını gerçekleştiren firmalar bu belirsizliği ortadan kaldırmak için tekliflerini geri çekerler. Waile Y. Busaba (2006) yılında yaptığı çalışmasında ilk halka arzını gerçekleştiren firmaların daha önceden borsaya kote olmuş tecrübeli firmalara nazaran çekilme

ihtimalinin daha fazla olduğunu ispatlamıştır. Bu sonucun veri setini oluşturan firmalar ile uyumlu olup olmadığını ölçmek adına firmalara daha önceden borsaya kote olup olmadıkları sorulmuştur. Alınan cevaplara göre oluşturulan frekans tablosu Tablo 4.19’da yer almaktadır.

Tablo 4.19. Firmaların Daha Önce Borsaya Kote Olma Durumları

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Kote Olmuştur.	10	25%	30,3%
	Kote Olamamıştır.	23	57,5%	69,7%
	Toplam	33	82,5%	100%
Kayıp Gözlem		7	17,5%	
Genel Toplam		40	100%	

Veri setini oluşturan 40 firmanın %17,5’i (7 firma) bu soruya cevap vermemiştir. Cevap veren 33 firmanın %25’i (10 firma) daha önce borsaya kote olduğunu ifade ederken, %57,5’i (23 firma) daha önce borsaya kote olmadıklarını belirtmişlerdir. Firmaların çoğunluğunun daha önce borsaya kote olmadığını ve yaptıkları halka arz başvurusunun ilk halka arz başvurusu olduğunu söylemek mümkündür. Bu durum literatürde ispatlanan sonuçlar ile uyumlu olup firmaların ilk halka arzlarını gerçekleştiriyor olması dolayısıyla belirsizliği ortadan kaldırmak için halka arzlarını geri çektikleri söylenebilir.

Marie Masson (2011) yılında yaptığı çalışmasında firmaların teklif miktarı ile çekilme ihtimali arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Veri setini oluşturan firmalara halka arzdaki teklif miktarının çekilme nedeni olup olmadığı sorulmuştur. Alınan cevaplar Tablo 4.20.’de yer almaktadır.

Tablo 4.20. Teklif Miktarı ve Çekilme Nedeni Arasındaki İlişki

Cevaplar		Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde
Geçerli	Çekilme Nedenidir.	6	15%	22,2%
	Çekilme Nedeni Değildir.	21	52,5%	77,8%
	Toplam	27	67,5%	100%
Kayıp Gözlem		13	32,5%	
Genel Toplam		40	100%	

40 firmanın %32,5'i (13 firma) bu soruya cevap vermemiştir. Firmaların %15'i (6 firma) halka arzdaki teklif miktarının çekilme nedeni olduğunu dile getirirken, %52,5'i (21 firma) halka arzdaki teklif miktarının çekilme nedeni olmadığını ifade etmiştir. Alınan cevaplara göre ulaşılan sonucun literatürdeki durum ile uyumlu olmadığını ve veri setini oluşturan firmaların çekilme ihtimali üzerinde teklif miktarının etkisi olmadığını söylemek mümkündür.

Hipotez sorularına göre yapılan çapraz tablo analizleri aşağıdaki gibidir.

Firmanın ortaklık yapısı ile kullanılan halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Bu hipotezle ilgili olarak yapılan çapraz tablo analizi ve sonuçları Tablo.4.21'de yer almaktadır.

Tablo 4.21. Firmanın Ortaklık Yapısı İle Kullanılan Halka Arz Yöntem Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi Sonucu

Firmanın Ortaklık Yapısı İle Kullanılan Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişki						
		Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi				Toplam
		Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz	Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz	Her İki Yönteminin Birlikte Kullanılması		
Aile Şirketi mi? (2 Soru)	Evet	Sayı	5	5	5	15
		2 Soru İçinde %	33,30%	33,30%	33,30%	100%
		4 Soru İçinde %	45,50%	35,70%	41,70%	40,50%
	Hayır	Sayı	6	9	7	22
		2 Soru İçinde %	27,30%	40,90%	31,80%	100%
		4 Soru İçinde %	55,50%	64,30%	58,30%	59,50%
Toplam		Sayı	11	14	12	37
		2 Soru İçinde %	29,70%	37,80%	32,40%	100%
		4 Soru İçinde %	100%	100%	100%	100%
		Toplam	29,70%	37,80%	32,40%	100%

Firmalara kullandıkları halka arz yönteminin sorulduğu soruda mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini seçenlerin %45,5'i (5 firma) aile şirketi iken, %55,5'i (6 firma) aile şirketi değildir. Sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanan firmaların %35,7'si (5 firma) aile şirketi iken, %64,3'ü (9 firma) ortaklık yapısı

bakımından aile şirketi değildir. Hem mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini hem de sermaye artırımını yoluyla halka arz yöntemini birlikte kullanan firmaların ise; %41,7'si (5 firma) aile şirketi iken, %58,3'ü (7 firma) aile şirketi değildir.

Firmaların ortaklık yapısı ile kullandıkları halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırmak için yapılan Ki-kare testi sonuçları ise Tablo 4.22.'de yer almaktadır.

Tablo 4.22. Firmaların Ortaklık Yapısı ve Kullanılan Halka Arz Yöntemi arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Testi Sonuçları

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	0,252	2	0,882
Olasılık Oranı	0,253	2	0,881
Doğrusal Birleşme	0,029	1	0,865
Gözlem Sayısı	37		
2 değişkenin (%33,3) beklenen sayısı 5in altındadır. Minimum beklenen sayı 4,46 .			

Tablo 4.22.'de yer alan değerler incelendiğinde hesaplanan ki-kare değerinin (Pearson Ki-Kare) beklenen değerden (ki-kare tablosunda serbestlik derecesi ve alfa değeri 0,05'e göre hesaplanan değer) küçük olduğu görülmektedir.

Gözlenen ki-kare değeri: 0,252 ; Beklenen ki-kare değeri: 4,46

Tablo 4.22'de yer alan P değeri (Asymp. Sig.= 0,882) 0,05 değerinden büyük olduğundan anlamlı bir ilişki yoktur. Yani firmaların ortaklık yapısı ile kullandıkları halka arz yöntemleri arasında anlamlı bir ilişki olmadığını söyleyebiliriz.

Firmalarda yapılan planlama ile kullanılan halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmış ve ulaşılan çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.23.'de yer almaktadır.

Tablo 4.23. Firmalarda Yapılan Planlama İle Kullanılan Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi Sonucu

Firmanın Yaptığı Planlama İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişki							
		Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi (4.Soru)				Toplam	
		Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz	Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz	Her İki Yöntemin Birlikte Kullanılması			
Hangi Tür Planlama Yapılmaktadır? (3. Soru)	Uzun Vadeli Planlama	Sayı	3	6	6	15	
		3. Soru İçinde %	20%	20%	40%	100%	
		4. Soru İçinde %	27,30%	46,20%	50%	41,70%	
	Orta Vadeli Planlama	Sayı	4	4	3	11	
		3. Soru İçinde %	36,40%	36,40%	27,30%	100%	
		4. Soru İçinde %	36,40%	30,80%	25%	30,60%	
	Kısa Vadeli Planlama	Sayı	4	3	3	10	
		3. Soru İçinde %	40%	30%	30%	100%	
		4. Soru İçinde %	36,40%	23,10%	25%	27,80%	
	Toplam		Sayı	11	13	12	36
			3. Soru İçinde %	30,60%	36,10%	33,30%	100%
			4. Soru İçinde %	100%	100%	100%	100%
Toplam İçinde %			30,60%	36,10%	33,30%	100%	

Firmalarda yapılan planlama ile kullanılan halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırmak için yapılan çapraz tablo analizi sonuçlarına göre; mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini kullanan firmaların %27,3'ü (3 firma) uzun vadeli planlama, %36,4'ü (4 firma) orta vadeli planlama ve %36,4'ü (4 firma) kısa vadeli planlama yapmaktadır. Sermaye artırımını yoluyla halka arz yöntemini kullananların %46,2'si (6 firma) uzun vadeli planlama, %30,8'i (4 firma) orta vadeli planlama ve %23,1'i (3 firma) kısa vadeli planlama yapmaktadır. Her iki halka arz yöntemini birlikte kullanan firmaların ise %50'si (6 firma) uzun vadeli planlama yaparken, %25'i (firma) orta vadeli planlama ve %25'i (3 firma) kısa vadeli planlama yapmaktadır.

Firmalarda yapılan planlama ile kullanılan halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırmak için yapılan Ki-kare testi sonuçları Tablo 4.24'te yer almaktadır.

Tablo 4.24. Firmalarda Yapılan Planlama İle Kullanılan Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	1,481	4	0,83
Olasılık Oranı	1,526	4	0,822
Doğrusal Birleşme	0,935	1	0,334
Gözlem Sayısı	36		
7 Hücrenin (%77,8) beklenen değeri 5. Minimum beklenen değer ise 3,06 .			

Ki-kare testi sonuçları incelendiğinde gözlenen değer (1,481) beklenen değerden (3,06) küçük olduğunu görülmektedir. İki değişken arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını gösteren “p değeri” (0,830) 0,05’den büyük olduğundan firmalarda yapılan planlama ile kullanılan halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Firmanın ihtiyaç duyduğu finansmanı öncelikle sağladığı kaynak açısından aile şirketi olanlar ile olmayanlar arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığına yönelik analize göre oluşturulan çapraz tablo Tablo 4.25.’te yer almaktadır.

Tablo 4.25. Firmanın İhtiyaç Duyduğu Finansmanı Öncelikle Karşılacağı Kaynak İle Ortaklık Yapısı Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmanın İhtiyaç Duyduğu Finansmanı Öncelikle Sağladığı Kaynak İle Yapısı Arasındaki İlişki					
			İhtiyaç Duyulan Finansmanın öncelikle sağlandığı kaynak (7. Soru)		Toplam
			Sermaye Piyasası	Sermaye Piyasası Dışındaki Kaynaklar (İç Kaynaklar ve Finansal Kurumlar)	
Aile Şirketi mi? (2. Soru)	Evet	Sayı	10	5	15
		2. Soru İçinde %	66,70%	33,30%	100%
		7. Soru içinde %	47,60%	27,80%	38,50%
	Hayır	Sayı	11	13	24
		2. Soru İçinde %	45,80%	54,20%	100%
		7. Soru içinde %	52,40%	72,20%	61,50%
Toplam		Sayı	21	18	39
		2. Soru İçinde %	53,80%	46,20%	100%
		7. Soru içinde %	100%	100%	100%

Aile şirketi olan firmaların %66,7'si (10 firma) finansman ihtiyacı ortaya çıktığında ihtiyaç duyulan finansmanı öncelikle sermaye piyasasından sağlarken, %33,3'ü (5 firma) ihtiyaç duyduğu finansmanı öncelikle iç kaynaklarından (öz sermayeden) ve finansal kurumlardan sağlamaktadır. Veri setini oluşturan 40 firmadan aile şirketi olan firmaların %53,8'i (21 firma) ihtiyaç duyulan finansmanı öncelikle sermaye piyasasından sağlar iken, %46,2'si (18 firma) ihtiyaç duyduğu finansmanı sermaye piyasası dışındaki kaynaklardan (iç kaynaklar ve finansal kurumlardan) sağlamaktadır.

Firmanın ihtiyaç duyduğu finansmanı öncelikle karşıladığı kaynak ile ortaklık yapısı arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını ortaya çıkarmak için yapılan Ki-kare analizi sonuçları Tablo 4.26.'da yer almaktadır.

Tablo 4.26. Firmanın İhtiyaç Duyduğu Finansmanı Karşılacağı Kaynak İle Ortaklık Yapısı Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	1,612	1	0,204
Olasılık Oranı	1,635	1	0,201
Doğrusal Birleşme	1,571	1	0,21
Gözlem Sayısı	39		
0 Hücrenin (%0) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise 6,92 .			

Firmanın ihtiyaç duyduğu finansmanı öncelikle karşıladığı kaynak ile firmanın ortaklık yapısı arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak için yapılan Ki-kare analizi sonuçları incelendiğinde gözlenen değer (1,612) beklenen değerden (6,92) küçük olduğu görülmektedir. Değişkenlerin birbirine bağımlı olup olmadığını anlamaya yarayan “p değeri” ise 0,204 olarak bulunmuş ve 0,05’den büyük olduğundan firmaların ihtiyaç duyduğu finansmanı öncelikle karşıladığı kaynak açısından aile şirketi olup olmamaları konusunda anlamlı bir farklılık yoktur. Bu iki değişken birbirinden bağımsızdır. Firmaların hisse senedi ihraç etme nedeni ile kullandıkları halka arz yönetimi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını ölçmek için yapılan çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.27.’de Ki-Kare analizi sonuçları ise Tablo 4.28.’de yer almaktadır.

Tablo 4.27. Firmanın Hisse Senedi İhraç Etme Nedeni İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmanın Hisse Senedi İhraç Etme Nedeni İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişki						
			Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi (4.Soru)			Toplam
			Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz	Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz	Her İki Yöntemin Birlikte Kullanılması	
Hangi Tür Planlama Yapılmaktadır? (3. Soru)	Finansman ve Likidite Sağlamak	Sayı	4	8	1	13
		9. Soru İçinde %	30,80%	61,50%	7,70%	100%
	Finansman ve Likidite Sağlamak Dışındaki Nedenler (Prestij, Kurumsallaşma veya Kredibilitiyi Artırmak)	4. Soru İçinde %	36,40%	61,50%	9%	37,10%
		Sayı	7	5	10	22
		9. Soru İçinde %	31,8%	23%	46%	100%
		4. Soru İçinde %	63,60%	38,50%	90,7%	62,90%
Toplam	Sayı	11	13	11	35	
	9. Soru İçinde %	31,4%	37,10%	31,40%	100%	

Finansman ve likidite sağlamak amacıyla hisse senedi ihraç edenlerin %30,8'i (4 firma) mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini tercih ederken, %61,5'i (8 firma) sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanmakta ve %7,7 (1 firma) da her iki halka arz yöntemini de birlikte kullanmaktadır. Veri setini oluşturan firmalardan finansman ve likidite sağlamak amacıyla hisse senedi ihraç edenlerin daha çok sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini tercih ettiğini söylemek mümkündür. Hisse senedi ihraç etme nedeni prestij, kurumsallaşma veya kredibilitiyi arttırmak olan firmaların %31,8'i (7 firma) mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini kullanırken, %22,7'si (5 firma) sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanmakta ve %45,5'i

(10 firma) da her iki halka arz yöntemini birlikte kullanmaktadır. Veri setini oluşturan firmalardan finansman ve likidite sağlamak dışındaki nedenlerle hisse senedi ihraç eden firmaların çoğunun her iki halka arz yöntemini birlikte kullandığını söylemek mümkündür.

Tablo 4.28. Firmanın Hisse Senedi İhraç Etme Nedeni İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	7,024	2	0,03
Olasılık Oranı	7,734	2	0,21
Doğrusal Birleşme	1,702	1	0,192
Gözlem Sayısı	35		
3 Hücrenin (%50) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise 4,09 .			

Firmanın hisse senedi ihraç etme nedeni ile kullandığı halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını ölçmek için yapılan Ki-Kare analizi sonuçları incelendiğinde gözlenen değer (7,024) beklenen değerden (4,09) büyük olduğu görülmektedir. Değişkenler arasındaki ilişkiyi gösteren “p” değeri ise 0,030 olarak bulunmuş ve 0,05’den küçük olduğundan %95 güvenlilik düzeyinde firmanın hisse senedi ihraç etme nedeni ile kullandığı halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olduğunu söylemek mümkündür. Firmaların halka arzdan elde edeceği geliri kullanma amacı ile kullandığı halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını ortaya çıkarmak için yapılan çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.29’da Ki-kare analiz sonuçları ise Tablo 4.30’da yer almaktadır.

Tablo 4.29. Firmanın Halka arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişki						
			Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi (4. Soru)			Toplam
			Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz	Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz	Her İki Yöntemin Birlikte Kullanılması	
Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı Nedir? (11. Soru)	Borçlarını Geri Ödemek	Sayı	1	3	1	5
		11. Soru İçinde %	20%	60%	20%	100%
		4. Soru İçinde %	20%	23,10%	12,50%	19,20%
	İşlerini Genişletmek	Sayı	4	10	7	21
		11. Soru İçinde %	19%	47,60%	33,30%	100%
		4. Soru İçinde %	80%	76,90%	87,50%	80,80%
Toplam		Sayı	5	13	8	26
		11. Soru İçinde %	19,20%	50%	30,80%	100%
		4. Soru İçinde %	100%	100%	100%	100%

Firmaların halka arzdan elde edeceği geliri kullanma amacının sorulduğu soruya alınan cevaplar ile firmaların kullandığı halka arz yönteminin sorulduğu soruya alınan cevapların karşılaştırıldığı çapraz tablo analizi sonuçları incelendiğinde halka arzdan elde edeceği geliri borçlarını geri ödemek amacıyla kullanacağını ifade eden 5 firmanın %20'si (1 firma) mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini tercih ederken, %60'ı (3 firma) sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanmakta ve %20'si (1 firma) ise her iki halka arz yöntemini birlikte kullanmaktadır. Veri setini oluşturan firmalardan halka arzdan elde edeceği geliri borçlarını geri ödemek amacıyla kullanacak olan firmaların çoğunun sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullandığı sonucuna ulaşılmıştır. Veri setini oluşturan firmalardan 21 tanesi halka arzdan elde edeceği geliri işlerini genişletmek amacıyla kullanacağını dile getirmiş bu firmaların %19'u (4 firma) mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini kullanırken, %47,6'sı (10 firma) sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanmakta ve %33,3'ü (7 firma) her iki halka arz yöntemini birlikte kullanmaktadır. Veri setini oluşturan firmalardan halka arzdan elde

edeceği geliri işlerini genişletmek amacıyla kullanacak olan firmaların çoğunluğu da sermaye artırımını yoluyla halka arz yöntemini kullanmaktadır.

Tablo 4.30. Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	0,359	2	0,836
Olasılık Oranı	0,379	2	0,827
Doğrusal Birleşme	0,163	1	0,687
Gözlem Sayısı	0		
4Hücrenin (%66,7) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise 0,96 .			

Ki-Kare analizi sonuçları incelendiğinde gözlenen değer (0,359) gözlenen değerden (0,96) küçük olduğu görülmektedir. Değişkenler arasındaki ilişkiyi gösteren “p” değeri ise 0,836 olarak bulunmuş ve 0,05’den büyük olduğundan firmanın halka arzdan elde edeceği geliri kullanma amacı ile kullandığı halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olmadığı şeklinde yorumlamak mümkündür. Bu iki değişken birbirinden bağımsızdır.

Halka arzdan elde edeceği geliri borçlarını geri ödemek amacıyla kullanacak olan firmalar ile işlerini genişletmek amacıyla kullanacaklar arasında uygulanan planlama açısından anlamlı bir farklılık olup olmadığını ölçmek için yapılan çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.31’de Ki-Kare analizi sonuçları ise Tablo 4.32’de yer almaktadır.

Tablo 4.31. Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Uygulanan Planlama Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Uygulanan Planlama Arasındaki İlişki						
		Firmanın Hangi Tür Planlama Uygulamaktadır? (3. Soru)				Toplam
		Uzun Vadeli Planlama	Orta Vadeli Planlama	Kısa Vadeli Planlama		
Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı Nedir? (11. Soru)	Borçlarını Geri Ödemek	Sayı	1	2	2	5
		11. Soru İçinde %	20%	40%	40%	100%
		4. Soru İçinde %	11%	20,00%	33,30%	20,00%
	İşlerini Genişletmek	Sayı	8	8	4	20
		11. Soru İçinde %	40%	40,00%	20,00%	100%
		4. Soru İçinde %	88,90%	80,00%	66,70%	80,00%
Toplam		Sayı	9	10	6	25
		11. Soru İçinde %	36,00%	40%	24,00%	100%
		4. Soru İçinde %	36%	40%	24%	100%

Halka arzdan elde edeceği geliri borçlarını geri ödemek amacıyla kullanacak olan 5 firmanın %20'si (1 firma) uzun vadeli planlama uygularken, %40'ı (2 firma) orta vadeli planlama ve %40'ı (2 firma) kısa vadeli planlama uygulamaktadır. Halka arzdan elde edeceği geliri işlerini genişletmek amacıyla kullanacak olan 20 firmanın %40'ı (8 firma) uzun vadeli planlama uygularken, %40'ı (8 firma) orta vadeli planlama uygulamakta ve %20'si (4 firma) kısa vadeli planlama uygulamaktadır.

Tablo 4.32. Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Uygulanan Planlama Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	1,111	2	0,547
Olasılık Oranı	1,095	2	0,578
Doğrusal Birleşme	1,049	1	0,306
Gözlem Sayısı	25		
4 Hücresinin (%66,7) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise 1,20 .			

Ki-Kare analiz sonucu değerlendirildiğinde gözlenen değer (1,111) beklenen değerden (1,20) küçük olduğu görülmektedir. Değişkenler arasındaki ilişkiyi gösteren "p" değeri ise 0,547 olarak bulunmuş 0,05'den büyük olduğundan iki değişken birbirinden bağımsızdır. Yani halka arzdan elde edeceği borçlarını geri ödemek amacıyla kullanacak olanlar ile işlerini genişletmek amacıyla kullanacaklar arasında uygulanan planlama açısından anlamlı bir farklılık yoktur.

Veri setini oluşturan firmalardan aile şirketi olanlar ile olmayanlar arasında halka arzın sağladığı en önemli avantaj açısından anlamlı bir farklılık olup olmadığını araştırmak için yapılan çapraz tablo analizi Tablo 4.33.'te Ki-kare analizi ise Tablo 4.34.'te yer almaktadır.

Tablo 4.33. Firmanın Ortaklık Yapısı İle Halka Arzın Firmaya Sağladığı En Önemli Avantaj Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmanın Ortaklık Yapısı İle Halka Arzın Firmaya Sağladığı En Önemli Avantaj Arasındaki İlişki					
			Halka Arzın Firmaya Sağladığı En Önemli Avantaj Nedir ? (12. Soru)		TOPLAM
			Finansman Sağlaması ve Daha Güçlü Mali Yapı Meydana Getirmesi	Kurumsallaşma	
Aile Şirketi mi? (2. Soru)	Evet	Sayı	9	6	15
		2. Soru İçinde %	60%	40%	100%
		12. Soru İçinde %	47,40%	37,50%	42,90%
	Hayır	Sayı	10	10	20
		2. Soru İçinde %	50%	50%	100%
		12. Soru İçinde %	52,60%	62,50%	57,10%
TOPLAM		Sayı	19	16	39
		2. Soru İçinde %	54,30%	45,70%	100%
		12. Soru İçinde %	100%	100%	100%
		Toplam	54,30%	45,70%	100%

Veri setini oluşturan firmalardan aile şirketi olan 15 firmanın %60'ı (9 firma) halka arzın sağladığı en önemli avantajın finansman sağlaması ve daha güçlü mali yapı meydana getirmesi olduğunu ifade ederken, %40'ı (6 firma) halka arzın sağladığı en önemli avantajın kurumsallaşma olduğunu ifade etmişlerdir. Aile şirketi olan firmaların çoğunluğu için halka arzın en önemli avantajının finansman sağlaması ve daha güçlü mali yapı meydana getirmesi olduğunu söylemek mümkündür. Veri setini oluşturan firmalardan aile şirketi olmayan 20 firmanın %50'si (10 firma) finansman sağlaması ve daha güçlü mali yapı meydana getirmesini halka arzın en önemli avantajı olarak değerlendirirken, %50'si ise (10 firma) kurumsallaşma sağlamasını halka arzın en önemli avantajı olarak değerlendirmektedir.

Tablo 4.34. Firmanın Ortaklık Yapısı İle Halka Arzın Firmaya Sağladığı Avantaj Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	0,345	1	0,557
Olasılık Oranı	0,347	1	0,556
Doğrusal Birleşme	0,336	1	0,562
Gözlem Sayısı	35		
0Hücrenin (,0%) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise 6,86.			

Ki-Kare analizi sonucuna göre gözlenen değer (0,345) beklenen değerden (6,86) küçük çıkmıştır. Firmanın ortaklık yapısı ile halka arzın firmaya sağladığı en önemli avantaj arasındaki ilişkiye yönelik “p” değeri ise 0,557 olarak bulunmuş ve 0,05’den büyük olduğundan bu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olmadığı söylenebilir. Bu iki değişken birbirinden bağımsızdır.

Literatürde yapılmış çalışmalardan firmaların kriz dönemlerinde çekilme ihtimalinin arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca firmalar piyasadaki ve ekonomideki genel durum nedeniyle de halka arzlarını geri çekebilirler. Firmaların çekilme tarihleri ile halka arzdan çekilme nedenleri arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırmak amacıyla yapılan Mann-Whitney U Testi Sonuçları Tablo 4.35’te yer almaktadır.

Tablo 4.35. Firmaların Çekilme Tarihleri İle Halka Arzdan Çekilme Nedenleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Mann-Whitney U Testi

Grup	N	Sıra Ortalaması	Sıra Toplamı	U	P
Halka Arzın Maliyetli olması ve Daha Cazip Finansman Kaynağının Bulunması	3	5,5	16,5	10,5	0,146
Borsadaki ve Ekonomideki Genel Durum ve Belirlenecek Hisse Senedi Fiyatının Gerçek Değerini Yansıtmayacağı Endişesi	15	10,3	154,5		

Firmaların halka arzdan çekilme tarihleri ile çekilme nedenleri arasında anlamlı farklılık olup olmadığını incelemek amacıyla yapılan Mann-Whitney U testi sonuçları

incelendiğinde “p” değeri 0,146 olarak bulunmuş ve 0,05’den büyük olduğundan anlamlı bir farklılık olmadığı şeklinde değerlendirmek mümkündür.

Veri setini oluşturan firmaların halka arzdan çekilme nedenleri ile kullandıkları halka arz yöntemleri arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırmak için yapılan çapraz tablo analizi Tablo 4.36.’da Ki-kare analizi ise Tablo 4.37’de yer almaktadır.

Tablo 4.36. Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi İle Çekilme Nedeni Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi İle Çekilme Nedeni Arasındaki İlişki						
		Firmanın Halka Arzdan Çekilme Nedeni Nedir? (16.Soru)			TOPLAM	
		Halka Arzın Maliyetli Olması ve Daha Cazip Finansman Kaynağı Bulunması	Borsadaki ve Ekonomideki Genel Durum ve Belirlenecek Hisse Senedi Fiyatının Gerçek Değeri Yansıtmayacağı Endişesi			
Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi Hangisidir? (4. Soru)	Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz	Sayı	2	6	8	
		4. Soru İçinde %	25%	75%	100%	
		16. Soru İçinde %	28,60%	27,30%	27,60%	
	Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz	Sayı	2	11	13	
		4. Soru İçinde %	15,40%	84,60%	100%	
		16. Soru İçinde %	28,60%	50%	30,60%	
	Her İki Yöntem	Sayı	3	5	8	
		4. Soru İçinde %	37,50%	62,50%	100%	
	GENEL TOPLAM		Sayı	7	22	27
			4 Soru İçinde %	37,50%	62,50%	100%
16 Soru İçinde %			100%	100%	100%	
Toplam İçinde %			37,50%	62,50%	100%	

Veri setini oluşturan firmalardan mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini kullanan 8 firmanın %25’i (2 firma) halka arzın maliyetli olması ve daha cazip finansman kaynağı bulmaları sebebiyle halka arzdan çekildiklerini dile getirirken, %75’i (6 firma) borsadaki ve ekonomideki genel durum ve belirlenecek hisse senedi fiyatının gerçek değeri yansıtmayacağı endişesiyle halka arzdan çekildiklerini dile getirmişlerdir. Sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanan 13 firmanın %15,4’ü (2 firma) halka arzın maliyetli olması ve daha cazip finansman kaynağı bulmaları sebebiyle halka arzdan

çekilirken, %84,6'sı (11 firma) borsadaki ve ekonomideki genel durum ve belirlenecek hisse senedi fiyatının gerçek değeri yansıtmayacağı endişesi ile halka arzdan çekilmiştir. Her iki halka arz yöntemini birlikte kullanan 8 firmanın %37,5'i (3 firma) halka arzın maliyetli olması ve daha cazip finansman kaynağı bulmaları sebebiyle halka arzdan çekilirken, %62,5'i (5 firma) borsadaki ve ekonomideki genel durum ve hisse senedi fiyatının gerçek değeri yansıtmayacağı endişesiyle halka arzdan çekilmiştir. Genel toplama bakıldığında borsadaki ve ekonomideki genel durum ve belirlenecek hisse senedi fiyatının gerçek değeri yansıtmayacağı endişesiyle halka arzdan çekilenlerin payı daha fazladır.

Tablo 4.37. Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi İle Halka Arzdan Çekilme Nedeni Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	1,327	2	0,515
Olasılık Oranı	1,224	2	0,52
Doğrusal Birleşme	0,33	1	0,566
Gözlem Sayısı	29		
3 Hücrenin (50,0%) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise 1,93.			

Ki-Kare analizi sonuçları incelendiğinde gözlenen değer (1,327) beklenen değerden (1,93) küçük çıkmıştır. Firmanın kullandığı halka arz yöntemi ile halka arzdan çekilme nedeni arasındaki ilişkiyi gösteren "p" değeri ise 0,515 olarak bulunmuş ve 0,05'den büyüktür. Bu nedenle firmanın kullandığı halka arz yöntemi ile halka arzdan çekilme nedeni arasında anlamlı bir ilişki yoktur, bu iki değişken birbirinden bağımsızdır.

Veri setini oluşturan firmaların halka arzda kullandığı satış yöntemi ile halka arzdan çekilme nedenleri arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığının incelendiği çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.38'de ve Ki-kare analizi sonuçları ise Tablo 4.39'da yer almaktadır.

Tablo 4.38. Firmaların Halka arzda Kullandığı Satış Yöntemi İle Halka Arzdan Çekilme Nedenleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmanın Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi İle Çekilme Nedeni Arasındaki İlişki					
			Firmanın Halka Arzdan Çekilme Nedeni Nedir? (16.Soru)		TOPLAM
			Halka Arzın Maliyetli Olması ve Daha Cazip Finansman Kaynağı Bulunması	Borsadaki ve Ekonomideki Genel Durum ve Belirlenecek Hisse Senedi Fiyatının Gerçek Değeri Yansıtmayacağı Endişesi	
Firmanın Kullandığı Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi Hangisidir? (5. Soru)	Satış Fiyatla Talep Toplama Yöntemi	Sayı	2	14	16
		5. Soru İçinde %	12,50%	87,50%	100%
		16. Soru İçinde %	28,60%	70,00%	27,60%
	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi	Sayı	1	3	4
		5. Soru İçinde %	25,00%	75,00%	100%
		16. Soru İçinde %	14,30%	15%	14,80%
	Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi	Sayı	3	0	3
		5. Soru İçinde %	100,00%	0,00%	100%
		16. Soru İçinde %	42,90%	0%	11,10%
	Doğrudan Halka Satış Yöntemi	Sayı	1	3	4
		5 Soru İçinde %	25%	75%	100%
		16 Soru İçinde %	14,30%	15%	14,80%
GENEL TOPLAM		Sayı	7	20	27
		5 Soru İçinde %	25,90%	74,10%	100%
		16 Soru İçinde %	100%	100%	100%
		Toplam İçinde %	25,90%	74,10%	100%

Tablo incelendiğinde sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanan firmaların (16 firma) %87,5'i (14 firma), fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini kullanan firmaların (4 firma) %75'i (3 firma) ve doğrudan halka satış yöntemini kullanan firmaların (4 firma) %75'i (3 firma) borsadaki ve ekonomideki genel durum ve belirlenecek hisse senedi fiyatının gerçek değeri yansıtmayacağı endişesiyle halka arzdan çekilmiştir. Fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemini kullanan 3 firmanın tamamı halka arzın maliyetli olması ve daha cazip finansman kaynağı bulmaları sebebiyle halka arzdan çekilmiştir. Sabit fiyatla talep toplama yöntemini, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini ve doğrudan halka satış yöntemini kullanan veri setini oluşturan firmaların çoğunluğu borsadaki ve ekonomideki genel durum ve belirlenecek hisse senedi fiyatının gerçek değeri yansıtmayacağı endişeleriyle halka arzdan çekilmiştir.

Tablo 4.39. Firmanın Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi İle Çekilme Nedeni Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	10,077	3	0,018
Olasılık Oranı	9,849	3	0,02
Doğrusal Birleşme	2,716	1	0,099
Gözlem Sayısı	27		

7Hücrenin (87,5%) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise ,78.

Ki-kare analizi sonuçları incelendiğinde gözlenen değer (10,077) beklenen değerden (0,78) büyük olduğunu görülmektedir. Firmanın halka arzda kullandığı satış yöntemi ile halka arzdan çekilme nedeni arasındaki ilişkiyi gösteren “p” değeri 0,018 olarak bulunmuş ve bu değer 0,05'den küçüktür. %95 güvenirlilik düzeyinde veri setini oluşturan firmaların halka arzda kullandıkları satış yöntemi ile çekilme nedenleri arasında anlamlı bir ilişki vardır. Halka arzda satış yöntemi olarak fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemini kullanan firmaların halka arzdan çekilme nedeni halka arzın maliyetli olması ve daha cazip finansman kaynağı bulunması iken, halka arzda diğer satış yöntemlerini (sabit fiyatla talep toplama yöntemini, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi veya doğrudan halka satış yöntemini) kullanan firmaların halka arzdan çekilme nedeni ise borsadaki ve ekonomideki genel durum ve belirlenecek hisse senedi fiyatının gerçek değeri yansıtmayacağı endişesidir.

Firmanın halka arzdan vazgeçmesinde etkili olan halka arzın dezavantajları ile firmanın kullandığı halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmış, yapılan çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.40.'ta Ki-kare analizi sonuçları ise Tablo 4.41.'de yer almaktadır.

Tablo 4.40. Firmanın Halka Arzdan Vazgeçmesinde Etkili Olan Halka Arzın Dezavantajları İle Kullanılan Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi İle Halka Arzdan Vazgeçmesinde Etkili Olan Halka Arzın Dezavantajı Arasındaki İlişki					
		Halka Arzın Dezavantajlarından Hangisi Firmanın Halka Arzdan Vazgeçmesinde Daha Etkilidir? (14. Soru)			TOPLAM
		SPK ve Borsa İstanbul'un Denetimi ve Gözetimi Altına Girmek ve Yöneticilerin Üstünlüklerinin Sınırlanması	Halka Arzın Ek Maliyetler Getirmesi ve Halka Arz Sürecinin Uzun Olması		
Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi Hangisidir? (4. Soru)	Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz	Sayı	3	5	8
		4. Soru İçinde %	37,5%	62,5%	100%
		14. Soru İçinde %	20,00%	38,50%	28,60%
	Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz	Sayı	7	5	12
		4. Soru İçinde %	58,3%	41,7%	100%
		16. Soru İçinde %	46,70%	38,50%	42,90%
	Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz	Sayı	3	5	8
		4. Soru İçinde %	37,5%	62,5%	100%
		14. Soru İçinde %	20,00%	38,50%	28,60%
	Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz	Sayı	7	5	12
		4. Soru İçinde %	58,30%	41,70%	100%
		16. Soru İçinde %	46,70%	38,5%	42,90%
	Her İki Yöntemin Birlikte Kullanılması	Sayı	5	3	8
		4. Soru İçinde %	62,50%	37,50%	100%
14. Soru İçinde %		33,30%	23,10%	28,60%	
GENEL TOPLAM	Sayı	15	13	28	
	4. Soru İçinde %	53,60%	46,40%	100%	
	14.Soru İçinde %	100%	100%	100%	
	Toplam İçinde %	53,60%	46,40%	100%	

Tablo incelendiğinde; mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini kullanan 8 firmanın %37,5'i (3 firma) halka arzdan vazgeçmesinde SPK ve Borsa İstanbul'un denetimi ve gözetimi altına girmek ve yöneticilerin üstünlüklerinin sınırlanması dezavantajlarının etkili olduğunu savunurken, %62,5'i (5 firma) halka arz sürecinin uzun olması ve halka arzın ek maliyetler getirmesi dezavantajlarının daha etkili olduğunu belirtmiştir. Sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanan 12 firmanın %58,3'ü (7 firma) SPK ve Borsa İstanbul'un denetimi ve gözetimi altına girmek ve yöneticilerin üstünlüklerinin sınırlanması dezavantajlarının halka arzdan vazgeçmesinde daha etkili olduğunu savunurken, %41,7'si (5 firma) halka arz sürecinin uzun olması ve ek maliyetler getirmesi dezavantajlarının daha etkili olduğunu savunmaktadır. Her iki halka arz yöntemini birlikte kullanan firmaların ise %62,5'i (5 firma) SPK ve Borsa İstanbul'un denetimi ve gözetimi altına girmek ve yöneticilerin üstünlüklerinin sınırlanması cevabını

verirken, %37,5'i (3 firma) halka arz sürecinin uzun olması ve ek maliyetler getirmesi cevabının vermiştir. Genel olarak değerlendirildiğinde halka arz yöntemleri içinde SPK ve Borsa İstanbul'un denetimi ve gözetimi altına girmek ve yöneticilerin üstünlüklerinin sınırlanması dezavantajlarının firmaların halka arzdan vazgeçmesinde daha etkili olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 4.41. Firmanın Halka Arzdan Vazgeçmesinde Etkili Olan Halka Arzın Dezavantajı İle Kullanılan Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	1,197	2	0,55
Olasılık Oranı	1,203	2	0,548
Doğrusal Birleşme	0,969	1	0,325
Gözlem Sayısı	28		
4 Hücresinin (66,7%) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise 3,71 .			

Ki-Kare analizi sonuçları incelendiğinde gözlenen değer (1,197) beklenen değerden (3,71) küçük olduğu görülmektedir. Firmanın halka arzdan vazgeçmesinde etkili olan halka arzın dezavantajları ile kullandığı halka arz yöntemi arasında ilişkiyi gösteren "p" değeri ise 0,550 olarak bulunmuştur. "p" değeri 0,05'den büyük olduğundan iki değişken arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Firmaların halka arzdan vazgeçmesinde daha etkili olan halka arzın dezavantajı ile firmanın kullandığı halka arz yöntemi birbirinden bağımsızdır. Çalışmada halka arzdan çekildikten sonra tekrar halka arza başvurabilme ihtimali çekilme kararı üzerinde etkili olanlar ile etkili olmayanlar arasında firmanın halka arzda kullandığı satış yöntemi açısından anlamlı bir farklılık olup olmadığı araştırılmış, çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.42.'de Ki-kare analizi sonuçları ise Tablo 4.43.'te yer almaktadır.

Tablo 4.42. Firmanın Çekilme Sonrası Tekrar Halka Arza Başvurabilme İhtimali Çekilme Kararı Üzerinde Etkili Olanlar ve Olmayanlar İle Firmanın Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmanın Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi İle Çekilme Sonrası Tekrar Halka Arz Başvurabilme İhtimali Arasındaki İlişki					
			Firmanın Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arza Başvurabilme İhtimalinin Olması Çekilme Kararında Etkili midir? (18. Soru)		TOPLAM
			Etkilidir.	Etkili Değildir.	
Firmanın Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi Hangisidir? (5. Soru)	Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi	Sayı	6	3	9
		5. Soru İçinde %	66,7%	33,3%	100%
		18. Soru İçinde %	54,50%	50,00%	52,90%
	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi	Sayı	2	1	3
		5. Soru İçinde %	66,7%	33,3%	100%
		18. Soru İçinde %	18,20%	16,70%	17,60%
	Fiyat Aralığı Yoluyla Fiyat Toplama Yöntemi	Sayı	2	1	3
		5. Soru İçinde %	66,7%	33,3%	100%
		18. Soru İçinde %	18,20%	16,70%	17,60%
	Doğrudan Halka Satış	Sayı	1	1	2
		5. Soru İçinde %	50%	50%	100%
		18. Soru İçinde %	9,10%	16,70%	11,80%
GENEL TOPLAM		Sayı	11	6	17
		5. Soru İçinde %	64,70%	35,30%	100%
		18. Soru İçinde %	100%	100%	100%
		Toplam İçinde %	64,70%	35,30%	100%

Firmanın halka arzdan çekildikten sonra tekrar halka arza başvurabilme ihtimali çekilme kararı üzerinde etkili olan firmaların %54,5'i (6 firma) sabit fiyatla talep toplama yöntemini, %18,2'si 2 firma) fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini, %18,2'si (2 firma) fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemini ve %9,1'i doğrudan halka satış yöntemini kullanmaktadır. Çekildikten sonra tekrar halka arza başvurabilme ihtimali çekilme kararı üzerinde etkili olmayan firmaların ise; %50'si (3 firma) sabit fiyatla talep toplama yöntemini, %16,7'si (1 firma) fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini, %16,7'si (1 firma) fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemini ve %16,7'si (1 firma) doğrudan halka satış yöntemini kullanmıştır. Genel olarak değerlendirildiğinde toplam içinde çekilme sonrası tekrar halka arza başvurabilme ihtimalinin olması çekilme kararı üzerinde etkili olan firmaların payı daha fazladır.

Tablo 4.43. Çekilme Sonrası Tekrar Halka Arza Başvurabilme İhtimali Çekilme Kararı Üzerinde Etkili Olanlar Ve Olmayanlar İle Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemi arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	0,215	3	0,975
Olasılık Oranı	0,206	3	0,977
Doğrusal Birleşme	0,104	1	0,747
Gözlem Sayısı	17		
7Hücrenin (87,5%) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise ,71.			

Ki-Kare analizi sonuçlarına göre gözlenen değer (0,215) beklenen değerden (0,71) küçük olarak bulunmuştur. “p” değeri 0,975 olarak bulunmuş ve 0,05'den büyük olduğundan çekilme sonrası tekrar halka arza başvurabilme ihtimali çekilme kararı üzerinde etkili olanlar ile olmayanlar arasında halka arzda kullandığı satış yöntemi açısından anlamlı bir farklılık yoktur. Bu iki değişkenin birbirinden bağımsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmada çekilme sonrasında tekrar halka arz başvurusunda bulunup başarılı olan firmalar ile başarılı olmayanlar arasında halka arzda kullanılan satış yöntemi açısından anlamlı bir farklılık olup olmadığı araştırılmış Çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.44'te Ki-kare analizi sonuçları ise Tablo 4.45.'de yer almaktadır.

Tablo 4.44. Firmaların Çekilme Sonrası Yaptığı Halka Arz Başvurusundaki Başarısı İle Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmanın Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi İle Çekilme Sonrası Halka Arz Başvurusundaki Başarısı Arasındaki İlişki					
		Firmanın Çekildikten Sonra Yaptığı Halka Arz Başvurusunda Başarılı Oldumu? (20. Soru)			TOPLAM
		Evet, Başarılı Olmuştur.	Hayır, Başarılı Olamamıştır.		
Firmanın Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi Hangisidir ? (5. Soru)	Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi	Sayı	7	3	10
		5. Soru İçinde %	70,0%	30,0%	100%
		20. Soru İçinde %	53,80%	100,00%	62,50%
	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi	Sayı	2	0	2
		5. Soru İçinde %	100,0%	0,0%	100%
		20. Soru İçinde %	15,40%	0,00%	12,50%
	Fiyat Aralığı Yoluyla Fiyat Toplama Yöntemi	Sayı	2	0	3
		5. Soru İçinde %	100,0%	0,0%	100%
		20. Soru İçinde %	15,40%	0,00%	12,50%
	Doğrudan Halka Satış	Sayı	2	0	2
		5. Soru İçinde %	100,0%	0,0%	100%
		20. Soru İçinde %	15,40%	0,00%	12,50%
GENEL TOPLAM		Sayı	13	3	16
		5. Soru İçinde %	81,60%	18,70%	100%
		20. Soru İçinde %	100%	100%	100%
		Toplam İçinde %	81,30%	18,70%	100%

Çapraz tablo analizi sonuçları incelendiğinde halka arzda sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanan 10 firmanın %70'i (7 firma), fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini kullanan 2 firmanın tamamı, fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemini kullanan 2 firmanın tamamı ve doğrudan halka satış yöntemini kullanan 2 firmanın da tamamı çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusunda başarılı olmuştur. Sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanan 10 firmanın %30'u (3 firma) ise çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusunda başarılı olamamıştır. Genel olarak değerlendirildiğinde çekilme sonrası halka arz başvurusunda bulunan firmaların %81,3'ü çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusunda başarılı olmuştur.

Tablo 4.45. Firmaların Çekilme Sonrası Yaptığı Halka Arz Başvurusundaki Başarısı İle Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	2,215	3	0,529
Olasılık Oranı	3,225	3	0,358
Doğrusal Birleşme	1,64	1	0,2
Gözlem Sayısı	16		
7Hücrenin (87,5%) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise,38.			

Ki-Kare analizi sonuçları incelendiğinde gözlenen değer (2,215) beklenen değerden (0,38) büyük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Firmaların çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusundaki başarısı ile halka arzda kullandığı satış yöntemi arasındaki ilişkiyi gösteren “p” değeri 0,529 olarak bulunmuş ve 0,05’den büyük olduğu için bu iki değişkenin birbirinden bağımsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Literatürde yapılmış çalışmalarda firmaların halka arzdan elde edeceği geliri kullanma amacının çekilme ihtimali üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenle veri setini oluşturan firmalara halka arzdan elde edeceği geliri kullanma amacının ve halka arzdan çekilme nedeninin ne olduğu sorulmuş, alınan cevaplara göre firmaların halka arzdan elde edeceği geliri kullanma amacı ile çekilme nedeni arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.46.’da Ki-kare analizi sonuçları ise Tablo 4.47.’de yer almaktadır.

Tablo 4.46. Firmaların Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Çekilme Nedeni Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Çekilme Nedeni Arasındaki İlişki					
		Firmanın Halka Arzdan Çekilme Nedeni Nedir? (16. Soru)			TOPLAM
		Halka Arzın Maliyetli Olması ve Daha Cazip Finansman Kaynağının Bulunması	Borsadaki ve Ekonomideki Genel Durum ve Belirlenecek Hisse Senedi Fiyatının Gerçek Değeri Yansıtmayacağı Endişesi		
Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı Nedir? (11. Soru)	Borçlarını Geri Ödemek	Sayı	1	3	4
		11. Soru İçinde %	25,0%	75,0%	100%
		16. Soru İçinde %	14,30%	18,80%	17,40%
	İşlerini Genişletmek	Sayı	6	13	19
		11. Soru İçinde %	31,6%	68,4%	100%
		16. Soru İçinde %	85,70%	81,30%	82,60%
GENEL TOPLAM		Sayı	7	16	23
		11. Soru İçinde %	30,40%	69,60%	100%
		16. Soru İçinde %	100%	100%	100%
		Toplam İçinde %	30,40%	69,60%	100%

Tablo incelendiğinde halka arzdan elde edeceği geliri borçlarını geri ödemek amacıyla kullanan 4 firmanın %25'i (1 firma) ve halka arzdan elde edeceği geliri işlerini genişletmek amacıyla kullanan 19 firmanın ise %31,6'sı (6 firma) halka arzın maliyetli olması ve daha cazip bir finansman kaynağı bulmaları sebebiyle halka arzdan çekildiklerini ifade etmişlerdir. Halka arzdan elde edeceği geliri borçlarını geri ödemek amacıyla kullanan firmaların %75'i (3 firma) ve işlerini genişletmek amacıyla kullanan firmaların ise %68,4'ü (13 firma) borsa ve ekonomideki genel durum ve belirlenecek hisse senedi fiyatının gerçek değeri yansıtmayacağı endişesiyle halka arzdan çekilmiştir. Genel olarak değerlendirildiğinde borsadaki ve ekonomideki genel durum ve belirlenecek hisse senedi fiyatının gerçek değeri yansıtmayacağı endişesiyle çekilen firmaların oranı toplam içinde daha fazladır.

Tablo 4.47. Firmaların Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Çekilme Nedeni arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değer
Pearson Ki-Kare	0,068	1	0,795
Olasılık Oranı	0,07	1	0,792
Doğrusal Birleşme	0,065	1	0,799
Gözlem Sayısı	23		
2 Hücrenin (50%) beklenen değer 5'in altında. Minimum beklenen değer ise 1,22.			

Ki-kare analizi sonuçları değerlendirildiğinde; gözlenen değer (0,068) beklenen değerden (1,22) küçük bulunmuştur. Firmaların halka arzdan elde edeceği geliri kullanma amacı ile halka arzdan çekilme nedenleri arasında %95 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir ilişki olup olmadığını gösteren “p” değer ise; 0,795 olarak bulunmuş ve 0,05 değerinden büyük olduğundan iki değerşkenin birbirinden bağımsızdır. Firmaların halka arzdan elde edeceği geliri kullanma amacı ile halka arzdan çekilme nedeni birbirinden bağımsız değerşkenler olup bu iki değerşken arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

Literatürdeki çalışmalarda firmaları çekilmeden sonra bekleyen durumların çekilme ihtimali üzerinde etkisi olduğu kanıtlanmıştır. Veri setini oluşturan firmaların çekildikten sonra yaşadıkları durumlar ile çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunma durumları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmış, Çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.48.'de Ki-kare analizi sonuçları ise Tablo 4.49.'da yer almaktadır.

Tablo 4.48. Firmaların Çekildikten Sonra Yaşadığı Durumlar İle Çekildikten Sonra Tekrar Halka arz Başvurusunda Bulunma Durumları Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmaları Çekildikten Sonra Bekleyen Durumlar İle Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arz Başvurusunda Bulunma Durumları Arasındaki İlişki					
			Firmanın Çekilme Sonrası Yaşadığı Durum Nedir? (23. Soru)		TOPLAM
			Yeniden Yapılanma Süreci İçerisine Girmiştir.	Başka Bir Şirket Veya Grupla Birleşmiş Veya Başka Bir Şirket Tarafından Devralınmıştır.	
Firma Çekilmeden Sonra Tekrar Halka Arza Başvurdu mu? (19. Soru)	Evet, Başvurmuştur.	Sayı	2	8	10
		19. Soru İçinde %	20,0%	80,0%	100%
		23. Soru İçinde %	22,20%	57,10%	43,50%
	Hayır, Başvurmamıştır.	Sayı	7	6	13
		19. Soru İçinde %	53,8%	46,2%	100%
		23. Soru İçinde %	77,80%	42,90%	56,50%
GENEL TOPLAM		Sayı	9	14	23
		19. Soru İçinde %	39,10%	60,90%	100%
		23. Soru İçinde %	100%	100%	100%
		Toplam İçinde %	39,10%	60,90%	100%

Çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunan 10 firmanın %20'si (2 firma) çekilme sonrasında yeniden yapılanma süreci içerisine girerken, %80'i (8 firma) başka bir şirkette veya grupla birleşmiş veya başka bir şirket tarafından devralınmıştır. Çekilme sonrasında tekrar halka arz başvurusunda bulunmamış 13 firmanın %53,8'i (7 firma) çekilme sonrasında yeniden yapılanma süreci içerisine girdiğini ifade ederken, %46,2'si (6 firma) çekilme sonrasında başka bir şirket veya grupla birleşmiş veya başka bir şirket tarafından devralınmıştır. Genel olarak değerlendirildiğinde firmaların çoğunluğu çekilme sonrasında başka bir şirket veya grupla birleşmiş veya başka bir şirket tarafından devralınmıştır.

Tablo 4.49. Firmaları Çekildikten Sonra Bekleyen Durumlar İle Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arz Başvurusunda Bulunma durumları Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	2,718	1	0,99
Olasılık Oranı	2,836	1	0,92
Doğrusal Birleşme	2.600	1	0,107
Gözlem Sayısı	23		
1Hücrenin (25%) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değeri ise 3,91.			

Ki-kare analizi sonuçları değerlendirildiğinde; gözlenen değer (2,718) beklenen değerden (3,91) küçük bulunmuştur. İki değişken arasındaki ilişkiyi gösteren “p” değeri ise 0,99 olarak bulunmuştur. Bulunan “p” değeri 0,05’den büyük olduğundan firmayı çekildikten sonra bekleyen durumlar ile çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunma ihtimali arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Literatürde yapılmış çalışmalarda ulaşılan bir başka sonuç ise; halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarısının çekilmiş halka arzların tekrar halka arz başvurusunda bulunma ihtimalini arttıran bir faktör olmasıdır. Literatürde ulaşılan bu sonucu değerlendirmek amacıyla firmanın halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarısı ile halka arzdan çekildikten sonra tekrar halka arza başvurma durumları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmış ve Çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.50.’de Ki-kare analizi sonuçları ise Tablo 4.51.’de gösterilmiştir

Tablo 4.50. Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Firmanın Çekilme sonrası Tekrar Halka Arz Başvurusunda Bulunma Durumu arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Firmanın Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arz Başvurusunda Bulunma Durumu Arasındaki İlişki					
			Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluş Başarılı Oldu mu? (25. Soru)		TOPLAM
			Evet, Başarılı Olmuştur.	Hayır, Başarılı Olamamıştır.	
Firma Çekilmeden Sonra Tekrar Halka Arza Başvurdu mu? (19. Soru)	Evet, Başvurmuştur.	Sayı	3	6	9
		19. Soru İçinde %	33,3%	66,7%	100%
	Hayır, Başvurmamıştır.	Sayı	5	5	10
		19. Soru İçinde %	50,0%	50,0%	100%
GENEL TOPLAM		Sayı	8	11	19
		19. Soru İçinde %	42,10%	57,90%	100%
		25. Soru İçinde %	100%	100%	100%
		Toplam İçinde %	42,10%	57,90%	100%

Çekildikten sonra tekrar halka arz başvurusunda bulunan 9 firmanın %33,3'ü (3 firma) halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarılı olduğunu ifade ederken, %66,7'si (6 firma) halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarılı olamadığını belirtmiştir. Çekildikten sonra tekrar halka arz başvurusunda bulunmayan 10 firmanın %50'si (5 firma) halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarılı olduğunu dile getirirken, %50'si (5 firma) ise başarılı olamadığını dile getirmiştir.

Tablo 4.51. Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Firmanın Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arz Başvurusunda Bulunma Durumu Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	0,54	1	0,463
Olasılık Oranı	0,544	1	0,461
Doğrusal Birleşme	0,511	1	0,475
Gözlem Sayısı	19		

2 Hücrenin (50%) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise **3,79**.

Ki-Kare analizi sonuçlarına göre, gözlenen değer (0,540) beklenen değerden (3,79) küçük bulunmuştur. "p" değeri ise 0,463 olarak bulunmuş ve bulunan "p" değeri 0,05'den büyük olduğundan bu iki değişken arasında anlamlı bir fark olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Literatürde ulaşılan sonuç halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarılı, itibarlı olması firmanın çekildikten sonra tekrar halka arz başvurusunda bulunma ihtimalini arttırmaktadır. Veri setini oluşturan firmalara göre ulaşılan sonuç ise literatür ile tutarlı değildir ve iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Firmanın çekilme sonrasında yaptığı halka arz başvurusundaki başarısı ile halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarısı arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmış, Çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.52.'de Ki-Kare analizi sonuçları Tablo 4.53.'de gösterilmiştir.

Tablo 4.52. Firmanın Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Çekilme Sonrası Yaptığı Halka Arz Başvurusundaki Başarısı Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Firmanın Çekildikten Sonra Yaptığı Halka Arz Başvurusundaki Başarısı Arasındaki İlişki					
		Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluş Başarılı Oldu mu? (25. Soru)			TOPLAM
		Evet, Başarılı Olmuştur.	Hayır, Başarılı Olamamıştır.		
Firma Çekilmeden Sonra Yaptığı Halka Arz Başvurusunda Başarılı Oldu mu (20. Soru)	Evet, Başarılı Olmuştur.	Sayı	3	4	7
		20. Soru İçinde %	42,9%	57,1%	100%
		25. Soru İçinde %	100,00%	66,70%	77,80%
	Hayır, Başarılı Olamamıştır.	Sayı	0	2	2
		20. Soru İçinde %	0,0%	100,0%	100%
		25. Soru İçinde %	0,00%	33,30%	22,20%
GENEL TOPLAM		Sayı	3	6	9
		20. Soru İçinde %	33,30%	66,70%	100%
		25. Soru İçinde %	100%	100%	100%
		Toplam İçinde %	33,30%	66,70%	100%

Çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusunda başarılı olan 7 firmanın %42,9'u (3 firma) halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarılı olduğunu ifade ederken, %57,1'i (4 firma) halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşu başarılı olamadığını belirtmiştir. Çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusunda başarılı olamayan 2 firmanın tamamı halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarılı olamadığını ifade etmiştir.

Tablo 4.53. Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Firmanın Çekilme Sonrası Yaptığı Halka Arz Başvurusundaki Başarısı Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	1,286	1	0,0257
Olasılık Oranı	1,897	1	0,0168
Doğrusal Birleşme	1,143	1	0,0285
Gözlem Sayısı	9		
4Hücrenin (100%) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise ,67.			

Ki-kare analizi sonuçlarına göre; gözlenen değer (1,286) beklenen değerden büyük olarak bulunmuştur. İki değişken arasındaki ilişkiyi gösteren “p” değeri ise 0,0257 olarak bulunmuş ve 0,05'ten küçük olduğundan bu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarısı ile firmaların çekilme sonrası yaptığı halka arzdeki başarısı arasında %95 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarılı olması firmaların çekilme sonrasında başarılı bir şekilde halka arz piyasasına geri dönme ihtimalini arttıran bir faktör olarak değerlendirilebilir. Literatürde yapılmış çalışmalarda da çekilme sonrası ve başarılı ikinci halka arz öncesi aracı kuruluşun değişimi vurgulanmış ve halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarılı ve itibarlı olmasının firmaların çekilme sonrası başarılı bir şekilde geri dönme ihtimalini arttıran bir faktör olduğu savunulmuştur. Veri setini oluşturan firmalar üzerinde yapılan analize göre ulaşılan sonuç literatürde ulaşılan sonuç ile tutarlıdır.

Çalışmada aracı kuruluşun başarılı olduğu halka arzlar ile başarılı olamadığı halka arzlar arasında firmanın çekilmeden sonra yaşadığı durumlar açısından anlamlı bir farklılık olup olmadığı araştırılmış ve Çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.54.'te Ki-kare analizi sonuçları ise Tablo 4.55.'te yer almaktadır.

Tablo 4.54. Aracı Kuruluşun Başarısı İle Çekilmeden Sonra Firmanın Yaşadığı Durumlar Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Çekilmeden Sonra Firmanın Yaşadığı Durumlar Arasındaki İlişki					
		Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluş Başarılı Oldu mu? (25. Soru)			TOPLAM
		Evet, Başarılı Olmuştur.	Hayır, Başarılı Olamamıştır.		
Firmanın Çekilme Sonrası Yaşadığı Durum Nedir? (23. Soru)	Yeniden Yapılanma Sürecine Girmiştir.	Sayı	4	5	9
		23. Soru İçinde %	44,4%	55,6%	100%
		25. Soru İçinde %	57,10%	45,50%	50,00%
	Başka Bir Şirket Veya Grupla Birleşmiş Veya Başka Bir Şirket Tarafından Devralınmıştır.	Sayı	3	6	9
		23. Soru İçinde %	33,3%	66,7%	100%
		25. Soru İçinde %	42,90%	54,50%	50,00%
GENEL TOPLAM		Sayı	7	11	18
		23. Soru İçinde %	38,90%	61,10%	100%
		25. Soru İçinde %	100%	100%	100%

Çekilme sonrası yeniden yapılanma süreci içerisine giren 9 firmanın %44,4'ünde (4 firma) halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluş başarılı olmuşken, %55,6'sında (5 firma) halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluş başarılı olamamıştır. Çekilme sonrasında başka bir şirket veya grupla birleşen veya başka bir şirket tarafından devralınan 9 firmanın %33,3'ünde (3 firma) halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluş başarılı olmuşken, %66,7'sinde (6 firma) halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluş başarılı olamamıştır. Firmaların çekilme sonrası yaşadığı her iki durumda da halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluş başarılı olamaması durumu daha büyük bir paya sahiptir.

**Tablo 4.55. Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Çekilme sonrası
Firmanın Yaşadığı Durumlar arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi**

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	0,234	1	0,629
Olasılık Oranı	0,234	1	0,628
Doğrusal Birleşme	0.221	1	0,638
Gözlem Sayısı	18		
2Hücrenin (50%) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise3,50.			

Ki-kare analizi sonuçları değerlendirildiğinde; gözlenen değer (0,234) beklenen değerden (3,50) küçük bulunmuştur. Halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarısı ile çekilme sonrası firmanın yaşadığı durumlar arasında ilişki olup olmadığını gösteren “p” değeri ise 0,629 olarak bulunmuş ve bu değer 0,05'ten büyük olduğundan bu iki değişkenin birbirinden bağımsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu analiz ile halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarısı ile çekilme sonrasında firmanın yaşadığı durumlar arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Firmanın kullandığı halka arz yöntemi ile çekilme sonrası yaşadığı durumlar arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmış Çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.56'da Ki-kare analizi sonuçları ise Tablo 4.57.'de yer almaktadır.

Tablo 4.56. Firmaların Kullandığı Halka Arz Yöntemi İle Çekilme Sonrası Yaşadığı Durumlar Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmaların Kullandığı Halka Arz Yöntemi İle Çekilme Sonrası Yaşadığı Durumlar Arasındaki İlişki						
Firma	Çekilme Sonrası Yaşadığı Durum Nedir? (23. Soru)	Sayı	Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi Hangisidir? (4. Soru)			TOPLAM
			Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz	Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz	Her İki Yöntemin Birlikte Kullanılması	
	Yeniden Yapılanma Süreci İçerisine Girmiştir.	2	5	3	10	
		23. Soru İçinde %	20%	50%	30%	100%
		4. Soru İçinde %	25%	62,50%	42,90%	43,50%
	Başka Bir Şirket Veya Grupla Birleşmiş Veya Başka Bir Şirket Tarafından Devralınmıştır.	6	3	4	13	
		23. Soru İçinde %	46,20%	23,10%	30,80%	100%
		4. Soru İçinde %	75%	37,50%	57,10%	56,50%
GENEL TOPLAM	8	8	7	23		
	23. Soru İçinde %	34,80%	34,80%	30,40%	100%	
	4. Soru İçinde %	100%	100%	100%	100%	
	Toplam İçinde %	34,80%	34,80%	30,40%	100%	

Çekilme sonrası yeniden yapılanma süreci içerisine giren 10 firmanın %20'si (2 firma) mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini, %50'si (5 firma) sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini ve %30'u (3 firma) mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemi ve sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemlerini birlikte kullanmaktadır. Çekilme sonrası başka bir şirket veya grupla birleşen veya başka bir şirket tarafından devralınan 13 firmanın %46,2'si (6 firma) mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini, %23,1'i (3 firma) sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini ve %30,8'i (4 firma) her iki yöntemi birlikte kullanmıştır. Çekilme sonrası yeniden yapılanma süreci içerisine giren firmaların çoğunluğu sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanırken, çekilme sonrası başka bir şirket veya grupla birleşen veya başka bir şirket tarafından devralınan firmaların çoğunluğu ise mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini kullanmıştır.

Tablo 4.57. Firmaların Kullandığı Halka arz Yöntemi İle Çekilme sonrası Yaşadığı Durumlar Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	2,291	2	0,318
Olasılık Oranı	2,349	2	0,309
Doğrusal Birleşme	0.536	1	0,464
Gözlem Sayısı	23		

Ki-kare tablosu incelendiğinde; gözlenen değer (2,291) beklenen değerden küçük bulunmuştur. “p” değeri 0,318 olarak bulunmuş ve 0,05’den büyük olduğundan bu iki değişken birbirine bağımlıdır. Firmaların kullandığı halka arz yöntemi ile çekilme sonrası firmaları bekleyen durumlar arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Veri setini oluşturan çekilmiş firmaların ortaklık yapısı ile hisse senedi ihraç etme nedenleri arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmış, Çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.58.’de ve Ki-kare analizi sonuçları ise Tablo 4.59.’da yer almaktadır.

Tablo 4.58. Firmaların Ortaklık Yapısı İle Hisse Senedi İhraç Etme Nedenleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmaların Ortaklık Yapısı İle Hisse Senedi İhraç Etme Nedenleri Arasındaki İlişki					
			Firmanın Hisse Senedi İhraç Etme Nedeni Nedir? (9. Soru)		TOPLAM
			Finansman ve Likidite Sağlanmaktadır.	Finansman ve Likidite Sağlamak Dışındaki Nedenler (Prestij, Kurumsallaşma, Kredibilitiyi Arttırmak veya Globalleşme)	
Aile Şirketi mi? (2. Soru)	Evet	Sayı	5	9	14
		2. Soru İçinde %	35,7%	64,3%	100%
		9. Soru İçinde %	38,50%	40,90%	40,00%
	Hayır	Sayı	8	13	21
		2. Soru İçinde %	38,1%	61,9%	100%
		9. Soru İçinde %	61,50%	59,10%	60,00%
GENEL TOPLAM		Sayı	13	22	35
		2. Soru İçinde %	37,10%	62,90%	100%
		9. Soru İçinde %	100%	100%	100%

Veri setini oluşturan firmalardan 14 tanesi aile şirketi olup bunların %35,7'si (5 firma) finansman ve likidite sağlamak amacıyla hisse senedi ihraç ettiklerini ifade ederken, %64,3'ü (9 firma) finansman ve likidite sağlamak dışındaki nedenlerle hisse senedi ihraç ettiklerini ifade etmişlerdir. Veri setini oluşturan firmaların 21 tanesi aile şirketi olmadığını belirtmiş, bunların %38,1'i (8 firma) finansman ve likidite sağlamak için hisse senedi ihraç ettiklerini belirtmişler ve %61,9'u (13 firma) ise finansman ve likidite sağlamak dışındaki nedenlerle hisse senedi ihraç ettiklerini belirtmişlerdir. Aile şirketi olan ve olmayan firmaların çoğunluğunun hisse senedi ihraç etme nedenleri finansman ve likidite sağlamak dışındaki nedenlerden (prestij, kurumsallaşma, kredibilitiyi arttırmak veya globalleşme) biridir.

Tablo 4.59. Firmaların Ortaklık Yapısı İle Hisse Senedi İhraç Etme Nedenleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	0,02	1	0,886
Olasılık Oranı	0,02	1	0,886
Doğrusal Birleşme	0,02	1	0,888
Gözlem Sayısı	35		
0 Hücrenin (,0%) beklenen değeri 5. Minimum beklenen değer ise 5,20 .			

Ki-kare analizi sonuçları incelendiğinde; gözlenen değer (0,020) beklenen değerden (5,20) küçük bulunmuştur. Firmaların ortaklık yapısı ile hisse senedi ihraç etme nedenleri arasındaki ilişki olup olmadığını gösteren “p” değeri 0,886 olarak bulunmuştur. Analiz sonucuna göre bulunan “p” değeri 0,05’ten büyük olduğundan firmaların ortaklık yapısı ve hisse senedi ihraç etme nedenlerinin birbirinden bağımsız değişkenler olduğu sonucuna varılmıştır. Bu iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı bulunmuştur.

Veri setini oluşturan firmaların yaşı ile finansman ihtiyacı ortaya çıktığında ihtiyaç duyulan finansmanın öncelikle karşılandığı kaynak arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmış ve Mann-Whitney U testi sonuçları Tablo 4.60.’ta yer almaktadır.

Tablo 4.60. Firmaların Yaşı İle İhtiyaç Duyulan Finansmanın Öncelikle Karşılandığı Kaynak Arasındaki İlişkiye Yönelik Mann-Whitney U Testi

Grup	N	Sıra Ortalaması	Sıra Toplamı	U	P
İhtiyaç Duyulan Finansman Öncelikle Sermaye Piyasasından Sağlanmaktadır.	21	21,62	454	155	0,338
İhtiyaç Duyulan Finansman Öncelikle Sermaye Piyasası Dışındaki Kaynaklardan Sağlanmaktadır. (İç Kaynaklardan veya Finansal Kurumlardan)	18	18,1	326		

Firmaların yaşı ile finansman ihtiyacı ortaya çıktığında ihtiyaç duyulan finansmanın öncelikle sağlandığı kaynak arasında anlamlı farklılık olup olmadığını incelemek amacıyla yapılan Mann-Whitney U testi sonuçları incelendiğinde “p” değeri 0,338 olarak

bulunmuş ve bulunan “p” değeri 0,05’den büyük olduğundan anlamlı bir farklılık olmadığı şeklinde değerlendirmek mümkündür. Firmaların yaşı ile ihtiyaç duyulan finansmanın öncelikle sağlandığı kaynak arasında anlamlı bir ilişki olmadığı ve bu iki değişkenin birbirinden bağımsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Literatürde yapılmış çalışmalarda firmaların yaşı ile çekildikten sonra tekrar halka arza başvurma ihtimali arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Daha eski tecrübeli firmaların halka arz başvurusunu geri çektikten sonra tekrar girişimde bulunma ve gerçekleştirdiği ikinci halka arzda başarılı olma ihtimalinin daha yüksek olduğu yapılan çalışmalarda kanıtlanmıştır. Literatürde ulaşılan bu sonucun veri setini oluşturan firmalar üzerindeki geçerliliğini test etmek amacıyla firmaların yaşı ile tekrar halka arza başvurma durumları arasındaki ilişkiyi ölçmek için Mann-Whitney U testi yapılmış ve ulaşılan analiz sonuçları Tablo 4.61.’de gösterilmiştir.

Tablo 4.61. Firmaların Yaşı İle Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arza Başvurma Durumları Arasındaki İlişkiye Yönelik Mann-Whitney U Testi

Grup	N	Sıra Ortalaması	Sıra Toplamı	U	P
Halka Arzdan Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arza Başvurmuştur.	13	19,46	223	46	0,0011
Halka Arzdan Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arza Başvurmamıştır.	16	11,38	182		

Firmaların yaşı ile çekildikten sonra tekrar halka arza başvurma durumları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını incelemek amacıyla yapılan Mann-Whitney U testi sonuçları değerlendirildiğinde “p” değeri 0,011 olarak bulunmuş ve bulunan “p” değeri 0,05’ten küçük olduğundan bu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Analize göre ulaşılan sonuç ile literatürde ulaşılan sonuç uyumludur. Buna göre literatürde ulaşılan sonuç ile uyumlu olarak daha eski ve tecrübeli firmaların çekilmeden sonra tekrar halka arza başvurma ihtimalinin daha yüksek olduğunu söylemek mümkündür.

Firmaların ortaklık yapısı ile firmaların halka arzdan vazgeçmesinde etkili olan dezavantajlar arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmış, Çapraz tablo analizi sonuçları Tablo 4.62.'de ve Ki-kare analizi sonuçları ise Tablo 4.63'te yer almaktadır.

Tablo 4.62. Firmaların Ortaklık Yapısı İle Halka Arzdan Vazgeçmesinde Etkili Olan Dezavantajlar Arasındaki İlişkiye Yönelik Çapraz Tablo Analizi

Firmaların Ortaklık Yapısı İle Hisse Senedi İhraç Etme Nedenleri Arasındaki İlişki					
		Halka Arzın Dezavantajlarından Hangisi Firmanın Halka Arzdan Vazgeçmesinde Daha Etkilidir? (14. Soru)			TOPLAM
		SPK ve BİST'in Denetimi ve Gözetimi Altına Girmek ve Yöneticilerin Üstünlüklerinin Sınırlanması	Halka Arzın Ek maliyetler Getirmesi ve Halka Arz Sürecinin Uzun Olması		
Aile Şirketi mi? (2. Soru)	Evet	Sayı	8	6	14
		2. Soru İçinde %	57,1%	42,9%	100%
		14. Soru İçinde %	53,30%	46,20%	50,00%
	Hayır	Sayı	7	7	14
		2. Soru İçinde %	50,0%	50,0%	100%
		14. Soru İçinde %	46,70%	53,80%	50,00%
GENEL TOPLAM		Sayı	15	13	28
		2. Soru İçinde %	53,60%	46,40%	100%
		14. Soru İçinde %	100%	100%	100%
		Toplam İçinde %	53,6%	46,4%	100%

Veri setini oluşturan firmaların 14 tanesi aile şirketi ortaklık yapısına sahiptir. Bu firmaların %57,1'i (8 firma) SPK ve BİST' in denetimi ve gözetimi altına girmek ve yöneticilerin üstünlüklerinin sınırlanması dezavantajlarının halka arzdan çekilmelerinde daha etkili olduğunu ifade ederken, 42,9'u (6 firma) halka arzın ek maliyetler getirmesi ve halka arz sürecinin uzun olması dezavantajlarının halka arzdan çekilmelerinde daha etkili olduğunu ifade etmişlerdir. Veri setini oluşturan firmaların 14 tanesi de aile şirketi olmadığını belirtmiş ve bu firmaların %50'si (7 firma) SPK ve BİST' in denetimi ve gözetimi altına girmek ve yöneticilerin üstünlüklerinin sınırlanması dezavantajlarının halka arzdan vazgeçmelerinde daha etkili olduğunu ifade ederken, %50'si ise (7 firma)

halka arz sürecinin uzun olması ve halka arzın ek maliyetler getirmesi dezavantajlarının halka arzdan vazgeçmelerinde daha etkili olduğunu ifade etmişlerdir.

Tablo 4.63. Firmaların Ortaklık Yapısı İle Halka Arzdan Vazgeçmesinde Etkili Olan Dezavantajlar Arasındaki İlişkiye Yönelik Ki-Kare Analizi

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık (P) Değeri
Pearson Ki-Kare	0,144	1	0,705
Olasılık Oranı	0,144	1	0,705
Doğrusal Birleşme	0,138	1	0,71
Gözlem Sayısı	28		

0 Hücrenin (,0%) beklenen değeri 5. Minimum beklenen değer ise **6,50**.

Ki-kare analizi sonuçları değerlendirildiğinde; gözlenen değer (0,144) beklenen değerden (6,50) küçük bulunmuştur. Firmaların ortaklık yapısı ile halka arzdan vazgeçmesinde etkili olan dezavantajlar arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını gösteren “p” değeri 0,705 olarak bulunmuş ve bulunan değer 0,05’ten büyük olduğundan bu iki değişkenin birbirinden bağımsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Firmaların ortaklık yapısı ile halka arzdan vazgeçmesinde etkili olana dezavantajlar arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Firmaların belirtilen özelliklerine göre uygulanan Mann-Whitney U Testi sonucunda anlamlı fark olup olmadığı Tablo 4.64 te gösterilmiştir.

Tablo 4.64. Firmaların Belirlenmiş Özelliklerine Göre Mann-Whitney U Testleri Sonucunda Aralarındaki İlişkiler

Mann-Whitney U Testi Tablosu	P Değeri	İlişki Anlamlı mıdır?
Firmaların Çekilme Tarihleri İle Halka Arzdan Çekilme Nedenleri Arasındaki İlişki	0,146	Anlamlı Değildir
Firmaların Yaşı İle İhtiyaç Duyulan Finansmanın Öncelikle Karşılandığı Kaynak Arasındaki İlişki	0,338	Anlamlı Değildir
Firmaların Yaşı İle Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arza Başvurma Durumları Arasındaki İlişki	0,0011	Anlamlıdır

Mann-Whitney U Testi sonuçlarının toplu olarak gösterildiği tabloda görüldüğü üzere firmaların çekilme tarihleri ile halka arzdan çekilme nedenleri arasındaki ilişki ($P=0,146$), ($P>0,05$) anlamlı değildir aynı şekilde firmaların yaşı ile ihtiyaç duyulan finansmanın öncelikle karşılandığı kaynak arasındaki ilişkinin de ($P= 0,338$), ($P>0,05$) anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.. Diğer taraftan ise firmaların yaşı ile çekildikten sonra tekrar halka arza başvurma durumları arasındaki ilişki ($P= 0,0011$), ($P<0,05$) anlamlı ve geçerli olarak bulunmuştur.

Firmaların belirtilen özelliklerine göre ki-kare analizleri sonucunda anlamlı fark olup olmadığı tablo Ek Tablo 4.65 te gösterilmiştir.



BEŞİNCİ BÖLÜM

5. Genel Değerlendirme Ve Sonuç

Türkiye’de 1991-2013 yılları arasında halka arzdan çekilen firmalar üzerine yapılan araştırmada Çapraz Tablo Analizi, Ki-Kare Analizi ve Mann-Whitney U Testine göre ulaşılan sonuçlar genel olarak literatürdeki sonuçlar ile uyumludur.

Helwege ve Liang 2004, Waild Y. Busaba 2006 ve Marie Masson 2011 yılında yaptıkları çalışmalarda borsadaki ve ekonomideki genel durumun firmaların halka arzdan çekilme ihtimali üzerinde etkili bir faktör olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmalarda, borsadaki ve ekonomideki durumun kötü olduğu dönemlerde ve kriz dönemlerinde firmaların halka arzdan çekilme durumlarının arttığı ispatlanmıştır. Veri setini oluşturan firmaların çekilme tarihleri incelendiğinde Türkiye’deki kriz dönemlerinde (2000, 2001, 2008 ve 2011) çekilen firma sayısının diğer yıllara göre daha fazla olduğu görülmektedir. Dolayısıyla kriz dönemlerinin ve olumsuz piyasa koşullarının firmaların halka arzdan çekilme ihtimalini arttırdığını söylemek mümkündür.

Craig G. Dunbar ve Stephen R. Foerster 2004 yılında yaptıkları çalışmalarında başarılı, itibarlı ve tecrübeli aracı kuruluş ile çalışan firmaların çekilme sonrası yaptıkları halka arz başvurusunda başarılı olma ihtimalinin yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu görüşe göre halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun itibarı ve tecrübesi çekilen tekliflerin başarılı bir şekilde sermaye piyasasına geri dönmesinde büyük bir etkiye sahiptir. Firmalar halka arz sürecinde aracı kuruluşun önemini bildiklerinden çekilme sonrası ve başarılı bir halka arz öncesi çalıştıkları aracı kuruluşu değiştirebilirler. Çekilme öncesinde çalıştıkları aracı kuruluşun iyi performans göstermediğini düşünen ihraççılar çekilme sonrasındaki geri dönüşlerinde daha itibarlı ve daha geniş pazar payına sahip olan aracı kuruluşlar ile çalışmayı tercih ederler. Çalışmada literatürdeki bu argümanı değerlendirmek amacıyla firmaların halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarısı ile çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusundaki başarısı arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmış ve bu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Firmaların halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarılı olması firmanın çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusundaki başarısını arttıran bir faktör olarak değerlendirilebilir. Ulaşılan bu sonuç literatürde ulaşılan sonuç ile tutarlıdır.

Marie Masson 2011 yılında yaptığı çalışmasında firmaların çekilme ihtimalini ve çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunma ve başarılı olma ihtimalini etkileyen faktörler üzerine odaklanmıştır. Bu çalışmada ulaşılan sonuçlardan biri de firmaların yaşı

ile çekilme ihtimali ve çekildikten sonra tekrar halka arz başvurusunda bulunma ihtimali arasında ilişki olmasıdır. Buna göre, firmaların yaşı ile çekilme ihtimali arasında negatif bir ilişki olduğu ve tecrübesi fazla olan daha eski firmaların çekilme ihtimalinin genç firmalara göre daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ulaşılan bu sonucun veri setini oluşturan firmalar üzerindeki geçerliliğini araştırmak için firmalara yaşı sorulmuş ve yapılan analizlerle veri setini oluşturan çekilen firmaların daha tecrübeli ve eski firmalar olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ulaşılan bu sonuçta literatürdeki bulgulardan farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Marie Masson'un ulaştığı bir başka sonuç ise, daha eski ve tecrübeli firmaların halka arzlarını geri çekme ihtimalinin daha düşük olması ve bu firmaların çekilme sonrası tekrar başarılı bir şekilde halka arz başvurusunda bulunma ihtimallerinin genç ve tecrübesiz firmalara göre daha yüksek olmasıdır. Veri setini oluşturan firmaların yaşı ile çekildikten sonra tekrar halka arza başvurma durumları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmış ve bu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ulaşılan bu sonuç literatürde ulaşılan sonuç ile tutarlıdır. Daha eski ve tecrübeli firmaların çekilme sonrası tekrar halka arza başvurma ihtimalinin daha yüksek olduğunu söylemek mümkündür.

Çalışmada uygulanan ankette firmalara halka arzda kullandığı satış yönteminin ve halka arzdan çekilme nedeninin ne olduğu sorulmuştur. Firmalardan alınan cevaplara uygulanan analiz sonuçlarına göre firmaların halka arzda kullandığı satış yöntemi ile halka arzdan çekilme nedenleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre halka arzda satış yöntemi olarak fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemini kullanan firmaların halka arzın maliyetli olması ve daha cazip finansman kaynağı bulmaları sebebiyle halka arzlarını geri çektiği, diğer satış yöntemlerini (sabit fiyatla talep toplama yöntemini, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini veya doğrudan halka satış yöntemini) kullanan firmaların ise borsadaki ve ekonomideki genel durum ve belirlenecek hisse senedi fiyatının gerçek değeri yansıtmayacağı endişesi nedeniyle halka arzlarını geri çektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Dunbar ve Foerster'in 2004 yılında yaptıkları çalışmada ulaştıkları bir başka sonuç da halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarısı ile firmaların çekilme sonrasında halka arz başvurusunda bulunma durumları arasında anlamlı bir ilişki olmasıdır. Başarılı bir aracı kuruluş ile çalışan firmaların çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunma durumlarının daha yüksek olduğu savunulmaktadır. Bu sonucun veri setini oluşturan firmalar üzerindeki geçerliliğini araştırmak amacıyla yapılan analiz sonuçlarına

göre bu iki değişkenin birbirinden bağımsız olduğu sonuca ulaşılmıştır. Dunbar ve Foerster'in bulgularından farklı sonuçlara ulaşılmıştır.

Çalışmada firmalara hisse senedi ihraç etme nedenleri ve kullandıkları halka arz yönteminin ne olduğu sorulmuştur. Firmaların hisse senedi ihraç etme nedenleri ile kullandıkları halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre finansman ve likidite sağlamak amacıyla hisse senedi ihraç eden firmaların sermaye artırımını yoluyla halka arz yöntemini tercih ettiği, finansman ve likidite sağlamak dışındaki nedenlerle (prestij, kurumsallaşma veya kredibilitiyi arttırmak) hisse senedi ihraç eden firmaların ise mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemi ile sermaye artırımını yoluyla halka arz yöntemini birlikte kullandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Helwege ve Liang'ın 2004 yılında ve Marie Masson'un 2011 yılında yaptıkları çalışmalarda halka arzın gerçekleştirildiği dönemdeki piyasa koşullarının çekilme ihtimali üzerinde etkili olduğu savunulmaktadır. Çalışmada veri setini oluşturan firmalara halka arzdan çekilme tarihleri sorulmuş ve alınan cevaplara göre oluşturulan frekans tablosu incelendiğinde Türkiye'deki kriz dönemlerinde (2000,2001,2008 ve 2011 yıllarında) halka arzdan çekilen firma sayısının diğer yıllara göre daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ulaşılan bu sonuç literatürde ulaşılan sonuç ile uyumludur. Halka arzın gerçekleştirildiği dönemdeki olumsuz piyasa koşulları ve kriz dönemleri firmaların çekilme ihtimalini arttıran bir faktör olarak değerlendirilebilir.

Literatürde ulaşılan sonuçlar ile çalışmada ulaşılan sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde Türkiye'de firmaların halka arzdan çekilme durumlarını etkileyen faktörler aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Halka arz sürecinde yer alan aracı kuruluşun başarısı firmaların çekilme sonrası tekrar halka arza başvurma durumları üzerinde doğrudan etkili bir faktör olarak değerlendirilmezken, halka arz sürecindeki aracı kuruluşun başarısı firmaların çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusundaki başarısı üzerinde etkili olan bir faktördür.
- Firmaların yaşı çekilme sonrası tekrar halka arz başvurusunda bulunma durumları üzerinde etkilidir.
- Firmaların halka arzda kullandığı satış yöntemi ile halka arzdan çekilme nedenleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
- Firmaların hisse senedi ihraç etme nedenleri ile kullandıkları halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

- Halka arzın gerçekleştirildiği dönemdeki piyasa koşulları da firmaların halka arzdan çekilme ihtimali üzerinde doğrudan etkili olan faktörlerden biridir.



KAYNAKÇA

Kitaplar

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

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

AKGÜÇ Öztin, Finansal Yönetim, Avcı ol Basım-Yayın, Genişletilmiş 6. Baskı, İstanbul, 1994.

AKPINAR GÜNGÖR Funda, KÖSTEM N. Orhun, ÖZDEMİR Haluk, Sermaye Piyasalarına Açılan Pencere A’dan Z’ye Halka Açılma ve Yatırımcı İlişkileri, Tüйд Yatırımcı İlişkileri Derneği, Güncellenmiş 2. Baskı, İstanbul, 2010.

AKSOY Ahmet, İşletme Sermayesi Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara, 1990.

AYDIN Nurhan, BAŞAR Mehmet, COŞKUN Metin, BAKIR H. Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2008.

AYDIN Nurhan, BAŞAR Mehmet, COŞKUN Metin, Finansal Yönetim 11.Basım, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2010.

AYDIN Nurhan, CEYLAN Ali, BAŞAR Mehmet, COŞKUN Metin, BAKIR Hasan Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi Yyını No:779, Eskişehir.

AZİZ Aysel, Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri ve Teknikleri, Nobel Yayın Dağıtım, 4. Baskı, Ankara, 2008.

BERBEROĞLU Güneş N. Genel İşletme, Anadolu Üniversitesi, Web Ofset, Eskişehir, 2004.

Borsa İstanbul Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı, Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme, Ekim, 2013.

BREALEY Richard A. MEYERS Stewart C. MARCUS Alan J. Çeviri: BOZKURT Ünal, ARIKAN Türkan, DOĞUKANLI Hatice, İşletme Finansmanının Temelleri, İstanbul Mc Graw-Hill-Literatür Yayıncılık, Birinci Basım, 1997.

BÜKER Semih, AŞIKOĞLU Rıza ve SEVİL Güven, Finansal Yönetim, Sözkesen Matbaacılık, Ankara, 2009.

CEYLAN Ali, İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Kitabevi, Bursa, 2003.

CEYLAN Ali ve KORKMAZ Turhan, İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2009.

CHAMBERS Nurgül, Firma Değerlemesi, Avcı ol Basın Yayın Dağıtım, İstanbul, 2005.

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

ERCAN Metin Kamil ve BAN Ünsal, İşletme Finansı İşletmelerde Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara, 2005.

EYMEN U. Erman, SPSS 15.0 Veri Analiz Yöntemleri, İstatistik Merkezi, Yayın No:1, www.istatistikmerkezi.com, 2007.

GÖNENLİ Atilla, İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul Üniversitesi Basımevi, İstanbul, 1991.

GÜNÇAVDI Ö. LEVENT H. ÜLENGİN B. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına Kayıtlı Firmaların Finansal Yapılarını Belirleyen Faktörler, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No:209, İstanbul, 1999.

GÜRSOY Cudi Tuncer, Finansal Yönetim İlkeleri, Doğu Üniversitesi Yayınları Yayın No:1, İstanbul, 2007.

HATİPOĞLU Zeyyad, İşletme Finansmanı ve Türkiye’de Uygulaması, Bilmen Basımevi, İstanbul, 1977.

KALAYCI Şeref, SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri, Asil Yayıncılık, İstanbul, 2008.

KARSLI Muharrem, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, 4. Baskı, İrfan Yayıncılık, İstanbul, 1989.

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

KONURALP Gürel, Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi, Alfa Basın Yayın Dağıtım, İstanbul, 2005.

KORKMAZ Turhan ve CEYLAN Ali, Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi, Ekin Kitabevi, Bursa, 2006.

KÜÇÜKKOCAOĞLU Gülay, ALAGÖZ Ayşe, İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi, İstanbul, 2005.

OKKA Osman, Finansal Yönetim, Teori ve Çözümlü Problemler, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2009.

OKKA Osman, İşletme Finansmanı, Nobel Yayın Dağıtım, Geliştirilmiş 5. Baskı, Ankara, 2011.

OKKA Osman, Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler, Nobel Yayın Dağıtım (1. Basım), Ankara, 2009.

ÖZDEMİR Muharrem, Finansal Yönetim, Gazi Büro Kitabevi Tic. Ltd. Şti. Ankara, 1997.

SANCAK İbrahim Ethem, Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları, SPK Araştırma Raporu, Rapor Sayısı: XIV-8/7-5, Ankara, 1999.

SARIKAMIŞ Cevat, Sermaye Pazarları, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1995.

SAYAR A. R. Zafer, Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 146, Ankara, 2003.

SAYILGAN Güven, Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı, Turhan Kitabevi 3. Basım, Ankara, 2008.

SERPER Özer, Uygulamalı İstatistik 2, 4. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2000.

TUFAN Ekrem, Davranışsal Finans, Orion Yayınevi, Ankara, 2006.

TÜRKO Metin, Finansal Yönetim I, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 765, Erzurum, 1994.

TÜRKO Metin, Finansal Yönetim, Alfa Basın Yayın Dağıtım, İstanbul, 2002.

USTA Öcal, İşletme Finansı ve Finansal Yönetim, Detay Yayıncılık, Ankara, 2008.

YÜKSEL Ali Sait, YÜKSEL Aslı, YÜKSEL Ülkü, Banka Yönetimi El Kitabı, 1. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul, 2002.

ZARAKOLU Avni, Bankacılar İçin Para ve Kredi Bilgisi, 11. Baskı, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No: 354 Ankara, 1999.

Makaleler

AKERLOF G. The Market for 'lemons': Quality and The Market Mechanism, Quarterly Journal of Economics 84, 1970, 488-500.

ATA H. Ali ve AĞ Yusuf, Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi Sayı 11, İstanbul, 2010.

BATES T. ve DUNBAR C. Investment Bank Reputation Market Power and the Pricing and Performance of IPOs, Working Paper, University of Delaware and University of Western Ontario, 2002.

BENVENISTE L.M. SPINDT P.A. How Investment Bankers Determine The Offer Price and Allocation of New Issues, Journal of Financial Economics 24, 343-362, 1989.

BENVENISTE l.m., LJUNGQVİST w., WİLHELM w., J. Jr. ve YU x. Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services, Journal of Finance 58, 577-608, 2003.

BOEH Kevin ve DUNBAR Craig, Post IPO Withdrawal Outcomes, Electronic Copy Available at: <http://ssrn.com/abstract=2135772>, 2013.

BRAU James C. ve FAWCET Stanley E. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice, The Journal of Finance, Vol LXI No: 1, 399-436, 2006.

BUSABA Waild Y. BENVENISTE Lawrence M. GUO Re-Jin, The Option To Withdraw IPOs During The Premarket: Empirical Analysis, Journal of Financial Economics 60, 73-102, 2001.

BUSABA Waild Y. Bookbuilding The Option To Withdraw and The Timing of IPOs, Journal Corporate Finance 12, 159-186, 2006.

CLARKE J. DUNBAR Craig, KAHLE K. Long. Run Performance Insider Trading in Completed and Canceled Seasoned Equity Offerings, Journal of Financial and Quantitative Analysis 36, 415-430, 2001.

CORWIN S. SCHULTZ P. The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production and Underwriter Competition, Journal of finance 60, 443-486, 2005.

DUNBAR Craig, The Choice Between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers, Journal of Financial Intermediation 7, 60-90, 1998.

DUNBAR Craig, Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share, Journal of Financial Economics 55, 3-41, 2000.

DUNBAR Craig, FOERSTER Stephen R. Second Time Lucky? Withdrawn IPOs That Return to the Market, Journal of Financial Economics 87, 610-635, 2008.

DÜZAKIN GEREKLİOĞLU, Hatice, Türkiye’de Hisse senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Halka İlk Arz İle İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi, Çukurova Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü, Muhasebe Finansman A.B.D. Adana, 1998.

FREEMAN John, GLENN R. Carroll ve MICHAEL T. Hannan, The Liability of Newness: Age Dependence in Organizational Death Rates, American Sociological Review 48, 692-710, 1983.

HELWEGE J. ve LIANG N. Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets, Journal of Financial and Quantitative Analysis 39, 541-569, 2004.

HELWEGE J. ve PACKER F. Özel Meseleler, Journal of Financial Intermediation 18 (3), 362-383, 2009.

JAMES C. Relationship-specific Assets and The Pricing of Underwriter Services, Journal of Finance 47, 1865-1885, 1992.

KRIGMAN Laurie, SHAW Wayne, WOMACK Kent, Why Do Firma Switch Underwriters?, Journal of Financial Economics 60, 245-284, 2001.

LİAN Qin, Does The Market Incorporate Previous IPO Withdrawals When Pricing Second-Time IPOs?, 2006.

MİKKELSON W., PARTCH M., Withdrawn Security Offerings, Journal of Financial and Quantitative Analysis 23, 119-133, 1998.

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

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

RİTTER J.R.,The Costs of Going Public, Journal of Financial Economics 18, 269-281, 1987.

SHANGGUAN Z., VASUDEVAN G., Do Firms Knowingly Issue Overvalued Equity? New Evidence From Withdrawn Equity Offering, Journal of Business and Economic Studies 14, 81-94, 2008.

TERİM Burak ve KAYALI Cevdet Alptekin, Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler Türkiye'de İmalat Sanayi Örneği, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 7, Sayı 1, Manisa, 2009.

WELCH I.,Sequential Sales, Learning and Cascades, Journal of Finance 47, 1992, s.695-733,

Ritter, J. R. (1987). The costs of going public. Journal of Financial Economics, 19(2), 269–281. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(87\)90005-5](http://doi.org/10.1016/0304-405X(87)90005-5)

Lowry, Michelle, Micah S. Officer, ve G. William Schwert. "The variability of IPO initial returns." The Journal of Finance 65.2 (2010), s. 425-465.

Loughran, T., Ritter, J. R., ve Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. Pacific-Basin Finance Journal, 2(2), s.165-199.

Boeh, Kevin K., ve Craig G. Dunbar. "Post IPO Withdrawal Outcomes." (2013).

Knopf, J. D., ve Teall, J. L. The IPO effect and measurement of risk. Journal of Financial and Strategic Decisions, 1999. 12(2), s.51-58.

Tinic, S. M. (1988). Anatomy of initial public offerings of common stock. *The Journal of Finance*, 43(4), s.789-822.

Grinblatt, M. ve C.Y. Hwang, Signalling and the Pricing of New Issues, *Journal of Finance* 44, 1988, s.393-420.

Booth, J. R., ve Smith, R. L. (1986). Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 15(1), s.261-281.

Hurt, C. (2004). Moral hazard and the initial public offering. *Cardozo L. Rev.*, 26, s.711.

Beatty, R. P., ve Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of financial economics*, 15(1-2), s.213-232

Mok, H. M., ve Hui, Y. V. (1998). Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(5), s.453-474.

Chen, G., Firth, M., ve Kim, J. B. (2000). The post-issue market performance of initial public offerings in China's new stock markets. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 14(4), s.319-339.

Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of financial economics*, 15(1-2), s.187-212.

Huibers, F. E. (2005). Initial public offerings. The future of state-owned financial institutions, s.315-344

Benninga, S., Helmantel, M., ve Sarig, O. (2005). The timing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 75(1), s.115-132.

Block, S. B., Hirt, G. A., ve Short, J. D. (1997). Foundations of financial management, Chicago, IL: Irwin.,s.681.

Çamoğlu, E., Poroy, R., ve Tekinalp, Ü. (2003). Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku. İstanbul: Arıkan., s.141.

Ünlü, U., ve Ersoy, E. (2013). İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma ve Kısa Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2).

Tezler

AKSÖYEK İsmet, Halka Açılan İşletmelerde Firma Değrinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımların Mukayeseli Olarak İncelenmesi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara, 1994.

ALBEZ Abdulkadir, Halka Açılmanın Anonim Şirketlerin Finansal Yapısı Üzerindeki Etkileri, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D., Doktora Tezi, Erzurum, 2003.

ALTIN Hakan, İlk Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Analizi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D. Doktora Tezi, Ankara, 2010.

AYDIN Ali Dursun, Spor Kulüplerinin Halka Açılmasının Finansal Yapıları Üzerine Etkileri, Gazi Üniversitesi, Sağlık Bilimleri Enstitüsü, Beden Eğitimi ve Spor A.B.D. Doktora Tezi, Ankara, 2005.

CANKİ Aynur, Finansal Performans Ölçümünde Sermaye Yapısının Etkisinin Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D. Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2014.

CENGİZ İsmail, Sermaye Yapısı Belirleyicilerinin Uygulanabilirliğinin Test Edilmesi Türkiye Tarım Kooperatiflerinde Bir Uygulama, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2007.

ÇAVUŞOĞLU Seda, Halka Arzların Başarısızlık Sebepleri: Coca-Cola İçecek A.Ş. Örnek Olay İncelemesi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D. Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2008.

DİNÇERGÖK Burcu, Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Mukayeseli İncelemesi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2010.

DUNBAR Craig, FOERSTER Stephen R. Second Time Lucky? Withdrawn IPOs That Return to the Market, Working Paper, University of Western Ontario, 2004.

DURUKAN Mübeccel Banu, İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 1997.

DÜZAKIN GEREKLİOĞLU Hatice, Türkiye'de Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Firmaların Halka İlk Arz İle İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi, Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü Muhasebe Finansman A.B.D. Adana, 1998.

GÜLER Hüseyin, Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa A.B.D. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2010.

GÜNGÖR Mustafa, Türkiye’de Uygulanan Para Politikalarının Sermaye Piyasası Kârlılığına Etkisi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para-Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2009.

İŞILDAK Muhammet Sait, İşletmelerde Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Planlama Teknikleri ve Bir Uygulama, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D. Doktora Tezi, Erzurum, 1999.

KARAASLAN Burak, Hisse Senedi Getirilerini Belirleyen Etkenler Olarak Sermaye Yapısı ve Beta’nın Karşılaştırılması: İMKB-İmalat Sanayi Örneği, Kadirhas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finans ve Bankacılık Doktora Programı, Doktora Tezi, İstanbul, 2012.

MASSON Marie, Withdrawn and (Not) Reissued U.S.A. and Canadian IPO’s and SEO’s, A Thesis In The John Malson School of Business, 2011.

ÖZALTIN Oğuzhan, Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB’de Bir Uygulama (2000-2003), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Isparta, 2006.

SAYMAN Yahya, Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D., Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2014.

TURAN KURTARAN Ayten, Türkiye’ye İlk Halka Arzların Fiyat Performanslarının Sektörler İtibariyle Karşılaştırmalı Analizi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D. Doktora Tezi, Trabzon, 2012.

YÜKSELTÜRK Osman, İşletmelerde Karı Yüksek Gösterme Yöntemleri ve Türkiye’de Hisse Senetlerinin Halka Arzı Öncesi Karı Yüksek Gösterme Eğilimleri, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D. Doktora Tezi, İstanbul, 2006.

Yasal Düzenlemeler

Borsa İstanbul Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, Ekim 2013.

Borsa İstanbul, 24.04.2004 Tarih, 25502 Sayılı Resmi Gazete, Borsa İstanbul Kotasyon Yönetmeliği, Madde 13, Madde 24.

SPK Araştırma Dairesi, Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları, Yayın No: 15, Ankara, 1995.

SPK, Seri: I, No: 40 Sayılı Tebliği, Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde 10, Madde 14, Madde 16, Madde 17, Madde 19, Madde 21, Madde 23, Ek-2, Ek-3.

SPK, Seri: IV, No: 27 Sayılı Tebliği, Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ, Madde 5, Madde 6, Madde 8.

SPK, Seri: IV, No: 41 Sayılı Tebliği, Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ, Madde 4, Madde 7.

SPK, Seri: V, No: 46 Sayılı Tebliği, Aracılık Faaliyetinde Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ, Madde 38.

SPK, Seri: V, No: 46 Sayılı Tebliği, Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Madde 40.

SPK, Seri: VII, No: 54 Sayılı Tebliği, Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde 2, Madde 4, Madde 5, Madde 14, Madde 22, Madde 23.

SPK, Seri: VIII, No: 61 Sayılı Tebliği, Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak Kamuyu Aydınlatma Platformuna Gönderilmesine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Madde 1.

SPK, Seri: VIII, No: 66 Sayılı Tebliği, Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği, Madde 14-(1), Madde 15-(1).

SPK, Seri: X, No: 22 Sayılı Tebliği, Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ, Madde 3, Madde 5.

SPK, Seri: XI, No: 29 Sayılı Tebliği, Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği, Madde 9, Madde 10, Madde 15, Madde 22.

SPK, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, 05.07.2013 Tarih ve 28698 Sayılı Resmi Gazete, Madde 3-(i).

Sermaye Piyasası Mevzuatı, Seri: I, No: 40 Sayılı Tebliği, Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği, Madde 4/9.

SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 30.12.2012 Tarih ve 28513 Sayılı Resmi Gazete, Madde 2-(1), Madde 3-(a), Madde 3-(e), Madde 3-(f).

SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 28676 Sayılı Resmi Gazete, Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1), Madde 4, Madde 5, Madde 7, Madde 9.

SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 28691 Sayılı Resmi Gazete, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2), Madde 10-(8-b), Madde 13-(1), Madde 14-(1), Madde 14-(2), Madde 14-(4), Madde 14-(7), Madde 14-(9), Madde 15-(1), Madde 17.

SPK, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 28691 Sayılı Resmi Gazete, Pay Tebliği (VII-128.1), Madde 5-(5).

TTK, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, 13.01.2011 Tarih ve 27846 Sayılı Resmi Gazete, Madde 329-332. <http://borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz/pay-piyasasi/halka-arza-hazirlik> (Erişim tarihi: 30.06.2014)

Ek-Tablo 4.65. Firmaların Belirlenmiş Özelliklerine Göre Ki-kare Analizleri Sonucunda Aralarındaki İlişkiler

Ki- Kare Tablosu	Gözlenen Ki-kare Değeri	Beklenen Ki-kare Değeri	P Değeri	İlişki Anlamlı mıdır?
Firmaların Ortaklık Yapısı ve Kullanılan Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişki	0,252	4,46	0,882	Anlamlı Değildir
Firmalarda Yapılan Planlama İle Kullanılan Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişki	1,481	3,06	0,83	Anlamlı Değildir
Firmanın İhtiyaç Duyduğu Finansmanı Karşılıdığı Kaynak İle Ortaklık Yapısı Arasındaki İlişki	1,612	6,92	0,204	Anlamlı Değildir
Firmanın Hisse Senedi İhraç Etme Nedeni İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişki	7,024	4,09	0,3	Anlamlı Değildir
Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Kullandığı Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişki	0,359	0,96	0,836	Anlamlı Değildir
Firmanın Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Uygulanan Planlama Arasındaki İlişki	1,111	1,2	0,547	Anlamlı Değildir
Firmanın Ortaklık Yapısı İle Halka Arzın Firmaya Sağladığı Avantaj Arasındaki İlişki	0,345	6,86	0,557	Anlamlı Değildir
Firmanın Kullandığı Halka Arz Yöntemi İle Halka Arzdan Çekilme Nedeni Arasındaki İlişki	1,32	1,93	0,515	Anlamlı Değildir
Firmanın Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi İle Çekilme Nedeni Arasındaki İlişki	0,215	0,71	0,975	Anlamlı Değildir
Firmanın Halka Arzdan Vazgeçmesinde Etkili Olan Halka Arzın Dezavantajı İle Kullanılan Halka Arz Yöntemi Arasındaki İlişki	1,197	3,71	0,55	Anlamlı Değildir
Çekilme Sonrası Tekrar Halka Arza Başvurabilme İhtimali Çekilme Kararı Üzerinde Etkili Olanlar Ve Olmayanlar İle Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemi Arasındaki İlişki	0,215	0,71	0,975	Anlamlı Değildir
Firmaların Çekilme Sonrası Yaptığı Halka Arz Başvurusundaki Başarısı İle Halka Arzda Kullandığı Satış Yöntemi Arasındaki İlişki	2,215	0,38	0,529	Anlamlı Değildir
Firmaların Halka Arzdan Elde Edeceği Geliri Kullanma Amacı İle Çekilme Nedeni Arasındaki İlişki	0,068	1,22	0,795	Anlamlı Değildir
Firmaların Çekildikten Sonra Bekleyen Durumlar İle Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arz Başvurusunda Bulunma Durumları Arasındaki İlişki	2,718	3,91	0,99	Anlamlı Değildir
Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Firmanın Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arz Başvurusunda Bulunma Durumu Arasındaki İlişki	0,54	3,79	0,463	Anlamlı Değildir
Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Firmanın Çekilme Sonrası Yaptığı Halka Arz Başvurusundaki Başarısı Arasındaki İlişki	1,286	0,67	0,0257	Anlamlıdır
Halka Arz Sürecinde Yer Alan Aracı Kuruluşun Başarısı İle Çekilme sonrası Firmanın Yaşadığı Durumlar Arasındaki İlişki	0,234	3,5	0,629	Anlamlı Değildir
Firmaların Kullandığı Halka Arz Yöntemi İle Çekilme sonrası Yaşadığı Durumlar Arasındaki İlişki	0,291	0,551	0,318	Anlamlı Değildir
Firmaların Ortaklık Yapısı İle Hisse Senedi İhraç Etme Nedenleri Arasındaki İlişki	0,02	5,2	0,886	Anlamlı Değildir
Firmaların Ortaklık Yapısı İle Halka Arzdan Vazgeçmesinde Etkili Olan Dezavantajlar Arasındaki İlişki	0,144	6,5	0,705	Anlamlı Değildir