

HISSE SENEDİ PIYASASINDA HALKA AÇIKLIK ORANININ PIYASA FİYATI ÜZERİNE ETKİSİ

Dr. Osman BARAK*

ÖZET

Bu çalışmada, İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının oluşumunda halka açıklık oranının düşük ya da yüksek olmasının fiyat oluşumuna bir etki edip etmediği araştırılmaktadır. Bu amaçla İMKB'de işlem gören, halka açıklık oranı % 10' un altında olan şirketlerle, halka açıklık oranı % 75'in üzerinde olan şirketlerin hisse senedi fiyatları ile halka açıklık oranı arasında bir ilişki olup olmadığı ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Bu kapsamda, 1997-2004 döneminde İMKB'de işlem gören hisse senetlerine ilişkin veriler kullanılmış ve analiz edilmiştir.

ABSTRACT

In this study, the aim is to investigate whether the low or high free float rate has an effect on the formation of the market prices of active stocks in İstanbul Stock Exchange (ISE). For this purpose, whether or not there is a correlation between the free float rate and the stock prices of corporations having a free float rate of less than 10 % and of corporations having a free float rate of more than 75 % is tried to be put forward. In this sense, the data regarding the active stocks in ISE between 1997 and 2004 were used and analyzed.

1. GİRİŞ

İktisadi hayatın temel taşlarından biri haline gelen borsa önemini günden güne artırmaktadır. Bunda devletin ekonomik bir işletme olduğu anlayışının yıkılmaya başlaması etkili olmuştur. Yani devletin kendi özüne dönmesi, dolayısı ile dünyanın serbest piyasa ekonomisine doğru yönelmesi, küçük tasarruf sahiplerinin ellerindeki birikimlerinin ekonomiye kazandırılması gibi nedenler borsanın gerek ve önemini artıran temel faktörler olmaktadır.

Her alanda meydana gelen dünyadaki çok hızlı gelişme ve değişim, küreselleşme sonucu dünyanın küçülmesi ve Japonya'da ya da Honk Kong'da olan ekonomik bir krizin bütün dünyayı etkilemesi gibi sonuçlar borsanın önemini bir kat daha artırmıştır. Bu anlamda borsanın ve yapısının iyi bilinmesi ve en küçük ayrıntılarına kadar geniş araştırmaların yapılması gerekmektedir.

* Araştırma Görevlisi, Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü

Ticaretteki daralma ve kaynak sıkıntıları (finans, hammadde... vb.) gibi nedenler borsayı etkilemektedir. Bunun yanında, borsada işlem görmek üzere hisse senetleri satışa sunulan şirketlerin, teknolojik yapısı, kapasitesi, ürettiği mal ve hizmetin niteliği, ithal ikamesi yada ihraç malı olması, pazar yapısı (lüks ya da zorunlu mal gibi), rakiplerin durumu, tüketici talepleri ve halka açılma oranı gibi nedenler borsada işlem gören senetlerin talebinde de önemli rol oynamaktadır.

Tüm dünyada şirketlerin finansman sağlamak, likiditelerini artırmak ve kurumsallaşmak için kullandıkları en önemli araç halka açılmaktır. Halka arzlar, işletmelerin gelişimine sağladığı katkı, sermayeyi tabana yayma ve tasarrufların reel sektöre yönlendirilmesi yoluyla ülke ekonomisinin de gelişmesinde önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle sermaye piyasalarının ana görevlerinin halka arzlar olduğunu söylemek hiç de yanlış olmaz. Halka arzlar, sermaye piyasasının derinleşmesi, gelişimi ve yatırımcı sayısının artması için hayati öneme sahip olduğu kadar halka açılan işletmelere sağladığı risksiz (faiz gibi) kaynakla bu işletmelerin gelişmesinde en önemli rolü üstlenmektedir.

Bu çalışmada hisse senedi piyasasında yatırım kararlarına etki eden faktörlerden hisse senedinin (şirketin) halka açıklık oranının piyasa fiyatı üzerine etkisi incelenecektir. Bu amaçla, bir şirketin halka açılma oranının düşük ya da yüksek olmasının, piyasadaki hisse senetlerinin talebinde ve bunların piyasa fiyatlarının oluşmasında bir etkisinin olup olmadığı araştırılmaktadır. Araştırma kapsamında, halka açılma ve halka arz kavramları, halka arzda satış yöntemleri, işletmeleri halka açılmaya teşvik eden faktörler, halka açılmanın işletmelere getirdiği faydalar ve halka açılmayı engelleyen faktörler teorik olarak ele alınmakta, daha sonra halka açıklık oranının hisse senedi piyasa fiyatı üzerine etkisi incelenecektir.

2. HALKA AÇILMA VE HALKA ARZ KAVRAMI

Halka açılma; Sermaye şirketlerinin hisse senetlerini, halka arz ederek, küçük tasarruf sahiplerinin işletmeye ortak olmalarını sağlamak olarak ifade edilebilir (Demirli, 1991:7). Yani küçük tasarruf sahiplerinin ellerindeki tasarruflarının yatırıma dönüşmesini sağlayan bir dizgedir (Tenker, 1982:18).

Başka bir ifade ile halka açılma, halka kapalı bir şirketin hayat eğrisinin, herhangi bir aşamasında, kullandığı alternatif bir finanslama yöntemidir. Aynı zamanda halka açılma bir ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamada başvurabileceği bir yöntemdir (Koç, 1998:9; Korkmaz ve Ceylan, 2007:103).

Halka açılma, birçok ülke için bir taraftan kalkınmanın gerektirdiği sermaye birikiminin sağlanması, diğer yandan da sermayenin adaletli bir şekilde dağılımının gerçekleştirilmesi bakımından ekonomik bir hedef olmuştur. Bu amaçla para ve sermaye piyasaları gelişmiş ülkeler, halka açık işletmelerin sayısının artması için teşvik edici bazı tedbirler almışlardır (İlkin, 1987:11; Korkmaz ve Ceylan, 2007:103).

Türkiye’de ise, uygulanan sanayileşme politikaları halka açılmayı özendirmekten uzak kalmıştır. Çünkü ekonomik kalkınmada ve sanayileşmede kamu kesimine önemli görevler yüklenmiştir. Tarihsel süreç içinde uygulanan, dış rekabete kapalı sanayileşme modeli (İlkin, 1987:11), bir aile işletmesi niteliğini aşmayan şirket yapıları gibi nedenler halka açık olmayı ikinci plana itmiştir. Ancak dünyada çokuluslu şirketlerin etkinliğini artırması ve dünya ticaretini çok büyük oranda ellerine geçirmesi, işletmelerin mevcut halleri ile yaşama şanslarını yitirmelerine neden olmuş, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de işletmelerin halka açılmalarına, sermayelerini daha geniş halk kitlelerine yaymalarına neden olmuştur.

Halka arz; sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını, halkın bir ortaklığa veya kurucu olmaya davet edilmesini, hisse senetlerinin borsada ya da teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini, halka açık anonim şirketlerin sermaye artırımını dolayısı ile paylarının ya da hisse senetlerinin satışını ifade etmektedir (Koç, 1998:9). Yeni hisse senedi arzı ise, hisse senetlerini önceden halka arz etmiş işletmelerin piyasaya tekrar hisse senedi arz etmeleridir (Aydın, 1990:162). Halka arz, halka kapalı bir şirket tarafından ilk defa yapılırsa bu halka açılma olarak ifade edilir (Koç, 1998:9).

Halka arz işlemleri, sermaye piyasasının birtakım olumsuz olaylarla kesintiye uğramadığı, halkın tasarruf ve yatırım gücünün yeterli olduğu, faiz oranlarının fazla yüksek olmadığı ve enflasyonun aşırı olmadığı dönemlerde yoğun olarak yapılmaktadır (Karlı, 1995:91).

3. İŞLETMELERİN HALKA AÇILMA VE ARZ YOLLARI

1.) İşletmenin doğrudan doğruya halka açık olarak kurulması, hisse senetlerinin kuruluşta arz edilmesi.

Sermaye piyasasının birtakım olumsuz olaylarla kesintiye uğramadığı, halkın tasarruf ve yatırım gücünün yeterli olduğu, faiz oranlarının fazla yüksek olmadığı ve enflasyonun aşırı olmadığı dönemlerde bu tür halka açılma yapılmaktadır (Karlı, 1995:91). Kuruluşta halka arz anonim şirketlerde tedrici kuruluştur. Tedrici kuruluş; bir kısım payların kurucular tarafından taahhüt edilmesi ve geri kalan kısmı içinde halka müracaat edilmesidir. Tedrici kuruluş SPK öncesinde uygulanırken, SPK sonrasında; Ticaret Kanununa ilaveten, bu kanunun getirdiği formaliteler yüzünden terk edilmiştir. Günümüzde işletmeler, ani şekilde kurulmakta ve daha sonra sermaye artırımını yoluyla halka açılmaktadır.

2.) Kapalı ortaklık şeklinde kurulduktan sonra hisse senetlerinin halka arzı.

Kuruluştan sonra halka arz, hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerinin halka arz yoluyla satışdır.

3.) Halka açık olarak kurulan işletmelerin mevcut veya sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak hisse senetlerinin halka arzı.

4.) Pay sahibi sayısının yüzden fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit edilen anonim şirketler, kanuna göre pay sahibi sayısının 100'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit edilen anonim şirketlerin hisse senetleri halka arz olunmuş sayılmaktadır (Koç, 1998:10-12).

4. HALKA ARZDA SATIŞ YÖNTEMLERİ

Sermaye Piyasası Kanunu, sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını kurallarla düzenleyerek yatırımcının ihraççılar tarafından yanıltulmasını önlemeye çalışmıştır. Bu nedenle ortaklıklar, sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında Sermaye Piyasası Kurulunun koymuş olduğu satış yöntemlerine ilişkin kurallara uymak zorundadır.

İhraççılar açıklanacak olan satış yöntemlerini seçmekte serbesttir. İşletmeler bu yöntemleri belirlerken kurumlarının durumu, aracı kuruluşun önerileri, halka arz aşamasında sermaye ve para piyasasının görünümü, potansiyel müşteri grubu, rakip şirketlerin uyguladığı yöntemler gibi hususlar dikkate alınmaktadır. Bunun yanında ihraççılar aşağıda belirtilen yöntemleri kullanmak zorundadır.

— Hisse senetleri Borsada işlem gören işletmeler: Hisse senetleri Borsada nominal değerinin üzerinde işlem gören ortaklıkların yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan payların satışında daha sonra açıklanacak "Borsa' da Satış" yöntemini kullanması zorunlu olmaktadır.

— Halka açılmak üzere hisse senedi satışı yapacak işletmeler: Halka açık olmayan işletmelerin hisse senetlerinin hissedarları tarafından halka arz edilmesi ve halka açık olmayan işletmelerin sermaye artırarak artırılan sermayeyi temsil eden paylarının kısmen veya tamamen halka arz edilmesi durumunda "Talep Toplama" veya "Borsa' da Satış" yöntemlerinden birini uygulama zorunluluğu bulunmaktadır.

— Nitelikleri belirlenmiş halka açık işletmeler: Halka açık işletmelerin sermaye artırımını yoluyla hisse senedi ihraçlarında, son yıla ait bilançolarında hisselerin defter değeri nominal değerinin en az 2 katı olan işletmelerin net dönem kârı elde etmiş ve bilanço aktif toplamı 20 milyar TL'sini aşmış olmaları halinde, "Talep Toplama" veya "Borsa' da Satış" yöntemlerinden birini uygulaması gerekmektedir.

Kurulun gerekli görmesi durumunda, halka açılmak üzere hisse senedi satışı yapacak işletmelere ve nitelikleri belirlenmiş halka açık ortaklıklara talep

toplama ya da Borsa'da satış yönteminin kullanılması zorunluluğunu getirebilmekte veya bu zorunluluğu kaldırabilmektedir (Koç, 1998:12).

5. İŞLETMELERİ HALKA AÇILMAYA YÖNLENDİREN FAKTÖRLER

Halka açık olmayan bir ortaklığın, halka açılmaya yönlendirilmesi için, halka açılmanın cazip olması gerekmektedir. Halka açık olma, şirketlere birtakım maliyetler getirmektedir. Şirket halka açılıp açılmamaya karar verirken bu ek maliyetlere katlanmaya değer değmeyeceğine karar verecektir (Koç, 1998:16).

Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte işletmeleri halka açılmaya yönlendiren faktörleri kısaca şöyle özetleyebiliriz;

1.) İşletmeler açısından halka açılmaya yönelten ana faktör, ek işletme sermayesi sağlamak veya vadesi gelen borçları ödeme olanağına kavuşmak, yeni yatırımlara olanak sağlamaktır (Tenker, 1982:19). Bu durum şirketlerin halka açılmasında önemli bir unsurdur.

2.) Hisse senedi ihracı yoluyla halka açılmada, elde edilen fon doğrudan şirketin bünyesine girmektedir. Şirket elde edeceği fonu yeni ürün ve hizmet geliştirmede, mali yapısını öz kaynak lehine düzeltmede, işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında, fabrika ve teçhizata yatırımda, borç geri ödemesinde, araştırma-geliştirme bölümünün faaliyetlerine katkıda bulunma gibi yerlerde kullanabilecektir (Koç, 1998:16).

3.) Bir finansman kaynağı olan halka açılma, borçlanma gibi, firmanın belirli bir vadede faiz ve anapara ödemesini gerektirmez. Bu nedenle halka açılma firmanın itibarını, dolayısı ile gelecekteki borçlanma kapasitesini artırmakta, finansal esnekliğini sağlamakta, mali krize girme olasılığını düşürmekte veya benzeri krizlerden çıkmasını kolaylaştırmakta, satış hacminde veya karlılığında oluşacak ani düşüşlere karşı firmaya direnme gücü sağlamaktadır (Akbulak, 1991:10).

4.) Halka açılma firmanın prestijini artırarak ek fon ihtiyaçlarının karşılanmasını kolaylaştırmaktadır. Halka açılma, ortaklıkları şeffaf olma, kamuyu doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetim yaptırma gibi iktisadi, mali ve sosyal sorumlulukları yüklediği için, söz konusu ortaklıklar bu özellikleri ile tüketiciler, yatırımcılar, kreditorler gözünde prestij ve güven kazanmaktadır. Bu güven ve prestij, şirkete finansal topluluk içinde fark edilebilirliğine yardımcı olmaktadır. Dikkatli ve tecrübeli bir yönetim ile bu özellikler hayata geçirilerek, ortaklığın kolaylıkla kaynak bulması sağlanabilmektedir.

5.) Halka açılma ek sermaye imkanı sunarak, yeni yatırım alanlarına girmeye ve faaliyet alanını genişletmeye dolayısı ile kârlarını daha fazla artırmaya yardımcı olur (Tenker, 1982:19).

6.) Halka açılma likidite ve finanslama alternatifleri sağlamaktadır. Hisse senetlerinin rahatça halk tarafından alınıp satılmasından sonra, söz konusu ortaklıklar oldukça likit duruma gelecektir. Halka açıldıktan sonra ortaklığın hisse senetlerinin piyasa değeri, ortaklığın değerinin tespitinde önemli etkindir. Aynı zamanda likidite ve tespit edilen piyasa değeri, şirkete gelecek için finanslama olanaklarını artırma yönünde yardımcı olmaktadır. Bir kere halka açıldıktan sonra, ortaklığın diğer sermaye piyasası araçlarını da ihraç etmesi kolaylaşmaktadır. Ayrıca yatırımcı, yüksek derecedeki likidite nedeni ile, halka açık ortaklıkları finansal açıdan başarılı görmektedir (Koç, 1998:17).

7.) Halka açılma hisse senetlerinin pazarlanabilirliğini artırmaktadır. Halka kapalı ortaklıklarda hisse senetleri az sayıda kişinin elinde işlem görmektedir. Halka açıldıktan sonra ise, özellikle borsaya kote olunursa, hisse senetleri kolaylıkla alınıp satılmakta ve nakde çevrilmesi kolaylaşmaktadır (Akbulak, 1991:13).

8.) Halka açılan ortaklığın hisse senetleri pazarda çok iyi performans gösterdiği sürece bunları takip eden hisse senedi ihraçları, kolayca müşteri bulacak ve nihayet ortaklık kendi pazarını kendi yaratabilecektir.

9.) Halka açılan ortaklığın hisse senetlerinin Pazar değeri kolayca belirlenebilmektedir (Koç, 1998:17-18).

10.) Ortaklık Sermaye Piyasası Kanununa tabi olacağı ve sürekli denetim halinde bulunacağı için, ortaklık yöneticilerinin yönetimde daha özenli davranmaları mümkün olmaktadır.

11.) Vergi kanunlarında yapılan değişikliklerle halka açık anonim şirketlere bir takım ayrıcalıklar tanınmıştır (Yılmaz, 1995:64).

12.) İşletmelerin rekabet gücünü koruyabilmeleri pazar payını genişletebilmeleri gelişen teknolojiye ayak uydurabilmeleri, bunu için gerekli sermaye ihtiyacını karşılayabilmek için halka açılmaktadırlar.

13.) Halka açılma, büyüme ve holdingleşme yolu ile başka işletmelerin elde edilmesi ve yönetimlerine katılabilme olanağını sağlar (Tenker, 1982:20).

14.) Halka açılma sonucu şirketler öz kaynaklarını güçlendirerek, üçüncü kişilerin kısa vadeli borç baskılarından kurtulabilirler. Bunun sonucu olarak kısa vadeli borçların ceza yükümlülüklerine katılma zorunluluğu kalmaz.

15.) Halka açılma şirketin piyasada sesini duyurmasına yardımcı olacak ve piyasada reklam etkisi yapacaktır (Tenker, 1982:19).

Şirketlerin halka açılması ile küçük sermaye sahiplerinin sermaye piyasasına yöneltilmesi ülkelerdeki servet ve gelir dağılımına olumlu etkiler yapabilir. Buna ilaveten toplumda birleşme ve dayanışmaya sebebiyet verdiği için şirketler kamunun malı olur (Kepekçi, 1982:22).

6. İŞLETMELERİN HALKA AÇILMASINI ENGELLEYEN FAKTÖRLER

Halka açılmanın yukarıda saydığımız yararları yanında getirdiği sorumluluklar nedeni ile şirketler tarafından tercih edilmeme nedenleri bulunabilmektedir. Bunları kısaca inceleyecek olur isek;

1.) Halka açılan bir şirket TTK' nun yanı sıra SPK' na da tabi olacaktır. SPK' na tabi olmak, Kurul denetimi altına girmeyi, bunun getirdiği bürokrasi ve formalitelerin külfetine katlanmayı ve kâr dağıtım şartına uymayı gerektirmektedir.

2.) Ortaklık halka açıldıktan sonra, ortaklıkla ilgili bilgiler "kamuyu aydınlatma" prensibi dahilinde her an incelemeye tabi olmaktadır (Koç, 1998:22). Kamuyu aydınlatma; iç ve dış denetime rağmen ve onunla birlikte, gerek hisse senedi sahiplerinin, gerek katılmayı düşünenlerin - kamu - en iyi korunmaların yolu anonim şirketin faaliyeti hakkında gerçek, açık ve yeterli bilgi sahibi olmalarının sağlanmasıdır. Bilanço, rapor, izah name, sirküler gibi belgeler gerçekler hakkında tam bilgi verecek usul ile yeterli ayrıntıları gösterecek modellere göre düzenlenmesi ve açıklanmasıdır (Kabaalioglu, 1985:13).

Kamuyu aydınlatma ilkesine bağlı kalınarak halka arzlarda düzenlenen raporlar ve bilgiler yeterli olmamakta, gelişen koşullarda yeni, taze bilgilere ihtiyaç bulunmaktadır. Bu nedenle kısa aralıklarla raporlar ve belli kurallara bağlanmış özel durumlarda özel açıklamalar düzenlemek gerekmektedir (Karşlı, 1995:547). Bu durum ortaklıklar tarafından ek zaman ve maliyet kaybı olarak görülmektedir.

1.) Halka açılma ile yöneticilerin görev ve sorumlulukları artmaktadır. Şirket halka açıldıktan sonra, şirket yöneticilerinin sorumlu oldukları grup büyümektedir. Artık genel kurul çok sayıda ortaktan oluşacağı için, yöneticilerin karar almada inisiyatifleri sınırlanmaktadır. Pay sahiplerinin bilgi alma hakları, yöneticilerin bilgilendirici raporlar düzenlemelerine neden olacaktır. Eksik ve yanlış bilgilendirme sonucu zarara uğrayan ortak yöneticilerin cezalandırılmasını isteme hakkına sahiptir. Halka açık ortaklıklarda, fon yönetimi daha teknik olarak uygulanmalıdır.

2.) Halka menkul kıymet ihracının maliyetleri oldukça yüksek olup, ihraç edilen menkul kıymet miktarına bağlı olmaktadır. Eğer az miktarda menkul kıymet piyasaya sunulacaksa halka arz maliyeti yüksek kalmakta, hatta maliyetlerin karşılanamadığı durumlar dahi söz konusu olmaktadır.

Şirkette reorganizasyona gereksinim duyulabilir. Zira şirket yapısında değişiklik yaparken sorumlulukları artmıştır. Bu çalışmaların düzenlenmesi için kapalı aile yönetiminden profesyonel yönetim anlayışına geçilmeli, gerekirse bu yönde yeni elemanlar istihdam edilmelidir (Koç, 1998:23-24).

7. İŞLETMELERİ HALKA AÇILMAYA TEŞVİK EDEN FAKTÖRLER

-Bağımsız Denetim Muafiyeti: SPK'nca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış, son yıl mali tablolarına göre aktif toplamı 50 milyar TL'sini aşmayan halka açık anonim şirketler bağımsız denetim yükümlülüğünden muaf tutulmaktadır. Fakat söz konusu muafiyet için halka açık anonim şirketlerin talepte bulunmaları gerekmektedir.

-İlan Muafiyeti: Aktif toplamı 50 milyar TL' sini aşmayan halka açık anonim şirketler mali tablolarını ilan ederken Türkiye çapında yayın mecburiyetinden muaf tutulmaktadır.

-Kâr Dağıtım Muafiyeti:

1.) Aktif toplamı 50 milyar TL' sını aşmayan halka açık anonim şirketlerde kurul düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabilir birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin % 10' undan daha düşük olmaz.

2.) Aktif toplamı 50 milyar TL' sı ve üstünde olan halka açık anonim şirketlerde kurul düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabilir birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin % 5' inden daha düşük olması durumlarında, ortaklığın başvurusunun Kurul'ca uygun görülmesi kaydıyla, ilgili hesap dönemleri için birinci temettü dağıtılabilmektedir.

8. HİSSE SENETLERİNİN HALKA SATIŞI

Hisse senetlerinin halka arzında anonim şirketlerin yerine getirmeleri gereken hususlar şunlardır;

- 1.) SPK' dan izin alınması
- 2.) İzah name hazırlanması, yayınlanması ve Ticaret Siciline tescil ve ilanı,
- 3.) Halkın pay senedi almaya davet edilmesi,
- 4.) Pay senetlerinin halka satışı, satış arz izninde gösterilen süre içinde yapılması gerekir.
- 5.) Küçük tasarrufların özendirilmesi, SPK, yayınlamış olduğu tebliğ ile, anonim şirketlerin halka arz edilen pay senetleri toplam tutarının en az % 20'sini 50 bin TL veya daha küçük değerdeki kupürler halinde çıkarılmasını ve bunların küçük tasarruf sahiplerinin eline geçmesi için her türlü gayretin gösterilmesini öngörmüştür.
- 6.) Satış sonuçları hakkında SPK' ya bilgi verme ve
- 7.) Pay senetlerinin Borsa'ya kote ettirilmesi gerekmektedir.

9. HALKA AÇIKLIK ORANININ PİYASA FİYATI ÜZERİNE ETKİSİ

Halka açıklık oranı; halka açık hisselerin nominal değerleri toplamının, tüm hisselerin toplam nominal değerine oranını ifade eder. İşletmeler değişik oranlarda halka açılmaktadır. Bu açılma sonucu işletmelerin hisse senetleri piyasaya arz edilmekte ve belirli bir fiyattan satılmaktadır. Bunun akabinde Borsa'da işlem görmeye başlayan senetler piyasadaki arz ve talebe göre işlem görmekte, hisse senetlerinin fiyatları da sürekli değişmektedir. Bu fiyat değişiminde hisse senedinin halka açıklık oranının bir etkisi olup olmadığı, araştırmanın temelini oluşturmaktadır.

Bu çalışmada, İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının oluşumunda halka açıklık oranının düşük ya da yüksek olmasının fiyat oluşumuna bir etki edip etmediği araştırılmaktadır. Bu amaçla İMKB'de işlem gören, halka açıklık oranı % 10' un altında olan şirketlerle, halka açıklık oranı % 75'in üzerinde olan şirketlerin hisse senedi fiyat oluşumları ile halka açıklık oranı arasında bir ilişki olup olmadığı ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Bu kapsamda, İMKB'de 1997-2004 döneminde işlem gören hisse senetlerinin halka açıklık oranları, hisse senedi aylık fiyat verileri (en düşük, en yüksek ve kapanış fiyat verileri ayrı ayrı) tespit edilerek kullanılmıştır.

Hisse senetlerinin piyasa fiyatları, ay içindeki en düşük ile en yüksek ve kapanış fiyatları arasındaki farklar miktar ve oran olarak tespit edilmiştir. Ay bazında tespit edilen bu oranların bir yıllık ortalaması alınmış ve her şirket için ortalama bir değişim oranı belirlenmiştir. Belirlenen bu değişim oranı ile hisselerin halka açıklık oranı arasında bir ilişki olup olmadığı "Nokta Biserial Korelasyon" tekniği ile ortaya konulmaya çalışılmıştır.[†]

[†] İki değişken arasındaki ilişkinin derecesini ifade eden göstergeye korelasyon katsayısı denir (Avralıoğlu, 1977:286). Başka bir ifade ile, Korelasyon, iki bazen de daha çok sayıda değişken arasındaki ilişkiyi gösterir. İlişkinin miktarı sayı ile belirtilir. Bu sayıya korelasyon katsayısı yada ilişki katsayısı denir (Arıcı, 1991:94-95).

Biserial korelasyon tekniği bir sürekli değişken ile, aslında sürekli olduğu halde yapay olarak süreksiz (iki kategorili) duruma getirilen başka bir değişken arasındaki doğrusal ilişki miktarını saptamada kullanılır. Örneğin; boy uzunluğu ile zeka düzeyinin ortalamasının üstünde olup olmaması; bir kişilik testinden alınan puanla kılınikte konulan teşhise göre özel tedavi gerektirip gerektirmemek gibi (Arıcı, 1991:120).

Genellikle kalitatif nitelikteki iki değerden birini alabilen değişkenler için bu değerleri sıfır (0) ve bir (1) gibi bir değer çifti ile göstermek mümkündür. Böyle bir x değişkeni ile y değişkeni arasında ilişkinin araştırılması gerektiğinde iki korelasyon katsayısının birinden yararlanmak mümkündür.

İşletmelerin hisse senedi fiyat değişim oranları incelendiğinde statiksel tekniklere başvurmadan da, görsel olarak halka açıklık oranı düşük olan şirketlerin hisselerinde daha fazla oynamanın olduğu ve dolayısı ile halka açıklık oranı düşük kağıtlar üzerinde spekülatif fiyat dalgalanmalarının daha fazla olduğu söylenebilir. Ancak bu varsayımın doğruluğu istatistiksel tekniklerle kanıtlanmak durumundadır.

Nokta Biserial Korelasyon Katsayısı;

$$\rho = r_o = \frac{\bar{Y}_p - \bar{Y}_q}{\sqrt{\sum (Y_i - \bar{Y})^2}} \sqrt{(N.P.Q.)}$$

Burada ;

Y: Sürekli değişken

\bar{Y} : Y' nin yığın ortalaması,

N: Yığındaki birim sayısı

p=A/N, (A: x=1 olan birimlerin sayısı)

q=1-p

\bar{Y}_p : x=1 olan birimlerde Y' nin ortalaması

\bar{Y}_q : x=0 olan birimlerde Y' nin ortalaması

Yığından seçilmiş n birimlik bir örneğe ilişkin çalışmada p notasyonunun yerini r notasyonu almaktadır. Bu durumda;

$$r = \frac{\bar{Y}_p - \bar{Y}_q}{\sqrt{\sum (Y_i - \bar{Y})^2}} \sqrt{(N.P.Q.)}$$

■ Nokta Biserial Korelasyon Katsayısı,

■ Biserial Korelasyon Katsayısı.

X değişkeninin gerçekten binomiyal nitelikte olup olmamasıyla ilgilidir. Eğer X değişkeni Kadın-Erkek, Evli-Bekar, Okur Yazar-Okur Yazar değil, İyi-Kötü gibi tabiatı icabı iki değerli bir değişkense Nokta Biserial korelasyon katsayısı kullanılır.

Eğer X değişkeni gerçekte sürekli bir değişken olduğu halde, mesela veri değerlendirilmedeki güçlük nedeni ile iki değerli bir değişken haline getirilmişse Biserial korelasyon katsayısı hesaplanır (Avralıoğlu, 1977:293-294).

$$\sqrt{\sum (Y_i - \bar{Y})^2}$$

p=0 hipotezinin testi,

$$r \sqrt{(n-2)}$$

t=————— hesaplanarak yapılır.

$$\sqrt{(1-r)^2}$$

Çalışmada, “Nokta Biserial Korelasyon” tekniği kullanılmış ve araştırma kapsamında da tüm dönemlere (1997-2004 yıllarına ilişkin 8 dönem) ilişkin, halka açıklık oranı % 10'un altında ve % 75'in üzerinde olan hisse senetlerinde, aylık bazda, ay içindeki en düşük ve en yüksek fiyat değişimlerinin yıllık ortalamalarına göre nokta biserial korelasyon katsayısı hesaplanmıştır.

Hesaplanan korelasyon katsayıları ile, araştırma kapsamındaki hisse senetlerine (halka açıklık oranı %10'un altındaki hisse senetleri ile %75'in üzerindeki hisse senetleri) ilişkin hem ay içi fiyat değişim oranları arasındaki ilişki (r_1) hem de aylık kapanış fiyatları arasındaki ilişki (r_2) incelenmiştir. Yapılan hesaplamalar sonucunda korelasyon katsayıları ve bunlara ilişkin t değerleri ($r_1=0,186$ ve $t_1=0,885$; $r_2=0,318$ ve $t_2=1,574$) bulunmuştur.

Çalışmada elde edilen korelasyon katsayılarına ilişkin bulgular, halka açıklık oranı düşük olan hisse senetleri ile, yüksek olan hisse senetleri arasında, hem ay içi fiyat değişimleri hem de ay sonu kapanış fiyatları, fiyat değişimleri arasında anlamlı düzeyde aynı yönlü bir ilişki olmadığı sonucunu ortaya koymuştur. Hisse senetleri fiyat değişim oranlarındaki oynaklık ve her iki tip hisse senedi fiyat değişimi arasındaki ilişki sifıra yakın ($r_1=0,186$; $r_2=0,318$) ve anlamlı değildir.

İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin ay içi fiyat değişimleri ve ay sonu kapanış fiyatları arasındaki oransal değişimlerin, hisse senetlerinin halka açıklık oranı ile ilişkili olarak, halka açıklık oranı düşük hisse senetlerinde yüksek olanlara kıyasla daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Yani halka açıklık oranı düşük şirketlerin hisse senedi fiyatlarında, halka açıklık oranı yüksek olan şirketlere oranla, daha fazla dalgalanma gözlenmektedir. Bu dalgalanmanın derecesi ay içi fiyat hareketliliği kapsamında ay sonu kapanışlarına oranla daha yüksektir.

4. SONUÇ

İMKB'de, 1997-2004 yılları aralığında, halka açıklık oranı %10'un altı ile %75'in üstünde olan hisse senetlerinin aylık fiyat değişimleri ve bu fiyat değişimleri ile söz konusu hisse senetlerinin halka açıklık oranı arasında bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir.

Çalışmada halka açıklık oranı düşük hisse senetleri ile yüksek hisse senetlerinin aylık fiyat değişimleri "Nokta Biserial Korelasyon" tekniği ile analiz edilmiştir.

Analiz sonucunda, İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin halka açıklık oranı düşük hisse senetlerinde aylık fiyat oynaklığının daha yüksek olduğu, buna karşın, halka açılma oranı %75'in üzerindeki hisse senetlerinde ise daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yani İMKB'de işlem gören ve halka açıklık oranı düşük olan hisse senetlerinin aylık fiyat değişimleri daha yüksek ve bu senetler spekülatif işlemlere daha açıktır. Sonuç olarak, halka açıklık oranı düşük olan işletmelerin hisse senetleri, yüksek olanlara göre daha fazla dalgalanma göstermektedir. Dolayısıyla İMKB'de işlem yapan yatırımcıların kararlarında, hisse senetlerinin halka açıklık oranını da göz önünde bulundurmaları gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Akbulak, S. (1991), *Şirketlerin Halka Açılması*, SPK Yayınları, Ankara.
- Arıcı, H. (1991), *İstatistik, Yöntemler Ve Uygulamalar*, Meteksan A.Ş. Yayını, Ankara.
- Avralıoğlu, Z. (1977), *İstatistik*, AİTİA Yayını, Ankara.
- Aydın, N. (1990), "Halka Arz Edilecek Hisse Senedi Değerlerinin Belirlenmesi", *MPM Verimlilik Dergisi*, 44.
- Demirli, E. (1991), *Halka Açık Anonim Şirketlerde Denetim Önemi Ve TKB İlişkili Ortaklıklarda Bir Uygulama*, Yayımlanmamış Master Tezi, Ankara.
- İlkin, A. (1987), "Halka Açık Şirketlerin Durumu ve Ekonomiye Etkileri", *İSO Dergisi*, 259.
- Kabaalioğlu, Haluk. (1985). *Sermaye piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, İstanbul: İktisat Yayın Lmt. Şti.
- Karşlı, M. (1995), *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler*, İrem Yayımcılık ve Ticaret, İstanbul.
- Kepekçi, C. (1982), *Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Muhasebenin Rolü*, Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir.
- Koç, İ. Ö. (1998), *Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama*, SPK Yayını, Ankara.
- Korkmaz, Turhan ve Ali Ceylan. (2007), *Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi*, Bursa: Ekin Basım Yayım Dağıtım.

- Tenker, N. (1982), *Şirketlerin Halka Açılmasında Finansal Tabloların ve Dış Denetimlerin Önemi*, G.Ü.İ.İ.B.F. Yayını, Ankara.
- Yılmaz, Celal. (1995) *Sermaye Piyasasında Vergilendirme*, İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını.

