

**SERMAYE PİYASALARINDA HİSSE SENEDİ
HALKA ARZLARI VE SONRASINDA
UYGULANAN FİYAT İSTİKRARI
YÖNTEMLERİ**

Metin Özhan
Kurumsal Finansman

Bu çalışmanın hazırlanmasında bana yol gösteren değerli hocam Sayın Dr. Reha Tanör'e, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.ř. İcra Kurulu Başkanı Sayın Metin Ar'a, Genel Müdür Yardımcısı Sayın aęan Erkan'a ve Kurumsal Finansman Müdürü Sayın Akın Aydın'a vermiş oldukları destek için teşekkür ederim.

Bu alışma Galatasaray Üniversitesi Ekonomi Hukuku İkinici đretim Yüksek Lisans Programı Dönem Projesi olarak hazırlanmış olup referans gösterilmek suretiyle kaynak olarak kullanılabilir.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
1. HİSSE SENEDİ HALKA ARZLARI	5
1.1. Hisse Senedi Nedir?	5
1.2. Halka Arz ve Hisse Senedi Halka Arzları	6
1.3. Halka Arzlarda Aracı Kuruluş – İhraççı İlişkileri	7
1.3.1. Halka Arza Hazırlık Süreci	8
1.3.2. Halka Arz Süreci	11
1.3.3. Halka Arz Sonrası	12
2. FİYAT İSTİKRARI İŞLEMLERİ	14
2.1. Tanım	14
2.2. Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Yöntemler	15
2.2.1. Doğrudan Alım	16
2.2.2. Ek Alım Hakkı (Green Shoe Option)	16
2.2.3. Ceza	18
2.3. Fiyat İstikrarı İşlemlerinin İşlevi	19
2.4. Yabancı Mevzuatlardaki Düzenlemeler	23
2.4.1. Avrupa Birliği Mevzuatı	24
2.4.2. Amerika Birleşik Devletleri Mevzuatı	29
2.5. Türk Mevzuatı ve Uygulamalar	32
2.5.1. Türk Mevzuatı	32
2.5.2. Uygulamalar	35
2.5.3. Türk Traktör ve Doğu Otomotiv Halka Arzları	38
SONUÇ	44
KAYNAKÇA	46
EK 1	47

GİRİŞ

Serbest ekonomi sisteminde küçük ve orta boylu işletmelerden büyük sanayi şirketlerine pek çok şirket için temel amaç kâr etmek ve buldukları piyasada pazar paylarını arttırarak bu kârı en üst seviyeye getirmektir. Bunu sağlamak için firmalar üretimde bulunur ve bu üretimin geliştirilmesini, mal ve hizmetlerden oluşan ürünlerin tanıtılmasını sağlayacak faaliyetlerde bulunurlar.

Şirketlerin faaliyetlerini devam ettirebilmek ve sektörde gelişerek öne çıkabilmek için zaman zaman kendi kaynaklarının sağlayacağı finansman olanaklarından daha fazlasına ihtiyaç duydukları gözlenmektedir. Böyle durumlarda gerekli kaynakların sağlanması için şirketler finansman olanağı bulunan diğer ekonomik aktörlere başvurmaktadır.

Temel ekonomi sektörlerinin içinde ihtiyaç duyulan finansmanı sağlamak için başvurulabilecek iki piyasa bulunmaktadır. Bunlardan kaynak arayışında bulunan firmalar dışında, günlük yaşantılarının getirdiği gereksinimler nedeni ile de insanlar tarafından son derece iyi bilinen para piyasası, diğeri ise para piyasasına oranla sokaktaki insan tarafından sürekli bir şekilde kullanmadığından fazla dikkatini çekmeyen, ancak buna rağmen diğeri kadar öneme sahip olan sermaye piyasalarıdır.

Para piyasalarında faaliyet gösteren finansal kuruluşlar, bu kuruluşlar bankalar başta olmak üzere finansman sağlama yolunda çeşitli yöntemlerle para toplayan kuruluşlardır. Bireylerin tasarruflarını ve kendi bünyelerinde toplanan diğer mevduatı, karşılığında bu paraları bünyelerinde tuttukları süre ile orantılı olarak serbest piyasada oluşan belirli faiz karşılıkları ödemek suretiyle toplarlar. Bu finansman kuruluşları toplamış oldukları paraları, kendi yasal çerçevelerinin izin verdiği oranda (Basel prensipleri ve ülkelerin bankacılık sistemlerinin yasal zorunluluk olarak belirlediği diğer unsurlar) ihtiyaç sahiplerine “kredi” olarak sunarlar. Bu noktada finansal kuruluşlar küçük birikimleri olan kesim ile kaynak ihtiyacı olan kesim arasında aracı konumunda bulunmakta ve talep edenlere verdikleri kredilerin faizleri ile topladıkları tasarruflar arasındaki farkı kendilerine gelir olarak almaktadırlar. Kendilerine kredi yolu ile kaynak sağlayan firmalar için, kredilerin geri ödemesi sırasında ödenen faizler, kullanılan kaynak üstünde önemli boyutlara ulaşabilecek maliyet oluşturmaktadır. Bu şekilde gerçekleştirilen finansman yöntemi daha ziyade kısa vadelidir.

Şirketlerin kaynak yaratmak amacıyla başvuracakları bir diğer yöntem ise sermaye piyasalarıdır. Sermaye piyasası olarak adlandırdığımız piyasa, finansman ihtiyacı duyan

firmalar ile tasarruf sahiplerinin pazarda karşılaştıkları ve finansman talebi ile finansman arzının araya başka bir aracı kuruluş girmeksizin karşı karşıya geldiği piyasalardır. Sermaye piyasalarından elde edilen kaynakların maliyeti kaynak talep eden firmalar açısından arada ödeme yapılan başka bir aracı kuruluş (bankalar ve diğer aracılar) bulunmamasından dolayı daha düşük maliyetli ve para piyasalarından elde edilen kaynaklara oranla daha uzun vadeli olabilmektedir. Bu piyasalar aracılığıyla tasarruflarını değerlendiren tasarruf sahibi için ise elinde bulunan tasarrufları başka para piyasasında aktif olan bankaların benzeri bir aracılık sistemi olmadığı için daha yüksek getiriler elde edebilen tasarruf sahibi için ise daha kazançlı olabilmektedir.

Bilinen para piyasalarından farklı bir şekilde işleyen finansal piyasaların yaygınlaşması ile birlikte bu piyasaların kendi özellikleri çerçevesinde ilişkileri, bu piyasalarda alış veriş yapan tarafların yükümlülük ve haklarını belirleyen kurallar oluşmuştur. Öz kaynaklarının yanında klasik bankacılık sisteminin sağlamış olduğu kredi olanaklarının da dışında sermaye piyasalarından borçlanmak isteyen firmalar diğer kuralların yanında bu sistemin de kurallarına uymak zorundadırlar.

Sermaye piyasalarında zamanla piyasa aktörlerinin taleplerine bağlı olarak çeşitli borçlanma araçları ortaya çıkmış ve bu araçlar hukuk sistemi ile düzenlenmektedir. Türk Hukuku'nda da bu piyasalarda işlem gören borçlanma araçları düzenlenmiştir. İşte Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde belirlenmiş olan bu araçlara Kanunun 3. maddesinde belirtilmiş olan genel ad ile "Sermaye Piyasası Araçları" adı verilmektedir. Çok çeşitli sermaye piyasası araçları bulunmak ile beraber sermaye piyasası araçlarını ortak özellikleri hukuki açıdan kıymetli evrak niteliği taşımalarıdır. Bu araçların nelerden oluştuğu ilgili maddede ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlediği diğer kurallar çerçevesinde belirlenmekte olup, geniş yatırımcı kitlelerine ulaşmaları ise halka arz yolu ile gerçekleşmektedir.

Çıkarıldıkları ülkelerde veya özel kurallar çerçevesinde çıkarıldıkları ülkeler dışındaki ülkelerin menkul kıymet piyasalarında işlem görmeleri nedeniyle sürekli göz önünde olan ve takip edilen sermaye piyasası aracı hisse senetleridir. Diğer sermaye piyasası araçlarından farklı olarak hisse senetleri, ellerinde buldukları kişilere, paylarını temsil ettiği şirkette ortaklık hakkı vermektedir. Yatırımcısına sabit getiri yerine, ortağı konumunda bulunduğu şirketin dönem sonunda elde etmiş olduğu kardan, yatırımcının sahip olduğu pay oranında kar payı alma hakkı dışında, paydaşlara şirketin ortağı olarak sahip olunan pay oranı ile bağlı

olmakla beraber, şirket yönetimine katılma, denetçi atanmasını talep etmek¹ vb. gibi yönetsel haklar da tanımaktadır.

Diğer sermaye piyasası araçlarında olduğu gibi hisse senetlerinin de piyasaya çıkışı halka arz yöntemi ile gerçekleşir. Belirli bir büyüklüğe ulaşan şirketler, bu çalışmada da incelendiği üzere çeşitli sebeplerden ötürü hisse senetlerini halka arz etmek suretiyle paylarını yatırımcılarla paylaşmak yoluna giderler. Hisse senetlerinin halka arzı olarak tanımlanan bu operasyonlar, şirketini halka arz ederek bünyesine yeni ortaklar ve bu ortaklar tarafından sağlanacak olan kaynaklar katmak isteyen şirketler ile bu işin aracılığını yürüten aracı kuruluşlar ve varsa diğer danışmanlar aracılığı ile yürütülmektedir. Şirket hisse senetlerini halka arz ederken, yatırımcılar tarafından hisse senetlerine olan talep bu şirkete, şirketin ortaklarına ve yönetimine olan güvenin de bir yansıması olarak düşünülmektedir. İşte bu nedenle hisse senetlerini diğer sermaye piyasası araçlarından daha farklı bir yerde tutmak gerekmektedir.

Borsalarda pek çok yatırımcı ellerindeki hisse senetlerini fiyatlarının belirli sürelerdeki fiyat değişikliklerine göre alıp satmak suretiyle kar elde etmek istemektedir. İleriye dönük olarak yapılan tahminlerde geçmişe dönük olan verilerin de önemli bir yeri olduğu göz önüne alınacak olursa, halka yeni arz edilen ve borsada işlem göreceği olan bir hisse senedinin, borsadaki ilk gününde, hisse senedini ihraç eden tarafından destekleneceğinin bilinmesi ve/veya desteklediğinin görülmesi, “henüz yeni doğmuş” bir hisse senedinin ilk adımlarını sağlam atması ve borsada tutunması için önemlidir.

Piyasaya arz edilen hisse senetlerinin ihtiyaç duyduğu bu yardım için çeşitli yöntemler mevcut olup uluslararası borsalarda kullanılmaktadır. Ülkemizde de Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri ile kurumsallaştırılan bu uygulamalar mevzuatımızda yeni sayılabilecek kadar gençtir. Hazırlamış olduğumuz bu çalışmada fiyat destek mekanizmaları adı verdiğimiz bu yöntemleri tanıtabilmek için ilk olarak hisse senedi ve halka arz kavramlarını tanıtacak, ardından hisse senedi halka arzlarının piyasa aktörleri için olan önemine ve halka arz sonrasında gerçekleştirilen fiyat destek mekanizmaları üzerinde duracağız. Varolan en gelişmiş sermaye piyasası olarak tanımlayabileceğimiz Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa Birliği’ndeki kurallar çerçevesinde bu mekanizmaların nasıl düzenlendiğine yer verecek, Türkiye’deki mevcut düzenleme ile karşılaştırma olanağı bulacağız. Piyasalarımızda

¹ Pay sahibinin hakları; malvarlıksal haklar, katılma hakları, aydınlatma hakları, koruyucu haklar olarak tanımlanmaktadır. Bu haklar ile beraber, madalyonun diğer yüzü olarak, pay sahibinin diğer ortaklara ve şirkete karşı yükümlülükleri de bulunmaktadır.

yakın zamanda düzenlenen fiyat destek mekanizmalarının, düzenlenmesinden bu yana gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde ne şekilde kullanıldığını ve bunun sonuçlarını irdeleyerek Türkiye’de uygulanan sistemin ne derece yeterli olduğunu bulmaya çalışacağız.

1. HİSSE SENEDİ HALKA ARZLARI

1.1. Hisse Senedi Nedir?

Anonim ortaklıklarda, şirketin oluşumunda temel unsur paydır. Şirkete katılan ortakların her biri, şirkete olan katkıları karşılığında, oluşturulan şirkette belirli bir oranda “pay”a sahip olurlar. Şirket ortaklarının sahip olduğu paylar ve oranı ortaklar açısından önemlidir².

Ortaya çıkış sebebine bakılarak değerlendirildiği takdirde pay, şirketin esas (veya ödenmiş) sermayesinde şirket ortağının sahip olduğu oranı temsil eder. Sermayenin bu şekilde bölünmüş olan paylarının birbirine eşit değerleri olma zorunluluğu bulunmayabilir ancak ortakların sahip olduğu payların toplamı daima şirketin sermayesini vermektedir. Pay sahibi, şirkete, elinde bulundurduğu payların toplamının sermayeye oranı kadar ortak konumdadır. Anonim ortaklıklar bu şekilde paylara bölünmüştür. Şirketin paylara bölünmüş olması şirketin ortaklarına, şirkete karşı sorumluluklar yüklemektedir (sermaye taahhüdü gibi). Bununla beraber, madalyonun bir diğer yüzü olarak, şirket ortakları çeşitli haklara da sahip olurlar. Bölünmüş olan her payın, pay sahibinin şirkette sahip olduğu hakları temsil ettiğinden, önemi büyüktür. Şirketin pay sahipleri, sermayeye koymuş oldukları sermaye oranında şirketin ve paylarının kendilerine sağladıkları haklara sahiptirler.

Anonim ortaklıklarda payların özelliklerinden bir diğeri bahsettiğimiz payların kıymetli evrak niteliğinde senetlere bağlanabilmesidir. Ticaret Kanunu’nda anonim ortaklıkların paylarının senede bağlanması gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Hisse senedine bağlanan payın alınıp satılması, el değiştirmesi daha kolay bir şekilde gerçekleşebilmesi ve temsil ettiği payın tedavül olanağının artmasından dolayı payları temsil eden hisse senetleri tercih edilebilmektedir.

Ticaret Kanunu’nda anonim ortaklıklara hisse senedi basılması mecburiyeti olmasa da, Sermaye Piyasası Kanunu’na göre halka açık anonim ortaklıklarda paylarını temsil eden hisse senetlerinin bastırılarak sahiplerine verilmesi zorunluluğu bulunmaktadır³. Senede bağlanan paylarla diğer paylar arasında hakların miktarı veya muhtevası veya sınırları açısından hiçbir farklılık yoktur⁴.

² POROY Reha, TEKİNALP Ünal, ÇAMOĞLU, Ersin; Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 9. Bası, İstanbul 2003, sf 430 - 440

³ Kasım 2005 tarihinden bu yana şirket paylarını temsil eden hisse senetlerinin basılması mecburiyeti ortadan kalkmış olup, işlem gören paylar Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından takip edilmektedir.

⁴ POROY Reha, TEKİNALP Ünal, ÇAMOĞLU, Ersin; Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 9. Bası, İstanbul 2003, sf 624

1.2. Halka Arz ve Hisse Senedi Halka Arzları

Halka arzın tanımı Sermaye Piyasası Kanunu'nun üçüncü maddesinde "Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu kanunlar dolayısıyla halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder." şeklinde verilmektedir.

Tanımdan da anlaşıldığı üzere halka arz kavramı, genelde düşülen yanılığın aksine sadece şirketlerin hisse senetlerinin halka arzı için değil, yine aynı Kanunda ve ilgili mevzuatta düzenlemesi yapılan tüm sermaye piyasası araçları için kullanılmaktadır. Buna karşın konumuz olan halka arz sonrası fiyat destek mekanizmaları sadece hisse senetlerinin halka arzı sonrasında gerçekleştirilmekte, bu çerçevede şirketinin hisse senetlerini halka arz eden şirket veya ortaklar ile aracı kuruluşlar arasındaki ilişkiler önem kazanmaktadır. Bu nedenle halka arz sonrası fiyat destek mekanizmalarını anlamak için halka arz sırasında tarafların talep ve endişelerini daha iyi kavramak gerekmektedir.

Hisse senetlerinin halka arzı, sermaye artırım yöntemi ile ortakların kendi paylarını satmaları olarak iki şekilde söz konusu olmaktadır. Şirketine ek kaynak sağlamak ve yapısını güçlendirmek isteyen şirket için kullanılacak yöntem sermaye artırımına gitmektir. Sermaye artırım yöntemi belirlendiği durumda şirket oluşan yeni hisseleri halka arz etmek suretiyle satabilir ve bu yolla edindiği geliri bünyesine dahil eder. Bu yöntemle şirkete getirilen finansman dış kaynaklı olarak ifade edilir. Şirketin sermayesi ile birlikte ortak sayısında da artış görülebilir. Bu tip halka arzlara, birincil halka arz adı verilmektedir ("IPO – Initial Public Offerings").

Hisse senetlerinin halka arz edildiği bir diğer nokta ise sermaye şirketinin mevcut ortaklarının isteyenlerin kendi ellerindeki payları temsil eden hisse senetlerini satmak yoluyla gerçekleştirilen halka arzlarıdır. Bu şekilde gerçekleştirilen halka arzları Anglosakson sistemde, ikincil halka arz ("SPO – Secondary Public Offering") adı verilmektedir.

1.3. Halka Arzlarda Aracı Kuruluş – İhraççı İlişkileri

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre, şirketlerin yapacakları hisse senetleri halka arzlarında yine aynı mevzuat ile yetkileri ve çalışma prensipleri belirli çerçeveye içine alınmış olan aracı kuruluşlardan halka arz sürecinde aracılık hizmeti almaları için bir mecburiyet bulunmamaktadır.⁵ Bu durumdan, isteyen ihraççıların mevzuatın belirlemiş olduğu prosedürü takip etmek ve gerekli belgeleri hazırlamak suretiyle Kurul'a yapacakları başvurunun ardından hisse senetlerini halka arz edebilecekleri anlaşılmaktadır.

Kanunda varolan serbestiye karşılık SPK tarafından yayınlanan Seri V No:46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğin 41. maddesinde sermaye piyasası araçlarının halka arzının, sermaye piyasası aracını halka arz eden ihraççı ile aracı kuruluş arasında yapılacak yazılı bir anlaşmaya bağlanması mecburi kılınmıştır. Bu sözleşmeye yetkilendirme sözleşmesi adı verilmektedir. Bu nedenle Türkiye'de gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde ihraççılar aracı kuruluşların verdikleri bu hizmeti alarak halka arz işlemlerini gerçekleştirirler.

Bir halka işlemine bir bütün olarak bakıldığında işlemi halka arz işlemi üç bölümde incelemek mümkündür. Halka arza gidilen yolda ilk süreç olan bu zaman zarfında ihraççı ortaklık halka arza hazır hale getirilir, halka arz ile ilgili hazırlıklar yapılır, mevzuat gereklilikleri yerine getirilir. Bu bölüme “Halka Arza Hazırlık Süreci” adını vermek uygun olacaktır. Halka arza hazırlık sürecini takip eden ikinci süreç, halka arz işleminin gerçekleştirildiği “Halka Arz” sürecidir. Üçüncü ve son aşama ise özellikle halka arz edilen hisse senetlerinin borsa ve benzeri diğer piyasalarda işlem görmesi halinde önem kazanan “Halka Arz Sonrası” süreçtir. Bu süreç, hisse senetlerinin teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesi halinde bu çalışmanın konusunu içeren “Fiyat Destek İşlemleri”ni de kapsamaktadır. Halka arz sürecinin anlaşılmasına yardımcı olmak ve hisse senedi halka arzlarında görülen uygulamalardan bahsetmek için bu üç sürece, mevzuatta bulunmayan yönleri açısından kısaca değinmekte fayda vardır. Aracı kuruluşların halka arz işlemi kapsamında gerçekleştirdiği hizmetler genel hatlarıyla SPK'nun yayınladığı Seri V No:46 “Sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği”nde belirtilmiştir.

⁵ 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sermaye Piyasası Araçlarının halka satışı başlıklı 7. Maddesinde Kurul, pay sahiplerinin ve yatırımcıların haklarını korumak amacıyla, sermaye piyasası araçlarının halka arz veya satışının gerektiğinde satın alma taahhüdü ile birlikte aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılmasını isteyebileceği belirtilmiştir. Bununla beraber günümüzde halka arzların hepsi aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmektedir.

Şirketler halka arz sürecine girmeden evvel, bu düşüncelerini, piyasada bu tür işlemleri gerçekleştiren aracı kuruluşların üst düzey yöneticilerine aktarırlar. Ardından bu talebi değerlendirmek isteyen kuruluşlardan kendilerine olası bir halka arz ile ilgili sunum yapmalarını, olası bir halka arz işlemi durumunda aracı kuruluşun kendilerine ne gibi imkanlar sunabileceğini göstermelerini ve aracı kuruluşun planladığı halka arz yol haritasını görmek isterler. Aracı kuruluşların Kurumsal Finansman Departmanı'nda çalışan yöneticiler ve yardımcıları şirketin faaliyette bulunduğu sektöre ilişkin bilgileri ve kendilerine sağlanması durumunda şirketin kendi finansal durumuna ilişkin diğer bilgileri değerlendirerek halka arzı düşünen şirkete yapacakları sunumla kendilerinden teklif istenen diğer aracı kuruluşlar arasından sıyrılarak; teklif veren aracı kuruluşun halka arz işlemlerinin konusunda çok iyi olduğunu düşündükleri bir aracı kuruluş olması, bağlı oldukları grubun bir aracı kuruluşu olması nedeni ile birlikte çalışmak zorunda oldukları bir aracı kuruluş veya karar verme sürecinde önemli rol oynayan başka bir neden bulunmadığı takdirde, kendilerine en iyi teklifi sunan aracı kuruluşu halka arz sürecinde hizmet alacakları aracı kuruluş olarak görevlendirirler. Halka arz süreci, şirket yetkililerinin bu yöndeki niyetlerini kesin olarak ortaya koymalarını ardından halka arz işlemine aracılık edecek olan aracı kuruluşu seçmeleri ile birlikte başlar.

1.3.1. Halka Arza Hazırlık Süreci

İhraççı şirketin halka arzda beraber çalışacağı aracı kuruluşun belirlenmesinin ve bu kuruluşun yetkili kılınmasının ardından halka arz süreci başlar. Bu yetkilendirmenin ardından taraflar birbirlerine karşı yükümlülükler üstlenirler⁶. Yetkilendirme sözleşmesinin yapılmasının ardından aracı kuruluş halka arz ile ilgili konularda genel koordinatör konumunu alır ve halka arza hazırlık süreci başlamış olur. Bu süreç zarfında aracı kuruluş, ihraççının halka arz için gerekli olan yasal prosedürleri işleme koyması ve ihraççının yapısını halka arza hazır hale getirmesi için çalışmalar yapılması, SPK nezdinde gerekli başvuruların yapılması gibi sürece ilişkin işleri takip eder. Bu çerçevede halka arz sırasında yayınlanacak olan izahname ve sirküler ile yurtdışı pazarlamada kullanılacak olan “izahnamenin⁷” (prospectus)

⁶ Taraflara halka arz sürecinde çeşitli yükümlülükler yükleyen yetkilendirme sözleşmeleri ve tarafların bu yükümlülükler ile ilgili daha detaylı bilgi için bkz. “TANÖR, Reha; Türk Sermaye Piyasası, 2. Cilt (Halka Arz) Beta Yayınları, Kasım 2000, Sf 264 vd.

⁷ Halka arz sürecinde hazırlanan en önemli doküman, yatırımcılara ortaklığın ayrıntılı tanıtımı ile geleceğe dönük yatırım planlarına yönelik olan bilgilerin verildiği ve ortaklığı yatırımcı önünde taahhüt altına sokan izahnamedir. İzahname SPK nezdinde kaydedirilip yayınlansa da yurtdışında yapılan pazarlama çalışmalarında kullanılmak üzere ikinci bir izahname hazırlanmaktadır. Sektörün çalışanları tarafından “prospectus” olarak adlandırılan bu doküman ortaklığın yabancı yatırımcılara olan taahhütlerini içermekte ancak herhangi bir resmi otorite tarafından kontrol edilmemekte, bir onaya tabi olmayıp kaydedilmemektedir.

hazırlanmasını temin eder ve bu dokümanların hazırlanması sürecinde yardımına ihtiyaç olabilecek hukuk danışmanlarının, SPK'na yapılan başvuruda ve izahnamelerde yer verilen, yurtdışında ve yurtiçinde yapılacak olan pazarlama sürecinde de yatırımcılar tarafından talep edilecek olan mali tabloların mevzuat tarafından kabul edilen uluslararası standartlara göre hazırlanmasını temin etmek için ihtiyaç duyulacak olan denetçi firmanın ve yardımına ihtiyaç duyulabilecek diğer danışmanların seçilerek çalışmalarını sağlar⁸. SPK'ya yapılacak başvuru için yapılan çalışmaların yanında aracı kurulun yapmış olduğu bir diğer işlem de halka arzın yapısına yönelik çalışmalardır. Halka arz edilecek olan anonim ortaklık ile aracı kuruluş arasında yapılan çalışmalar neticesinde halka arzın sermaye artırımını şeklinde mi yoksa ortak satışı şeklinde mi yapılacağı, tahsisat grupları ve bunların oranları gibi konularda karara varılır.

Aracı kuruluşun gerçekleştirdiği bir diğer önemli görev ortaklığın detaylı incelemesinin gerçekleştirilmesi, bulunduğu sektör, kendi mali yapısı ve genel ekonomik konjonktür ile karşılaştırılarak halka arz değerinin tespit edilmesidir. "Değerleme işlemi tarafların hak ve yararlarını yakından ilgilendirdiği için üzerinde çok dikkatle çalışılmasını gerektirir."⁹ Ortaklığa ait olarak ihraç edilecek hisse senedinin değeri ihraççı, aracı, yatırımcı üçgeninde değişik açılara göre farklı beklentilerin konusudur.

- i) Hisse senetlerinin satışından sağlayacağı kaynağın olabilecek en üst seviyede olmasını isteyen ihraççı hisse senedinin fiyatının yüksek olmasını, belirlenmiş olan primli fiyattan çıkarılması planlanan hisse senetlerinin hepsinin satılmasını ve halka arz işlemi bittikten sonra da hisse senetlerinin teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesi halinde fiyatında belirli bir istikrarın sağlanmış olmasını ve buna bağlı olarak da kendi itibarının kuvvetli olmasını ister.
- ii) Piyasaya sürülecek olan hisse senetlerini almak düşüncesinde olan yatırımcı, hisse senetlerini herhangi bir alıcının da isteyeceği gibi olabilecek en düşük fiyattan almak ister.

⁸ Halka arz işleminde yabancı yatırımcılara da satış yapılmasının planlanması durumunda seçilecek olan danışmanlar işlemin başarısı için büyük önem taşımaktadır. Yabancı yatırımcılar, kendilerine teklif edilen halka arzdan hisse senedi almak için talepte bulunmadan önce payları halka arz edilen ortaklığın hukuki ve finansal yapısını kendilerine sunulan raporlarla ayrıntılı bir şekilde incelemektedirler. İnceleme sırasında hazırlanmış olan mali tablolar ve diğer bilgilerin uluslararası camiada tanınan ve çeşitli işler kapsamında daha evvel çalışmış oldukları ve finans çevrelerinde de tanınan uluslararası firmalar olmalarına dikkat etmekte ve genelde bu firmalar tarafından hazırlanmış olan raporlara itimat etmektedirler. Bu sebeple danışman seçimi büyük önem taşımakta, halka arzın maliyetini yükseltse dahi işlemin başarısı için olmazsa olmaz niteliği taşımaktadır.

⁹ TANÖR, Reha; Türk Sermaye Piyasası, 2. Cilt, Sf. 302, Beta Yayınevi, Kasım 2000

Bu sayede ödemiş olduğu fiyata bağlı kazancı en üst seviyede tutacak, piyasalarda işlem görmesi halinde elindeki hisse senedini elden çıkararak alım satım arasındaki karı en üst seviyede tutmak isteyecektir. Dolayısıyla yatırımcı satın alacağı hisse senedinin kendisine iskontolu fiyattan teklif edilmesini ister.

iii) Halka arz edilecek hisse senetlerinin satışına aracılık edecek ve bundan gelir edecek olan aracı kuruluş ise hem ihraççının hem de satıcının talepleri doğrultusunda çeşitli endişeler içermektedir. Aracı kuruluş, yetkilendirme sözleşmesini almak için çaba gösterdiği müşterisi olan ihraççıyı memnun etmek, memnun kalmaması halinde başka aracı kuruluşla çalışmasını engellemek ve aracılık işlemi neticesinde elde edeceği aracılık gelirini artırmak için ihraca konu hisse senedinin birim fiyatını olması gereken değerden yüksek tutmak eğilimi gösterebilir. Buna karşın fiyatın olması gereken seviyenin üstünde tutulması halinde, yatırımcılardan halka arza gelecek olan ilginin düşük olması ihtimali, ihraç edilen payların satılamaması durumunda aracı kuruluşun taahhüt etmiş olduğu yüklenim¹⁰ kapsamında ihraççıya karşı olan yükümlülükleri ve başarısız bir halka arzın lideri olarak sektörde kaybedeceği itibar, halka açılacak olan ortaklığın hisse senetlerinin fiyatlandırılmasında aracı kuruluşu daima gerçekçi çalışma yapmaya iten etkenlerdir.

Halka arza hazırlık sürecince gerçekleştirilen bir diğer çalışma da pazarlama ve tanıtım faaliyetleridir. Bu faaliyetleri, yurtiçinde halka azda liderlik üstlenen aracı kuruluş; yurtdışında ise lider aracı kuruluş global koordinatör sıfatıyla kendisi veya halka arz edilecek olan ortaklık ile beraber seçilen bir yabancı aracı kuruluş yürütür¹¹. Yurtiçinde ve yurtdışında yapılacak pazarlama faaliyetleri halka arzın başarısı için önemlidir. Yurtiçinde halka arz edilecek ortaklığın tanıtımı aracı kuruluş ve şirket yetkililerinin katılımı ile gerçekleştirilen ve aracı kuruluşların araştırma ve kurumsal finansman departmanlarının katıldığı “Analist Sunumu” toplantıları ile gazete ve dergilerde yapılan ilanlar ve çeşitli diğer yayınlarla gerçekleştirilir.

Yurtdışında satış yapılması düşünülen halka arzlarda aracı kuruluşun yetkilileri ile bazı hallerde ihraççıdan temsilciler beraber uluslararası finans merkezlerine ve kurumsal

¹⁰ Halka arza aracılık faaliyetleri kapsamında yer alan yüklenim türleri için bkz. Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği (Seri V No 46) Md 38.

¹¹ Türk şirketlerinin halka arzlarının yurtdışında pazarlanması halinde genelde tanınmış bir yabancı aracı kuruluşun yurtdışı pazarlama ve satış işlemlerinde önemli rol oynadıklarını görmekteyiz. Bu şekilde yapılan pazarlama faaliyetleri yatırımcılara, uluslararası danışmanların sağladığı güvenceye benzer bir güvence sağlamaktadır.

yatırımcılara bir veya iki haftalık tanıtım gezileri düzenleyerek halka az edilecek olan ortaklığın tanıtımını yaparlar. Bu tanıtım gezilerine “roadshow” adı verilmektedir. Yurtdışında yapılan tanıtımlar sırasında, yurtiçinde SPK tarafından onaylanarak kayda alınacak olan izahname henüz onaylanmamış olduğundan, yabancı yatırımcılara sadece yurtdışı yatırımcılara verilen “prospectus” verilir. “Prospectus”, herhangi bir ülkenin yetkili otoritesi tarafından kayda alınmaz. Halka arz işlemi dahilinde, ihraççı ve aracı kurumun resmi olarak yükümlülüklerini belirten izahnamenin yetkili bir otorite tarafından onaylanmasından evvel aslında bir kaydı olmayan bir başka izahname (prospectus) ile talep toplanması, verilen taahhütlerin finansal piyasalarda yetkili otoriteler tarafından sağlanan güvencelerin yanında, kurumların birbirlerinin sözlerine verdikleri değer ile finansal piyasalarda karşılıklı güven unsurunun ne derece önemli olduğunun en büyük göstergesidir.

Yurtdışında gerçekleştirilen bu tanıtım gezileri sırasında gerçekleştirilen bir diğer önemli aşama “Book Building”in gerçekleştirilmesidir. Yurtdışında gerçekleştirilen çalışmalar süresince lider aracı kuruluş pazarlamasını yaptıkları şirketin paylarına olan talebi belirlerler. Şirket ile ilgilenen yatırımcılar halka arz neticesinde tanıtımı yapılan ortaklığın hisse senetlerinden ne kadar talepte bulunacaklarını bildirirler. Book building işleminin gerçekleştirilmesinin ardından elde edilen veriler ile halka arza olan talep ölçülür ve gerektiği takdirde halka arz fiyatı gözden geçirilir. Gelecek olan taleplere ilişkin bilgi edinildiğinden ek satış hakkının kullanılıp kullanılmayacağına ilişkin olarak bazı veriler elde edilebilir. Bu konuya ilerideki bölümlerde değinilecektir.

1.3.2. Halka Arz Süreci

Halka arz süreci ile ilgili çalışmaların ardından hazırlanmış olan izahname, talep toplama tarihleri ve belirlenen fiyat aralığı SPK’na kayda alınma başvurusu yapılması için iletilir. SPK haftada bir gerçekleştirdiği haftalık Kurul Toplantılarında konuyu görüşmesinin ve onaylanmasının hemen ardından halka arz ile ilgili olarak yayınlanması gereken sirküler gazetelerde yayınlanır. Sirkülerde talep toplama tarihleri, halka arz fiyatı (fiyat aralığı uygulanması söz konusu ise fiyat aralığı), talep toplayacak olan konsorsiyum üyeleri belirtilir.

Konsorsiyum üyeleri talep toplama gününde gelen yatırımcıların taleplerini ve beraberinde talep etmiş oldukları miktara karşılık gelen hisse senedi satın alım bedellerini alırlar. Talep toplama süresince SPK tarafından kayda alınmış olan izahname ve sirkülerin örnekleri isteyen yatırımcılara verilmek üzere başvuru yerlerinde hazır bulundurulur. Konsorsiyum üyeleri talep toplama işlemi başlamadan evvel ihtiyaç duyacakları basılı izahname ve sirküler seti

miktarını konsorsiyum liderine iletirler. Talep toplama işleminin sona ermesinin ardından, üyeler kendilerine gelen talepleri lider aracı kuruluşu iletirler. Talep toplama süresince toplanan paralar halka arz için oluşturulmuş ola özel bir hesapta tutulur.

Lider aracı kuruluş kendisine iletilen talep listelerini birleştirerek gelen talep doğrultusunda talep sahiplerine paylarına düşen hisse senetlerini dağıtır. Dağıtım işlemi sırasında, aracı kuruluş talep eden yatırımcılar arasında halka arz işlemine katılması yasaklı kişilerin¹² olup olmadığını kontrol eder ve bu tür kimselerden gelmiş olan talepler iptal edilerek paraları kendilerine iade edilir. Talep toplama işleminin ardından “kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması halinde izahnamede gerekli açıklamaların yapılması koşuluyla, bu talebi karşılamak amacıyla ek satış gerçekleştirilebilir¹³”. Hisse senedi talep eden yatırımcıların listesinin ihraççı tarafından onaylanmasının ardından talep toplama işleminin sonuçları SPK’ya, hisse senetlerinin teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesi isteniyorsa İMKB’ye gönderilir. Halka arz süreci bununla beraber sona ermiş olur.

1.3.3. Halka Arz Sonrası

Temel amacına sadık kalındığı takdirde, halka arz işlemi talep toplamasının ardından yatırımcılara paylarına düşen hisse senedi dağıtımlarının yapılması, sonuçların SPK’ya bildirilmesi ve halka arzın SPK tarafından onaylanmasının, onaylanan listelerde ismi bulunan yatırımcıların hesaplarına hisse senetlerinin virmanlarının yapılmasının ardından sona erer. Yapılan bu son işlemlerin ardından halka arz kavramı çerçevesindeki işlemler sona ermiş olur. Halka açık anonim ortaklıklar hakkındaki hakim olan kanı hepsinin Borsa’da işlem gördüğü şeklindedir. Oysa bir anonim ortaklığın halka açık olması hisse senetlerinin teşkilatlanmış herhangi bir piyasada işlem görmesi anlamına gelmediği gibi, bir şirketin halka açık anonim ortaklık sıfatı kazanması için paylarını halka arz etmesi gibi bir zorunluluk da bulunmamaktadır¹⁴. Buna karşın, hisse senetlerinin talep toplanması yolu ile halka arz edilen şirketler aynı zamanda senetlerinin Borsa pazarlarında işlem görmesini arzu etmekte ve bu nedenle başvuruda bulunarak şirketlerini kotasyona aldırılmaktadırlar¹⁵. Bir şirketin

¹² Konsorsiyum üyesi aracı kuruluşların kurumsal finansman departmanlarında çalışanlar, ihraççının ortakları ve bu kişilerin birinci derece hissımları halka arz işlemlerinden hisse senedi talep edemezler.

¹³ Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri I No 26) Md. 21, 1inci fıkra.

¹⁴ Sermaye Piyasası Kanunu’nun 11inci maddesinin birinci fıkrası uyarınca ortaklarının sayısı 250’yi geçen bir anonim ortaklık “Halka Açık Anonim Ortaklık” Sayılmakta ve Sermaye Piyasası Mevzuatı’na tabi olmaktadır. Kurul Ağustos 2005 tarihli Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağında bu sayıyı 500’e çıkarmıştır.

¹⁵ İMKB Kotasyon Yönetmeliği Md.6; “Bir menkul kıymetin ilgili pazara kabulüne ihraççı kuruluşun veya elinde söz konusu menkul kıymetten Yönetim Kurulunca tespit edilecek asgari miktarda bulunduran borsa üyeleri ile ilgili menkul kıymetin halka arzına aracılık hizmeti veren aracı kuruluşun başvurusu üzerine Yönetim Kurulu karar verebilir.”

teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesi, şirketin sürekli olarak yatırımcıların gündeminde kalmasına, şirket hakkında çeşitli firmalar tarafından araştırma raporları hazırlanarak yayımlanmasına imkan vermekte, bu da işlem gören şirketlere bir tür reklam olanağı sağlamaktadır. Şirketler kendilerini tanıtıcı dokümanlar hazırlarken dahi borsada işlem gördüklerini belirtmektedirler¹⁶. Borsada işlem gören şirketler Sermaye Piyasası Mevzuatının dışında Borsa'nın getirmiş olduğu yükümlülüklerle de uyma zorunlulukları olduğundan kurumsal şirket niteliği kazanmakta ve buna bağlı olarak itibarları artmaktadır.

Bu yöntem ile isimlerinden söz edilmesini sağlayan şirketler kuşkusuz yatırımcılarının isimlerini olumlu şekilde anmalarını istemekte ve şirketlerinin borsa işlemleri neticesinde oluşan fiyat grafiğinin yatırımcılarını üzmemesini beklemektedirler. Aksi bir gelişme ihraççının halka arzdan elde ettiği fonda herhangi bir artış ya da kazanç getirmese de şirketin piyasa değerinde düşüş yaşanması anlamına geldiğinden şirketin ve halka arz işlemini gerçekleştiren aracı kuruluşun itibarının zedelenmesine neden olur.

Halka arzı yürüten aracı kuruluşun şirketin talep toplama için belirlenen fiyat aralığını hesaplarken göz önünde bulundurduğu bir diğer unsur da işte bu halka arz sonrası ikinci el piyasasında işlem göreceğ olan hisse senedinin değerinin düşmesine karşı alınacak önlemlerdir. Bunun için değerlendirme sırasında hisse senedinin fiyatı da olması gereken değerden ıskontolu olarak belirlenerek ikinci el piyasasının canlı olması sağlanmaya çalışılır. Bunun da yeterli olmayabileceği düşünüldüğünden bazı halka arzlarda ihraççı ve aracı kuruluş "Fiyat İstikrarı İşlemleri" uygulamak yoluna gidebilir. Bir sonraki bölümde daha ayrıntılı şekilde işlenecek olan Fiyat İstikrarı İşlemleri bir halka arz sonrası faaliyetlerin temelini oluşturur.

¹⁶ Borsada işlem görmeyen şirketlere sağladığı prestij ve bunun öneminin en çarpıcı örneği New York Borsası'nda işlem görmeye başlayacak olan şirketlerin yöneticilerinin hisse senetlerinin işlem göreceği ilk günde New York Borsası'nın seans başlangıç gongunu çalmaları, fotoğraf çekilmeleri ve bu görüntüleri bir reklam unsuru olarak kullanmalarıdır.

2. FİYAT İSTİKRARI İŞLEMLERİ

2.1. Tanım

Halka arz işleminin bitirilmesinin ardından hisse senetlerinin ilgili teşkilatlanmış piyasalarda işlem göreceği ilk günler, ilk olarak halka arzdan hisse senedi talep etmiş olan yatırımcı açısından, ikinci olarak hisse senetleri işlem göreceği olan ihraççı açısından ve üçüncü olarak da halka arza aracılık etmiş olan aracı kuruluş açısından son derece önemlidir. Bu üç aktörden yatırımcı, alım satım işlemleri sonucu kâr elde etmek için aldığı hisse senetlerinin işlem gördüğü ilk gün fiyatlarının düşmesi sonucu zarar etmeyi; ihraççı, kendi şirketinin hisse senetlerinin fiyatlarının düşmesine bağlı olarak şirketin piyasa değerinin düşmesini, ihraççı ise halka arzına aracılık ederek fiyat değerlemesini gerçekleştirdiği ortaklığın piyasada oluşan fiyatının kendi belirlediği fiyatın altına inmesini arzu etmez. İşte halka arz işleminin gerçekleştirilmesinin ardından ihraç edilen hisse senetlerinin teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeye başladığı ilk gün, senedin teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören diğer şirketlerin payları gibi kendi “yerini alıncaya kadar” yasal düzenlemelerle belirlenen süre ve yöntemlerle, halka arz edilerek piyasada işlem görmeye başlamış olan bir hisse senedinin fiyatının serbest piyasa dinamikleri dışındaki yöntemlerle belirli seviyede tutulması için ilan edilen süre zarfında lider aracı kuruluş tarafından gerçekleştirilen işlemlere “Fiyat İstikrarı İşlemleri” adını veriyoruz. Bu tanımdan anlaşılacağı gibi fiyat istikrarı işlemlerinde temel amaç, bir hisse senedinin halka arz edilmesinin ardından ikincil piyasada oluşan arz-talep dengesi ile ortaya çıkması gereken fiyatının, aracı kuruluş tarafından belirli bir süre içinde piyasada gerçekleştirilen müdahalelerle desteklenmesi ve hissenin fiyatının halka arz fiyatının altına düşmesini engellenmesidir.

Sermaye piyasası aracının belirli bir seviyede tutulması hakkında konuşulurken sermaye piyasaları ile ilgili çalışmada bulunan herkesin yakından bildiği “Manipülasyon” kavramından da bahsetmek ve bu kavramın tanımına kısa şekilde değinmek gerekir. Manipülasyon üzerine “Yanlış bir pazar oluşturmak” gibi bir cümlelik veya “Bir payı, fiyatını piyasadaki fiyatının üzerine çıkartmak amacıyla satın almak ya da bir payı piyasa fiyatının altına düşürmek için satış yapmak” şeklinde biraz daha kapsamlı ya da Avrupa Birliği’nin 2003/6/CE sayı ve 28 Ocak 2003 tarihli yönergesinde yazıldığı şekilde¹⁷ çok daha detaylı ve kavramın kapsamı hakkında kuşkulara hiç yer bırakmayacak şekilde tanımlamak mümkündür. Kavram kısaca,

¹⁷ 2003/6/CE sayı ve 28 Ocak 2003 tarihli Yönerge, 1. Madde, 2. Bent.

“... menkul kıymetlerin fiyatlarını yatırımcıları aldatmak ve dolandırmak amacıyla bilinçli olarak kontrol etmek veya suni olarak etkilemek.”¹⁸ olarak tanımlanabilir.

Yukarıda belirtilen tanımlardan da anlaşılacağı üzere, ilk paragrafta değindiğimiz, piyasalarda işlen gören payların fiyatlarını etkilemeye yönelik olarak gerçekleştirilen işlemlere “manipülasyon” adı verilmektedir. Sermaye piyasası hukuku, hisse senedi fiyatlarını etkileyecek suni işlemleri yasaklamakta, manipülatif amaçlı işlemler rekabete dayalı serbest ekonomik sistemlerin uygulandığı ülkelerin hukukları çerçevesinde önemli sermaye piyasası suçları arasında kabul edilmektedir. Evrensel olarak kabul edilen bu görüş, Türk Sermaye Piyasası Hukuku’nda da yer bulmuş ve hisse senedi fiyatlarını etkilemeye dayalı işlemler Sermaye Piyasası Kanunu’nun 47 A)2 maddesince yasaklanmıştır¹⁹. Bu çerçevede fiyat istikrarı sağlayıcı işlemler manipülatif amaçlı işlemler gibi görülebilir.

Finans piyasaları ile ilgilenen akademik çevreler, halka arzların ardından borsalarda işlem görecekt olan hisse senetlerinin fiyatlarının mevzuatın izin verdiği belirli şartlar ve kurallar çerçevesinde dahi olsa, aracı kuruluş tarafından payın, fiyatının halka arz fiyatının altına düşmesi nedeniyle piyasanın dinamikleri dışında, yapılan suni işlemler ile belirli seviyelerde tutulmasına kuşku ile yaklaşmış ve bu işlemlerin gerekliliği ve etkileri konusunda çeşitli çalışmalar yapmışlardır. Varılan sonuçlar genel olarak bir halka arz işleminin “ruhunun” anlaşılması açısından önemlidir. Bir sonraki bölümde fiyat istikrarı işlemlerinde kullanılan başlıca yöntemleri kısaca belirttikten sonra konu üzerine gerçekleştirilen akademik çalışmalar neticesinde elde edilen bulgular ile “Fiyat İstikrarı İşlemleri” ile varılmak istenen hedefi tartışacağız.

2.2. Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Yöntemler

Halka arzların ardından uygulanan fiyat istikrarı işlemlerinin işlevlerini anlatmadan evvel günümüzde fiyat istikrarı işlemlerinde kullanılan yöntemlerden kısaca bahsetmek daha sonrasında anlatacağımız fiyat istikrarı işlemlerinin kolay anlaşılması açısından önemlidir. Bu aşağıda verilen kısa anlatımlarla belirtilen yöntemlerin uygulamalarına ilişkin kurallar daha sonra mevzuatları incelenen ülkelerdeki kuralların antılımı sonrasında kendini tamamlayacaktır.

¹⁸ ABD Temyiz Mahkemesi, Ernst&Ernst v. Hochfelder davası.

¹⁹ Sermaye Piyasası Kanunu, Md.47 A)2: “Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatları aynı seviyede tutmak, artırmak veya azaltmak amacıyla alım satımını yapan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla hareket edenler, 2 yıldan 5 yıla kadar hapis, 10 milyardan 25 milyara kadar ağır para cezası ile cezalandırılırlar.”

2.2.1. Doğrudan Alım

Bir hisse senedinin piyasadaki fiyatının düşmesini engellemenin en bilinen yöntemi hisse senedine olan talebi arttırarak buna bağlı olarak senedin fiyatının da yükselmesini sağlamaktır. Fiyat istikrarı işlemleri çerçevesinde halka arzın hemen ardından fiyatı düşen hisse senedi için gerçekleştirilen uygulama da temel olarak buna dayanmaktadır. Halka arzı gerçekleştiren lider aracı kurum fiyatını yükseltmek istediği, halka arzını gerçekleştirdiği hisse senedi için alıcı olarak piyasa fiyatının üzerinde fiyat teklifi ile talepte bulunması yoluyla piyasadaki fiyatı düşürecek ve bu sayede düşük seviyede bulunan piyasa fiyatını halka arz fiyatı seviyesine doğru yükseltecektir. Ancak burada gerçekleştirilen alımların manipülasyona neden olmaması için bu işlemler belirli bir program dahilinde düzenleyici otoritelerin bilgisi dahilinde gerçekleştirilmektedir.

Bu yöntemle ilişkin olarak hazırlanan temel uygulamalar çoğu sermaye piyasasında aynıdır. Doğrudan alım yöntemi ile istikrar sağlanmasına yönelik işlemler ancak bir halka arz sonrasında gerçekleştirilebilmekte ve bu işlemler tek elden, yani lider aracı kurum tarafından yönetilmektedir. Hisse senedinin piyasada işlem görmeye başlamasının ardından fiyat düşüşü yaşaması halinde lider aracı kuruluş, piyasaya teklif edeceği alım fiyatı halka arz fiyatını aşmayacak şekilde alımlar gerçekleştirir, bunun neticesinde hisse senedinin piyasa fiyatı yükselecektir. Aracı kurumun bu yöntem ile piyasadaki fiyatı düşürmüş olduğu hisse senetleri eğer süre sonuna kadar piyasaya satılamazsa bu taktirde planlanan halka arz miktarının altında bir halka arz gerçekleştirilmiş olur. Geri alınan hisse senetlerine ilişkin uygulamalar ihraççı ortaklık ile aracı kurum arasında akdedilmiş olan yüklenim anlaşması çerçevesinde ihraççıya iade edilebilir veya aracı kuruluş tarafından bu senetlerin bedelleri ihraççıya ödenerek hisse senetleri aracı kuruluş tarafından satın alınabilir.

2.2.2. Ek Alım Hakkı (Green Shoe Option)

Halka arzların ardından fiyat istikrarı işlemlerinin sağlanmasında sıklıkla kullanılan yöntemdir. Ek alım hakkı, bilinen uluslararası adıyla Green Shoe Option, yabancı literatürde, halka arzlarda fazla talep gelmesi durumunda kullanılmak üzere, ihraççı ile konsorsiyum arasında yapılan ve konsorsiyuma dilediği takdirde ihraççıdan halka arz miktarına ek olarak hisse senedi alabilmesi doğrultusunda tercih hakkı veren bir yüklenim anlaşması olarak

tanımlanır.²⁰ Uygulama, ABD’de ilk olarak Green Shoe Manufacturing Co. isimli şirketin halka arzında gerçekleştiği için günümüzde şirketin adıyla anılmaktadır²¹.

Bu uygulama kapsamında, ihraççı ile lider aracı kuruluş arasında yapılan anlaşmaya göre halka arz sırasında paylara olan talebin yüksek olması halinde lider aracı kuruluş, toplam halka arz miktarının belirli bir yüzdesini (azami oran mevzuatla belirlenmekle beraber genelde yüzde 15 seviyesinde tutulur) halka arzın tamamlanmasının ardından belirli bir süre sonuna kadar (genelde bu süre otuz gündür) ihraççıdan halka arz fiyatından satın alarak piyasaya satmak hakkına (“Ek Alım Hakkı”) sahip olur. Halka arzda talebin yüksek olması halinde aracı kuruluş, ihraççı ile gerçekleştirmiş olduğu anlaşma çerçevesinde ve dilediği takdirde anlaşmadan kaynaklanan haklarına dayanarak ek alım hakkına konu hisse senetlerinin satışını yapabilir. Eğer aracı kuruluş halka arz edilen hisse senetlerinin yüzde 115’inin satışını gerçekleştirir (halka arz edilen kısım ve yüzde 15’lik ek satış) ve önündeki 30 günlük sürenin sonunda ihraççıdan kendisi ile yapmış olduğu anlaşma çerçevesinde yüzde 15’lik paya denk gelen hisse senetlerini alma hakkını kullanıp hisse senetlerini piyasadaki alıcılarına dağıtırsa, açık pozisyonunu herhangi bir zarara uğramaksızın kapatmış olur. Aracı kuruluş 30 günlük süre zarfında açık pozisyonda bulur.

Aracı kurumlar ihraççı ile anlaştıkları durumlarda hisse senedine talebin olması ve senedin ikinci el piyasasında fiyatının artması halinde ek alım hakkını kullanmayı tercih ederler. Bu sayede halka arzda yaptıkları satış miktarı artacağından aracı kurumların kazancı da buna bağlı olarak artar. İhraççı tarafında ise, planlanan halka arz miktarının üzerinde yapılan ek satış ile ihraççı, arz etmeyi planladığı halka arz miktarının üzerinde bir arz gerçekleştirerek, piyasadaki optimum miktarda kaynak sağlama imkanı bulmaktadır. Planlananın üzerinde bir halka arz gelirin elde edilmesi ile beraber ihraççı, ek satışa konu olan kısım için önemli ek bir maliyete (hukuk, ilan, aracı kuruluş maliyetleri vb.) katlanmamaktadır.

Bu noktaya kadar olan işlemler fiyat istikrarı sağlamaya yönelik bir uygulama içermemektedir. Halka arz edilen hisse senetlerinin fiyatlarında, ikincil piyasalarda işlem görmeye başlamasının ardından bir düşüş görülebilir veya piyasada hisse senedine ait satış

²⁰ DOWNES, John – Goodman, J.Elliot: Dictionary of Finance – and Investment Terms. Barron’s Financial Guidance 5th Ed., Sf. 198

²¹ Green Shoe şirketinin halka arzına ilişkin 27 Şubat 1963 tarihinde yayımlanan izahnamede belirtildiği üzere, halka arz edilecek olan toplam 170.500 adet hisse senedinin 155.000 adedi mevcut hissedarlardan temin edilecek, geri kalan 15500 adet hisse senedi için ise lider aracı kuruluş olan PWJC ek alım hakkına sahip olacaktır. Günümüzde varola uygulamaların aksine izahnamede halka arz edilecek toplam senet sayısı olarak izahnamede ek alım hakkı dahil olan rakam belirtilmiştir. İzahnamede PWJC’nin halka arzı takiben 30 gün boyunca ek alım hakkını kullanabileceği, bu sürenin hissedarlar tarafından 30 gün süre için uzatılabileceğini belirtilmiştir.

emirleri alış emirlerinin üzerinde olabilir. Bu noktada aracı kuruluş hisse senedinin fiyatını destekleyip desteklememek konusunda bir karar vermek zorundadır²². Hisse senedinin fiyatının desteklenmesi kararı alması ile beraber ikincil piyasada, desteklenen hisse senedinin fiyatının halka arz fiyatının üzerine çıkmamak şartıyla “Green Shoe Option” (veya ek alım hakkı) çerçevesinde piyasaya sattığı temel halka arzı aşan kısım üzerinde alım-satım işlemleri gerçekleştirerek fiyat istikrarı uygular. Hisse senetlerinin fiyatı düşme eğilimindeyse piyasadan alım yaparak hem kendi açık pozisyonunu –tümünü veya bir kısmını– ek alım hakkını kullanmaksızın kapatır²³ hem de hisse senedinin fiyatını desteklemiş olur. Normal şartlar altında piyasada alım yapılmasının ardından hisse senedinin piyasa fiyatında bir artış veya belirli bir seviyede sabitleme görülür ve böylelikle fiyat desteklenmesi gerçekleşir. Fiyat istikrarı uygulamasının neticesinde hisse fiyatının halka arz fiyatına erişmesi gerçekleşmeyebilir.

2.2.3. Ceza

Ceza yöntemi fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olan diğer yöntemler gibi doğrudan müdahale edilerek fiyatların belirli bir seviyeye getirilmesini hedeflemez. Ceza yönteminde kağıtların üzerindeki satış baskısı kontrol altına alınmaya çalışılır. Piyasada işlem gören payların fiyatlarının düşmesinde bir diğer önemli etken, yatırımcıların ellerindeki kağıtları satmaya başlamasının ardından ortaya çıkabilecek kartopu etkisidir. Halka arzın ertesinde payların çok alınıp satılması, çıkarılan paya yönelik talebin kuvvetli olması ve işlem sayısının artması, aracı kuruluşların işlemlerden alacağı aracılık komisyonlarının artması nedeni ile istenilen bir durum olsa da; halka arz edilen paylara olan talebin fazla olmaması yüzünden artan işlem sayısı fiyatların aşağıya düşmesine neden olacaktır. Ceza yöntemi ile yatırımcıların ellerinde bulundurdukları payları belirli bir süreden evvel satmalarının engelleneceği ve bu sayede fiyatın üzerindeki aşağı yöndeki baskının engelleneceği düşünülür.

²² Aracı kuruluşlar halka arz ettikleri hisse senetlerinin halka arzından sonra ikincil piyasalarda fiyatlarının düşmesi halinde fiyat desteğinde bulunacaklarına dair kesin taahhütler vermekten kaçınırlar.

²³ ABD’de gerçekleştirilen bazı halka arz işlemlerinde aracı kuruluşların ek satış hakkı çerçevesinde yaptıkları satışın üzerinde de tahsisat yaptıkları görülmektedir. Aracı kuruluşların bu fazladan satıştan kaynaklanan açık pozisyonu ihraççı ile aralarında yapılan herhangi bir anlaşma ile güvence altına alınmamış olup bu satışlar ek alım hakkı ile kendilerine tanınan haktan fazladır. Aracı kuruluşlar hisse senedinin fiyatının yükselmesi halinde ek alım hakkını kullanarak ek satışa karşılık gelen açıklarını kapatma imkanına sahip olsalar bile ek satış payını geçen bu kısım için serbest piyasadan, orada oluşan fiyat üzerinden hisse senedi almak ve bunu müşterilerine vermek zorundadırlar. Böyle bir durumda aracı kuruluş halka arz fiyatının üzeri bir fiyat ile alacağı payları halka arz fiyatına müşterilerine vermek zorunda kalacağı için zarar eder. Aracı kuruluşlar bu yöntemi piyasada likiditeyi arttırmak amacıyla gerçekleştirirler.

2.3. Fiyat İstikrarı İşlemlerinin İşlevi

Ekonomik düşüncenin insan yaşamındaki öneminin vardığı nokta, temel mantığı ekonomik düşünce yapısı içinde yerine oturmayan fiyat istikrarı sağlama işlemleri gibi, sürekliliği halinde sisteme zarar verebilecek uygulamaların bile belirli şartlar dahilinde uygulamada yer bulabilmesine izin vermektedir. Fiyat istikrarı sağlayıcı işlemler de temelinde borsada oluşan hisse senedi fiyatlarına suni müdahalede bulunmak anlamına gelmesi nedeniyle tanımı gereği manipülasyon özellikleri göstermektedir. Buna rağmen piyasa düzenleyici otoriteler ve yatırımcılar bu işlemler neticesinde oluşan fayda ve maliyetlerin dağılımına dikkat etmekle²⁴ beraber fiyat istikrarı işlemlerine belirli düzenlemeler çerçevesinde izin vermektedirler. Bu noktada fiyat istikrarı işlemleri ile ilgili tarafların; ihraççı, aracı kuruluş ve yatırımcı ile sınırlı kalmadığını, bu üçlüye işlemin sermaye piyasalarında yaratabileceği etkiler nedeniyle piyasa düzenleyici resmi otoritelerin de girdiğini belirtmek yerinde olacaktır. Fiyat istikrarı işlemlerinin uygulanmasının otoriteler tarafından kabul edilmesi ve sektör tarafından kullanılmasıyla beraber bu işlemlerin uygulanma nedenlerinin, piyasaya sağladığı faydaların ve olumsuz yanlarının anlaşılması için akademik çevreler tarafından pek çok çalışma yapılmıştır.

Bir halka arz işleminin sonucunda lider aracı kuruluşun görevi, talep toplanmasının ve talep sahiplerine almaya hak kazandıkları hisse senetlerinin verilmesinin ardından sona erer. Halka arzda dağıtımın sonrasında gerçekleştirilecek olan ek satış ve fiyat istikrarı işlemleri neticesinde aracı kuruluşun kazancını artırma olasılığı gibi bu işlemlerden zarar etme olasılığı da bulunmaktadır. Bu nokta araştırmacıların şu soruları sormalarına neden olmaktadır: Acaba neden kar etmek amaçlı çalışan aracı kuruluşlar maliyet riski de taşıyan bu işlemleri yapmayı kabul etmektedirler? Neden bazı halka arz işlemleri sonrası fiyat istikrarı çalışmaları gerçekleştirilmezken bazılarında gerçekleştirilmektedir? Bu halka arzları birbirlerinden ayıran özellik nedir?²⁵

Fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirilmesi ile ilgili olarak akla gelen ilk neden, aracı kuruluşların, yatırımcıya talep toplama sonucunda almış olduğu senetler için bir satış opsiyonu verdiği şeklindedir. Lider aracı kuruluşun fiyat istikrarı işlemleri gerçekleştireceğine dair vereceği taahhüt sayesinde, senetlerin piyasada işlem görmeye başlamalarının hemen ardından talepte bulunan yatırımcılardan ellerindeki hisse senetlerini hemen satmak

²⁴ Trichardt, Anton, 2002

²⁵ Prabhala N. R., Puri Manju, 1998

isteyenlerin, sahip oldukları payları halka arz fiyatından satmalarına imkan verilmektedir. Bu imkanın varlığı yatırımcıların riskinin azalmasını sağlamaktadır. Bir pazarlama yöntemi olarak düşünüldüğünde, bu uygulama sayesinde ikincil piyasa işlemleri sırasında fiyatların düşeceğini öngörerek halka arza katılmaya çekinen yatırımcıların halka arza katılmaları teşvik edilmektedir. Fiyat istikrarı sağlama işlemlerinin amacına yönelik olarak verilebilecek bu açıklamanın dışında, bu işlemlerin uygulanma sebepleri ve faydaları hakkında halka arzın taraflarını ilgilendiren daha pek çok teori üzerinde de durulmaktadır.

Fiyat istikrarı işlemlerinin uygulanmasında bir diğer etken yatırımcıların halka arz sırasında talep ederek aldıkları hisse senetlerini, senedin işlem görmeye başladığı ilk gün piyasada satılmasından kaynaklanan fiyat düşürücü etkiyi azaltmaktır. Halka arza ilişkin olarak talep toplama sürecinin öncesinde lider aracı kuruluş, Türkiye’de, özellikle halka arz edilen payların yurtdışına pazarlandığı durumda, kurumsal yatırımcıların halka arz neticesinde ne kadar hisse senedi talep edeceklerini belirlemeye gayret eder. Yabancı literatürde “book building” olarak adlandırılan bu işlem neticesinde yatırımcılar kendilerine sunulan bilgiler doğrultusunda halka arzı gerçekleştirilecek olan hisse senetlerinden talepte bulunacakları miktarı, kesin alım sözü vermeden aracı kuruluşa bildirirler. Bu yatırımcılar halka arz için resmi talep toplama sırasında “book building” esnasında talepte buldukları miktarları almak istemeyebilir veya hisse senedi piyasada işlem görmeye başladıktan hemen sonra ellerinde bulunan hisse senetlerini satmak isteyebilirler. Bu durum lider aracı kuruluş ve ihraççı ortaklık tarafından istenmeyen bir durum olmakla beraber hisse senedi üzerinde satış yönlü bir baskı oluşturur ve piyasada fiyatın düşmesi yönünde bir baskı yaratır. Fiyat istikrarı işlemleri çerçevesinde lider aracı kuruluşun piyasadaki alım yapması ellerindeki hisse senetlerini hemen satmak isteyen yatırımcılar nedeniyle oluşan baskıyı düşürdüğü gibi bu süreç boyunca hisse senetlerinin fiyatlarının belirli bir seviyede kalması nedeni ile likiditesinin artmasını sağlayarak hisse senetlerini nihai yatırımcıların eline ulaşmasında ve halka arz edilen ortaklığa yatırım yapan yatırımcı kitlesinin oluşmasında yardımcı olmaktadır.

Halka arz edilecek payın fiyatının belirlenmesinde aracı kuruluşun tercihinin satılacak payın fiyatının, değerlendirme çalışması sonucu tespit edilen fiyatın bir miktar daha altında ilan edilmesi olduğunu belirtmiştik. Bu tercih, ihraççı şirket tarafından, şirket değerinin olması gerektiğinden daha düşük gösterilmesi düşüncesiyle çekinceyle karşılanabilir. Oysa aracı kuruluş, hisse senedinin fiyatını biraz düşük belirlerken halka arz edilen hisse senedinin ikinci el piyasasında işlem görmeye başladığında likiditesinin yüksek olması gerektiğini göz önüne almaktadır. Talep toplama günlerinde hisse senedi alan yatırımcıların bazıları, borsada işlem

görülen ilk günün ardından ellerindeki senetleri, pozisyonlarını değiştirmek, alım satım arasında kar etmek veya herhangi başka bir sebeple satmak isteyebilirler. Böyle bir durumda satılan hisse senetlerini almak isteyecek olan yatırımcıların aldıkları hisse senetlerini aldıkları zaman kazançlı çıkabilecek konumda olmaları gerekir. İlk işlem günlerinde hisse senedinin likiditesinin iyi olması, satıştaki senetleri alan yatırımcıların da kazançlı çıkması için hisse senedinin fiyatını ıskontolu belirlenmesi, aracı kuruluşlar tarafından tercih edilen bir uygulamadır. Bu uygulamanın herhangi bir zorunluluğu bulunmayıp tarafların isteğine bağlı olmaktadır. Dolayısıyla bir halka arz işlemi sırasında belirlenen payın fiyatı iki türlü olabilir:

- Gerçek değerinden düşük veya değerinde fiyatlanmış paylar
- Gerçek değerinin üzerinde fiyatlanmış paylar

Hisse Senedinin Değerinin Düşük Veya Değerinde Fiyatlanması Bilgisi

Aracı kuruluşun halka arz işleminin ertesinde payların borsada işlem görmeye başlamasından sonra fiyat istikrarı işlemleri yapacağına izahnamede yer vermesi, piyasaya güven sinyali vermek anlamına gelmektedir. Aracı kuruluşlar nihayetinde kar elde etmek düşüncesinde çalışan kurumlardır. Bir aracı kurumun fiyat istikrarı çalışmaları kapsamında halka arzına aracılık ettiği hisse senetlerini geri alması, aracı kuruluşun karının düşmesine sebep olacaktır. Yüklenimde bulunan aracı kuruluşların, ikincil piyasada uygulamak zorunda kalacakları fiyat istikrarı işlemleri sonucunda açıkça kar etmeyecekleri veya itibar kazanmayacakları bir işe gireceklerini düşünmek doğru olmaz. Bu nedenle aracı kuruluşlar “riskli” gördükleri halka arz işlemlerini desteklemektense, ikinci el piyasası likiditesinin yüksek olacağını düşündükleri zarar etmeyecekleri halka arzlarda fiyatı desteklemeyi tercih ederler. Dolayısıyla bir aracı kuruluşun fiyatı destekleyeceğini taahhüt etmesi halka arzın riskinin düşük olduğu yönünde yatırımcılara verilen bir sinyaldir.

Fiyat istikrarı işlemleri neticesinde yapılan alımların maliyeti, piyasada dalgalanmalar olması halinde yükselmektedir. Bu nedenle fiyat istikrarı çalışmaları gerçekleştirmek için taahhütte bulunan aracı kuruluşlar fiyatlardaki belirsizliği gidermeye gayret edecek, yatırımcıların gerçek riski anlamaları için piyasaya daha fazla miktarda nitelikli bilgi vereceklerdir. Piyasada halka arzdan evvel veya sonrasında oluşan bilgi eksikliklerinden kaynaklanan risklerinin giderilmesi ve yatırımcının halka arzın riskini tam olarak bilmesi neticesinde yatırımlarını yönlendirmesi lider aracı kuruluşun işini kolaylaştıracaktır. Bu bağlantıyı bilen yatırımcılar, halka arzlarda sağlanan bilginin doğruluğuna daha fazla güvenerek söz konusu

halka arzın risklerinin farkında olacak ve kar etmek içgüdüğü ile hareket eden aracı kuruluşun hisse senetlerinin fiyatını iskontolu olarak belirlediğini düşüneceklerdir²⁶.

Gerçek Değerinin Üzerinde Fiyatlanmış Paylar

Bu saymış olduğumuz sebepler bütün piyasa oyuncuları tarafından bilinmektedir. Halka arz fiyatının şirketin değerine oranla daha düşük belirlendiği diğer bir deyişle şirketten değerinin olması gerekenin üzerinde fiyatlandığı durumlarda da eğer aracı kuruluş fiyat istikrarı çalışmaları yapmak üzere taahhütte bulunmazsa, yatırımcılar karşısındaki halka arzın riskinin kendilerine söylenenden daha yüksek olduğunu düşünebilir halka arza girmekten kaçınabilirler. Bir halka arzın ne kadar riskli olduğunu ise bilgi kaynaklarının kendisinde olmasından dolayı en iyi bilecek taraf lider aracı kuruluştur. Bu nedenle lider aracı kuruluşun hareketleri çok dikkatle takip edilir.

Aggarwal'ın²⁷ çalışmasında belirttiği üzere fiyat istikrarı uygulamalarının bir faydası da halka arzdan hisse senedi talebinde bulunan yatırımcıların hisse senetleri borsada işlem görmeye başlamadan evvel taleplerinden dönmelerini engellemektir. Aggarwal çalışmasında yatırımcıların izahnamenin son halini görmedikleri sürece, talepte bulunmuş olsalar bile herhangi bir sebeple ilgilerini kaybettikleri için taleplerinden geri dönebileceklerini söylemektedir. Aggarwal'a göre böyle bir durum diğer yatırımcıların da bu durumdan etkilenerek taleplerinden vazgeçmelerine neden olabilir. Fiyat istikrarı işlemleri gerçekleştirilmesinin taahhüt edilmesi bu şekilde taleplerin iade edilmesini etkileyici bir önlem olarak düşünülmelidir. Türkiye'de özellikle yurtdışına satışın yapıldığı durumlarda izahname yerine herhangi bir düzenleyici otorite tarafından kayda alınmayan bir "yurtdışı izahname" (prospectus) kullanılmaktadır. Yabancı yatırımcılar kayda alınan izahnameyi görmeden taleplerini bildirdiklerinden, SPK tarafından kayda alınmasının ardından ilan edilen izahnameye dayanarak taleplerinden dönmeleri mümkün görünmekte, bu durum Aggarwal'ın çalışmasında belirttiği unsurlarla örtüşmektedir.

Fiyat istikrarı işlemleri üzerine araştırma yapan araştırmacılar, aracı kuruluşların riski düşük olan halka arzlarda istikrar sağlama yönünde taahhütlerde bulunulduklarını, işlem görmeye başlamalarının ardından hisse senedi fiyatlarında düşüş beklenen halka arzlarda ise bu yöntemlere başvurulmadığını belirtmektedirler. Lewellen yapmış olduğu çalışmasında²⁸, fiyat

²⁶ Prabala N.M., Puri M; (1998) "How Does Underwriter Price Support Affect IPOs? Empirical Evidence"

²⁷ Aggarwal Reena; "Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings"; The Journal of Finance, Vol LV, No 3, Haziran 2000

²⁸ Lewellen Katharina; "Risk, Reputation, and the Price Support of IPOs", December 2003

istikrarı işlemlerinde halka arz edilen hisse senetlerinin taşıdığı risk ile beraber aracılık işlemini gerçekleştiren aracı kuruluşun da önemini belirtmektedir.

Lewellen'e göre güçlü mali yapıya sahip olan aracı kuruluşlar halka arzlarda fiyat istikrarı işlemlerinden doğacak olan zorlukların üstesinden daha rahat gelebilirler. Bu açıdan bakıldığında aracı kuruluşların itibarları ön plana çıkmaktadır. Lewellen, aracı kuruluşların yatırımcıların gözünde itibarlarının düşmesini önlemek için, hisse senetleri değerlerinin üzerinde fiyatlandırılmış halka arzlarda bile fiyat istikrarı işlemleri gerçekleştirdiğini, buna bağlı olarak genellikle mali yapısı güçlü olan aracı kuruluşların fiyat istikrarı işlemleri uyguladığını belirtmiştir. Yazarın itibar kavramının önemini belirtmek için vermiş olduğu bir diğer örnek de bireysel bankacılık işlemleri de yapan aracı kuruluşların, yatırım bankalarına oranla, hisse senetlerinin işlem görmeye başladığı ilk gün yüzde 10,6 oranında daha fazla hisse senedi alımı gerçekleştirerek fiyat istikrarı sağlayıcı işlemler gerçekleştirmiş olmalarıdır.

Sürekli göz önünde bulunmaları nedeniyle bireysel bankacılık hizmeti de veren bankaların halka arzına aracılık ettikleri hisse senetlerinin ilk işlem gününde değer kaybetmeleri sonucunda yatırım bankalarına oranla fazla itibar kaybına uğramaları olasıdır. Bireysel bankalar için itibar önemlidir. Türkiye'de bazı bankalar, kendi müşterilerinin yapılan bir halka arzdan hisse talep etmesi durumunda müşterilerine acenteliğini yaptıkları aracı kurumun halka arz konsorsiyumuna girmemesi nedeniyle gelen talepleri karşılayamamak ve bunun sonucunda müşterisini ve buna bağlı olarak itibar kaybetmek istememektedirler.

Aracı kuruluşlar her ne kadar halka arz işlemlerinde üçüncü taraf gibi görünseler de kendi işlerinin devamlılığı açısından halka arz işlemleri boyunca gerçekleştirdikleri faaliyetler onların sicillerini oluşturmaktadır. Taraflar arasında güvenin son derece önemli olduğu sermaye piyasalarında açıklanan fiyatlar ile ilgili hatalar, taahhütlerin yerine getirilmesi gibi konularda şirketlerin ihmalkar tavırları piyasa ve ilgili çevreler tarafından takip edilecek ve yüksek fiyatlandırma gibi hatalar ileride aracı kuruluşların iş almalarına mani olacak ve gelirlerinin düşmesine neden olabilecektir. Bu nedenle aracı kuruluşlar işlerini yaparken piyasanın kendilerine olan güvenini kaybetmesini engelleyecek şekilde hareket ederler.

2.4. Yabancı Mevzuatlardaki Düzenlemeler

Fiyat istikrarını sağlama yönünde gerçekleştirilen işlemler yasa koyucular ve sermaye piyasalarını düzenleyen kuruluşlar tarafından belirli kurallara bağlanmaktadır. Bu çerçevede

gerçekleştirilen işlemler sıkı denetime tabidir. Hazırladığımız çalışmanın bu bölümünde fiyat istikrarını sağlamak yönünde belli başlı yöntemleri belirtecek ve Avrupa Birliği (“AB”), Amerika Birleşik Devletleri (“ABD”) ve Türkiye’de fiyat istikrarı işlemlerine ilişkin düzenlemeler üzerinde duracağız.

2.4.1. Avrupa Birliği Mevzuatı

Avrupa Birliği’nde sermayenin Birlik içerisinde serbest dolaşımı ilkesi benimsenmektedir. Bunun temini amacıyla bu kapsamda, sermaye piyasası işlemlerinin de düzenlenmesi ve tüm üye ülkelerde uygulanan belirli standartların oluşturulması ile ilgili pek çok düzenleme bulunmaktadır. Bunda 90’lı yıllardan itibaren çehresi değişikliğe uğrayan Dünya ekonomik sistemi içerisinde AB güçlenerek dengeleri eşitlemeye çalışmak için kaynakların optimum şekilde kullanılmasının istenmesi ve Birlik içi ilişkilerin güçlenmesi isteği önemli yer teşkil etmektedir.

Fiyat istikrarı işlemleri ile ilgili olarak ise temel olarak iki düzenleyici metinden bahsetmek gerekir. Bunlardan ilki, fiyat istikrarı işlemleri için temel oluşturan 2003/6/CE sayılı “İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Piyasa Manipülasyonu Hakkında Yönerge” diğeri ise bu yönergeye bağlı olarak 2003 yılı Aralık ayında çıkarılmış olan, 2273/2003 sayılı “2003/6/CE sayılı Yönerge’de Öngörülmiş Olan Sermaye Piyasası Araçlarının Geri Satın Alınması ve Fiyat İstikrarı İşlemlerinin Gerçekleştirilmesi İçin Belirtilen İstisnaların Uygulama Yöntemlerine İlişkin Yönetmelik”tir.

2003/6/CE sayılı yönergeye genel olarak bakıldığında yönergenin temel amacının sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü piyasalarda içeriden öğrenenlerin ticareti, piyasa manipülasyonu ile kişilerin kendilerine fayda sağlamalarını ve bu yöntemlerin kullanılması sonucunda yatırımcıların piyasaya olan güvenlerinin yitirmelerini engellemek olduğu görülmektedir. Yönergenin giriş kısmında refah ve ekonomik gelişmenin sağlanabilmesi için sermaye piyasalarının sağlıklı işleminin ve kamuoyunun piyasalara olan güveninin sağlanmasının şart olduğu, içeriden öğrenenlerin ticareti ve piyasaların manipülasyonuna yönelik işlemlerin de finansal piyasalarda işlem yapan taraflar için önemli olan şeffaflığın sağlanmasını engellediği belirtilmektedir.

Yönergede kullanılan kavramların tanımlarının yapıldığı ilk maddede, piyasada işlem görmekte olan araçların arz ve talep miktarlarında ve fiyatlarında yanıltıcı emirler vermek; piyasayı yanıltmak amacıyla hayali işlemler gerçekleştirmek gibi hareketler piyasa manipülasyonu olarak tanımlanmaktadır.

Bu tanım çerçevesinde, fiyat istikrarı işlemlerinin de piyasanın manipülasyonu olarak görülebileceğini belirtmiştik. Yönergede bu düşünceye genel anlamında katılınsa da, yine Yönergenin giriş kısmında bazı şartlar altında sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını etkilemeye yönelik işlemlerin gerçekleştirilmesinin ekonomik sebepler ile doğrulanabileceği belirtilmektedir.

2003/6/CE sayılı yönergenin 8. maddesinde, sermaye piyasası araçlarının geri alınmasına ilişkin işlemler ile fiyat istikrarı sağlamaya yönelik olan işlemlerin bu yönergenin kapsamı dışında tutulduğu belirtilmektedir. Gerçekleştirilen bu düzenleme ile fiyat istikrarı sağlamaya ilişkin işlemlerin gerçekleştirilebileceği genel çerçeve belirtilmektedir. Bu madde çerçevesinde gerçekleştirilecek olan işlemlerin düzenlenmesi için 2273/2003 sayılı yönerge ile yapılmakta ve fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirilmesine yönelik uygulamalar bu yönetmelik çerçevesinde düzenlenmektedir.

2273/2003 sayılı “2003/6/CE sayılı Yönerge’de Öngörölmüş Olan Sermaye Piyasası Araçlarının Geri Satın Alınması ve Fiyat İstikrarı İşlemlerinin Gerçekleştirilmesi İçin Belirtilen İstisnaların Uygulama Yöntemlerine İlişkin Yönetmelik”, şirketlerin tabiiyetinde oldukları ülkelerin mevzuatları izin verdiği sürece sermaye piyasalarından kendi hisse senetlerini toplamaları durumunda uyulması gereken kurallar ile halka arzlar sonrasında fiyat istikrarı uygulanması sırasında uyulması gereken kuralları düzenlemektedir. İki işlem için de üzerinde durulan ortak nokta, işlemler sırasında kamunun ve yetkili mercilerin ilgili işlemler ile ilgili olarak sürekli ve doğru bir şekilde bilgilendirilmeleri gereğidir.

İlgili yönetmeliğin tanımlar başlıklı birinci maddesinde fiyat istikrarı işlemleri için şu tanımlama yapılmaktadır:

“Fiyat istikrarı işlemleri, üzerinde satış yönünde baskı bulunan menkul kıymetler ve bunlara bağlı olabilecek diğer sermaye piyasası araçları üzerinde bu araçların dikkati çeker bir şekilde piyasaya dağıtılması esnasında daha evvel belirlenmiş bir süre boyunca yatırım veya kredi kuruluşları tarafından yalnızca söz konusu sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını belirli bir seviyede tutmak amacıyla gerçekleştirilen her tür alım ve satım işlemine verilen addir²⁹.

²⁹ Fiyat istikrarı işlemleri; 22 Aralık 2003 tarih ve 2273/2003 sayılı Komisyon Yönetmeliği; Madde 2 Paragraf 7 de şu şekilde tanımlanmaktadır:

“par “stabilisation”, on entend tout achat ou offre de valeurs concernées, ou toute opération portant sur des instruments associés équivalents, réalisés par des entreprises d’investissement ou des établissements de crédit dans le contexte d’une distribution significative de telles valeurs, dans le seul but de soutenir leur prix sur le marché pendant une durée déterminée en raison d’une pression à la vente s’exerçant sur elles;”

Anılan yönetmelikte sadece fiyat istikrarı işlemlerine yönelik kurallar değil, piyasadan şirketin kendine ait sermaye piyasası araçlarını satın alması ile ilgili konular da düzenlenmektedir. Bu çerçevede bu araçların hangi şartlar altında alınabileceği ve bu akımlar sırasında uygulanması gereken kurallar düzenlenmektedir.

Yönetmeliğin üçüncü başlığı sermaye piyasası araçlarının fiyat istikrarının sağlanmasına ilişkin işlemleri kapsamaktadır. Yönetmelikte dikkati çeken nokta, gerçekleştirilen düzenlemelerin fiyat istikrarı işlemlerinin sadece hisse senedi işlemleri için değil, piyasalarda işlem görebilecek tüm sermaye piyasası araçları için hazırlanmış olmasıdır. Hangi sermaye piyasası aracı olursa olsun fiyat istikrarı işlemleri için ortak olan temel kural bu işlemlerin sadece belirli bir zaman dilimi içerisinde gerçekleştirilebileceğidir. Yönetmelikte dört farklı uygulama şu şekilde düzenlenmiştir:

- Fiyat istikrarı işlemleri, kamuya duyurulmuş olan birincil halka arz işlemlerinde fiyat istikrarı işlemleri söz konusu menkul kıymetin teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeye başladığı günden itibaren otuz gün süre ile uygulanabilir. Halka arz işlemi, sermaye piyasası aracının ihraç edilmesinin ardından teşkilatlanmış piyasada işlem görmeye başlamadan evvel işlemlerin yapılmasına izin verilen bir ülkede gerçekleştiriliyorsa bu takdirde fiyat istikrarı sermaye piyasası aracının kamuya yeterli şekilde duyurulmasından itibaren sonra başlar ve en fazla otuz takvim günü süre ile gerçekleştirilebilir.
- Hisse senetleri ve bunlara benzer sermaye piyasası araçlarının ikincil halka arzlarında ise belirtilmiş olan otuz takvim günlük süre bahsi geçen sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının yeterli bir şekilde kamuya duyurulmasının ardından otuz takvim günü süre ile gerçekleştirilebilmektedir.
- Bir sermaye piyasası aracının ikincil halka arzı kapsamındaki paylar ve benzeri diğer sermaye piyasası araçları için uygulanacak fiyat istikrarına yönelik işlemler, söz konusu sermaye piyasası aracının fiyatının açıklanması ile başlar ve otuz takvim günü içinde son bulur.
- Paya ve benzeri diğer sermaye piyasası araçlarına dönüşmeyen veya değiştirilemeyen borçlanma senetleri için uygulanacak olan fiyat istikrarı işlemleri, bahsi geçen sermaye piyasası araçlarının satış şartlarına ilişkin bilgilerin açıklanmasının ardından ihraççının ihraç ettiği ürünlere ilişkin geliri almasının ardından otuz takvim günü süreyle veya bu menkul değerlerin tahsis edilmesinin (allocation) ardından altmış

takvim günü süre ile, bu iki tarihten hangisi daha yakın ise o tarih esas alınarak uygulanır.

- Paya ve benzeri diğer sermaye piyasası araçlarına dönüşebilen veya değiştirilebilen borçlanma senetleri için uygulanacak olan fiyat istikrarı işlemleri, bahsi geçen sermaye piyasası araçlarının satış şartlarına ilişkin bilgilerin açıklanmasının ardından ihraççının ihraç ettiği ürünlere ilişkin geliri almasının ardından otuz takvim günü süreyle veya bu menkul değerlerin tahsis edilmesinin (allocation) ardından altmış takvim günü süre ile, bu iki tarihten hangisi daha yakın ise o tarih esas alınarak uygulanır.

Yönetmelikte fiyat istikrarı işlemleri çerçevesinde kamuya açıklanması gereken bilgilere ilişkin olarak da düzenlemelere gidilmiştir. Yapılan düzenlemeye göre; fiyat istikrarına konu olan sermaye piyasasını ihraç eden ihraççılar, bu sermaye piyasası araçlarının fiyat istikrarını sağlamak için çalışan kuruluşlar veya bu kişilerin yerine hareket edenlerin gerçekleştirilen işlemler, işlemlerin gerçekleştirildiği tarihler ve işlemler neticesinde oluşan fiyatlar gibi konular ile ilgili olarak kamuoyuna yeterli açıklama yapması, işlemlere ilişkin kayıtları tutmaları gerekmektedir. Bu bilgilere yönelik olarak yapılan düzenlemeler aşağıdaki şekildedir:

- Bahsi geçen sermaye piyasası araçları ile ilgili olarak fiyat istikrarı işleminin uygulanabileceğini ama bunun kesin olmadığı belirtilmelidir.
- Uygulamalar ile söz konusu sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının belirli bir seviyede tutmayı amaçlandığı açıklanmalıdır.
- Fiyat istikrarı işlemlerinin başlangıç ve bitiş tarihleri belirtilmelidir.
- Fiyat istikrarı işlemlerini yönetecek olan kurumun kimliği açıklanmalıdır.
- Bahsi geçen sermaye piyasası aracına ilişkin ek satış hakkının ve bu hakkın kullanım süresine ve kullanılmasının bağlı olduğu şartlar ile bu hakka konu miktara ilişkin bilgiler kamuoyuna açıklanmalıdır.

Yukarıda belirtilen bilgiler ile ilgili açıklamalar fiyat istikrarı işlemlerine başlanılmadan evvel yapılır ve kamuoyunun yeterli bir şekilde bilgilendirilmesi hedeflenir. Fiyat istikrarı işlemleri süresinin açıklanan sürenin bitiminin ardından gerçekleştirilen işlemler ile ilgili olarak da açıklamalar yapılır. Buna göre, fiyat istikrarı işlemlerini gerçekleştiren kurumun, bu işlemlere

ilişkin kayıtları bu işlemleri gerçekleştirilme tarihinden itibaren yedi borsa günü içinde yetkili kuruma bildirilmesi zorunludur.

Fiyat istikrarı işlemlerinin uygulanması süresinin sona ermesinin ardından bu işlemleri gerçekleştiren kuruluş aşağıda belirtilen bilgileri kamuoyuna açıklar:

- Fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirilip gerçekleştirilmediği,
- Fiyat istikrarına işlemlerine başlama ve bitiş tarihleri,
- Uygulamaların gerçekleştirildiği her gün için fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirildiği fiyat aralıklarına ilişkin bilgiler.

Fiyat istikrarı işlemlerinin şirketlerin paylarının halka arzlarının ardından uygulanması durumunda paylara ödenecek fiyat halka arz fiyatının üstüne çıkamaz, paylarla değiştirilebilir veya paylara dönüştürülebilir sermaye piyasası araçlarının halka arzında ise bu araçların fiyat istikrarı işleminde uygulanacak fiyat, bu yeni halka arza ilişkin araçların halka arzları sırasında piyasada bulunan bu sermaye piyasası araçlarının piyasa fiyatlarının üzerinde uygulanamaz.

Yönetmelikte fiyat istikrarı işlemleri üzerine bahsedilen son nokta ise uluslararası literatür ve uygulamalarda “Green Shoe Option” olarak bilinen ek alım hakkına³⁰ ilişkindir. Halka arz işlem AB tarafından yürürlüğe konan yönergede yer alan ek alım hakkının tanımlaması yönergenin tanımlara ilişkin olarak hazırlanan ikinci maddesinde yapılmış, konunun ayrıntılarına ilişkin düzenleme ise yönergenin sonunda, 11. maddede verilmiştir.

Tanımlar bölümünde ek alım hakkı, bir sermaye piyasası aracının halka arzı sırasında, ihraca aracılık eden kuruluşların, yatırımcılara halka arz edilen miktarın belirli bir miktarı üzerinde, ihraca konu sermaye piyasası araçlarından satmaları durumunda, bu taahhütlerini yerine getirebilmeleri için ihraççıların halka arzın ardından belirli bir süre boyunca halka arza konu sermaye piyasası araçlarından, fazladan tahsis edilen miktar kadar kısmı halka arz fiyatından aracı kuruluşlara satmaları olarak tanımlanmaktadır. İhraççılara tanınan ek alım hakkı limiti, ki bu aynı zamanda aracı kuruluşların ellerinde satışa konu sermaye piyasası araçları bulunmadan satabilecekleri miktarın üst sınırını da oluşturmaktadır, toplam halka arzın %15’i olarak belirlenmiştir. Bununla beraber aracı kuruluşlar, ek alım hakkı dışında da halka arzın %5’i oranında bir kısmı yatırımcılara satma hakkına sahiptirler. Bu hakkın kullanılma süresi fiyat istikrarı işlemlerine ilişkin olarak belirlenen süreyi (30 gün) geçemez ve ek alım

³⁰ Ek alım hakkının tanımına ilişkin olarak bkz. Tanör Reha, Türk Sermaye Piyasası, 2.Cilt, Sf 343.

hakkının kullanılması halinde bu uygulamaya ilişkin bilgiler vakit kaybetmeksizin kamuoyuna açıklanır.

2.4.2. Amerika Birleşik Devletleri Mevzuatı

Varolan ABD mevzuatı ve uygulamalar incelendiğinde ABD’de halka arzlar sonrasında uygulanan fiyat istikrarı işlemlerine yönelik olarak kullanılabilir üç adet yöntem göze çarpmaktadır. Bunlardan birincisi “pure stabilization” olarak adlandırılan doğrudan müdahalenin yapıldığı işlemler, diğeri piyasalarda bilinen tabiri ile “Green Shoe Option” (ek alım hakkı) çerçevesinde gerçekleştirilen fiyat istikrarı işlemleri ve sonuncusu da ceza yöntemidir. ABD’de gerçekleştirilen bir halka arz işleminin ardından uygulanabilecek fiyat istikrarı işlemlerinden SEC tarafından düzenlenen tek uygulama, piyasadan doğrudan pay alımı yolu ile gerçekleştirilen fiyat istikrarı işlemidir.

Amerika Birleşik Devletleri’nde sermaye piyasasını düzenleyen metinlerden olan “Securities Exchange Act 1934”ün 9(a)(6) numaralı maddesinde belirtildiği üzere fiyat istikrarı işlemleri kanuna aykırı eylemler olarak nitelendirilmekte ancak bu duruma bazı istisnalar getirilebilmektedir.³¹ Sermaye piyasalarının düzenleyici otoritesi olan Amerikan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission, “SEC” veya “Komisyon”) 18 Mart 1940 tarihinde yapmış olduğu 2446 sayılı açıklama ile Komisyon’un fiyat istikrarı sağlamaya yönelik işlemleri, manipülasyona yönelik işlemler olarak kabul ettiğini belirtmiştir. 1940 yılında bu açıklama yapıldığı dönemde ABD’de fiyat istikrarı işlemleri gerçekleştirilmekteydi. Yapılan açıklama ile fiyat istikrarı kabul edilmekle beraber, SEC bu işlemleri tamamen yasaklamak veya tamamen serbest bırakmak yerine düzenlemek yoluna gitmiş ve yine 1940 yılında kabul ettiği Regulation X-9 A6 ile SEC’e kayıtlı bir menkul kıymetin halka azında fiyat istikrarı işleminin uygulanabileceğini kabul etmiştir.³² 1940 yılında fiyat istikrarı işlemlerine karşı olan bu düşünce zamanla piyasanın şartları düşünülerek değişim görmüş ve 1997 yılında SEC’in 38067 sayılı açıklamasında söz konusu uygulamaların piyasa fiyatlarını etkilemeye yönelik faaliyetler olmalarına rağmen uygun

³¹ Konu ile ilgili olarak Securities Exchange Act’te belirtilen madde şu şekildedir:

“Sec 9. (a) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange:...

(6) To effect either alone or with one or more other persons any series of transactions for the purchase and/or sale of any security registered on a national securities Exchange for the purpose of pegging, fixing, or stabilizing the price of such security in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”

³² Aggarwal makalesinde fiyat istikrarı işlemlerinin kabul edilmesinde en önemli etkenin o dönem aracı kuruluşların halka arzlarda yüklenimde bulunma güçlerinin az olduğunu belirtmekte, o dönemde aracı kuruluşların bu görevleri yerine getirememesinin neticesinde ülke sanayine kaynak aktarımının zarar göreceği endişesinin varlığına dikkat çekmektedir.

şekilde düzenlenmeleri şartıyla piyasalara olumlu yönde katkı sağladığı belirtilmiştir³³. Genel anlamı itibarı ile bakıldığında ABD’de hisse senetleri fiyatlarını etkilemeye yönelik işlemler belirli şartlar dışında günümüzde de yasaktır.³⁴

Yürürlükte olan ABD mevzuatında fiyat istikrarı sağlamaya yönelik işlemler, SEC tarafından yayınlanan ve ihraççılar, aracı kuruluşlar ile halka arzlar ile ilgili olarak ilişkide bulunabilecek diğer kişilerin faaliyetleri 1 Nisan 1997’den bu yana yürürlükte olan “Regulation M” hükümleri tarafından düzenlenmektedir³⁵. Metnin amacı piyasalarda görülebilecek piyasa manipülasyonunu engellemek olarak belirtilmektedir³⁶. Regulation M, tanımların yapıldığı 100 numaralı madde ile birlikte toplam beş adet maddeden oluşmakta olup bu maddelerden 104 sayılı madde fiyat istikrarı işlemlerine ilişkin düzenlemeleri içermektedir. Regulation M’in fiyat istikrarına ilişkin düzenlemeleri içeren 104. Kuralı’nın başlıca önemli hükümleri şu şekildedir:

- Doğrudan veya dolaylı olarak piyasalarda yer alan menkul kıymetlerin fiyatını destekleyici işlemlerde veya bu yönde ceza uygulamasında bulunmak ve fiyat istikrarı gerçekleştiren kişinin manipülatif, yanıltıcı sonuçlara yol açacak bir fiyat ile fiyat istikrarı sağlama işlemleri gerçekleştirmesi kanunsuzdur³⁷. Fiyat istikrarı sağlamak yönünde gerçekleştirilen işlemler bir hisse senedinin fiyatının düşüşünü engellemek veya geciktirmek için uygulanabilir³⁸.
- Fiyat istikrarı uygulaması sırasında uygulamayı yapan kişiler dışında menkul kıymete yönelik olarak gelen her türlü bağımsız alım emri, emrin boyutuna bakılmaksızın öncelikli olarak işlem görür³⁹.
- Fiyat istikrarı sırasında uygulanacak olan fiyat, hisse senedinin halka arz edildiği en düşük fiyatın üzerinde olamaz⁴⁰. Fiyat istikrarı sırasında teklif edilecek fiyat, söz konusu

³³ SEC Release 38067; “Although stabilization is price influencing activity intended to induce others to purchase the offered security, when appropriately regulated it is an effective mechanism for fostering the orderly distribution of securities and promotes the interests of shareholders, underwriters, and issuers.”

³⁴ 31 sayılı dipnotta belirtilen Section 9 hükümleri ile beraber SEC tarafından yayınlanmış olan Regulation M’in 104 sayılı maddesinin “a” maddesinde belirtildiği üzere fiyat istikrarına yönelik işlemler kanundışıdır: Rule 104 / a) “Unlawful Activity. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to stabilize, to effect any syndicate covering transaction, or to impose a penalty bid, in connection with an offering of any security, in contravention of the provisions of this section. No stabilizing shall be effected at a price that the person stabilizing knows or has reason to know is in contravention of this section, or is the result of activity that is fraudulent, manipulative, or deceptive under the securities laws, or any rule or regulation thereunder.”

³⁵ Anton Trichardt

³⁶ SEC Realease No. 38067 at 88.822

³⁷ Regulation M, Kural 104 (a)

³⁸ Regulation M, Kural 104 (b)

³⁹ Regulation M, Kural 104 (c)

⁴⁰ Regulation M, Kural 104 (f)-1

hisse senedine teklif edilen en yüksek fiyatın üzerinde olmayacak şekilde yükseltilebilir ve piyasadaki fiyat değişimleri hesaba katılmaksızın düşürülebilir⁴¹.

- Fiyat istikrarı uygulaması ilk halka arz işlemi sonrasında gerçekleşiyorsa uygulama sırasında teklif edilecek olan en yüksek fiyat, halka arz fiyatının üzerinde olamaz.
- Fiyat istikrarı uygulayacak olan kişi fiyat istikrarı işlemleri yapılacağına dair piyasayı bilgilendirir. Emri giren kişiye de bu bilgi verilir⁴².
- Fiyat istikrarı uygulamasını veya ceza uygulamasını gerçekleştirecek olan herkes uygulamaların yapılacağına ilişkin bilgiyi ABD’de ilgili resmi mercie bildirmek zorundadır⁴³. Durumun lider aracı kuruluş tarafından yatırımcılara bildirilmesi için uygulamaya ilişkin bilginin izahnamede verilmesi yeterli olmaktadır.
- Fiyat istikrarı uygulamalarına ilişkin kayıtlar saklanmalıdır⁴⁴.

Yukarıda belirtilen maddeler çerçevesinde daha evvel de üzerinde durduğumuz önemli nokta, fiyat istikrarı işlemleri çerçevesinde verilen emirlerin bu amacı taşıdığı işlem sırasında belirtilmesidir. Piyasaya doğrudan alım yöntemi ile fiyat istikrarı sağlamak amacıyla verilen bu teklifler, piyasadaki diğer yatırımcıların verilen teklifin fiyat istikrarı amacıyla verildiğini anlamaları için işaretli olmak zorundadır. Aracı kurumlar, piyasaya bir hisse senedi için gelen bir alım emrinin amacının hisse senedinin fiyatını desteklemek olduğunun bilinmesinin hisse senedinin fiyatı üzerindeki baskıyı artırması endişesi taşırlar. Bu bakımdan doğrudan alım yöntemi ile fiyat istikrarı uygulamalarına gitmek yerine 2.2.2 numaralı bölümde belirttiğimiz ek alım hakları (Green Shoe Option) çerçevesinde satışlarını gerçekleştirdikleri hisse senetleri üzerinden fiyat istikrarı işlemleri uygulamayı tercih ederler. Bu şekilde uygulanan istikrar işlemlerinin emirlerinde işaretleme olmaz.

Green shoe hakkı kapsamında yapılacak olan ek satışa konu hisse senetlerinin satış miktarının halka arzın belirli bir oranında gerçekleştirildiğini belirtmiştik. Bu miktarın sınırlı tutulmasına karşın, sınırlama oranının ne kadar olacağına ilişkin olarak mevzuata bir kanuna dayalı sınırlama bulunmamaktadır. Ancak ek satış hakkı çerçevesinde kullanılacak ve lider aracı kuruluşun ihraççıdan alma hakkının bulunduğu kısım NASD tarafından yayınlanan “NASD Manual – 2710. Corporate Financing – Underwriting Terms and Arrangements” isimli

⁴¹ Regulation M, Kural 104 (f)-4

⁴² Regulation M, Kural 104 (h)-1. Lider aracı kuruluşlar gerçekleştirdikleri fiyat istikrarı işlemleri ile ilgili olarak yetkili merci konumunda bulunan National Authority of Securities Dealers’a (“NASD”) açıklama yapmak zorundadır. Emrin fiyat istikrarına yönelik olduğu bu şekilde açıklanmış olur.

⁴³ Regulation M, Kural 104 (h)-2

⁴⁴ Regulation M, Kural 104 (i)

kurallar bütünü içinde “Kabul edilemez şartlar ve anlaşmalar” başlığının altında %15 olarak belirtilmektedir.

2.5. Türk Mevzuatı ve Uygulamalar

2.5.1. Türk Mevzuatı

Türk mevzuatında halka arz sonrası aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilebilecek olan ek satış hakkı ve fiyat istikrarı uygulamasına yönelik işlemler, SPK'nun Seri I No:26 sayılı “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”nin 17 Aralık 2003 tarihinde yayınlanan Seri I No: 32 sayılı Tebliği ile değişik, Ek Satış başlıklı 21inci maddesinde ve Halka Arz Sonrasında Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler başlıklı 21/A maddesinde düzenlenmektedir. Maddenin ilk yayınlandığı haline kıyasla değişiklikten sonra eklenen maddeler ile halka arz sonrası uygulanabilecek olan fiyat istikrarı işlemleri için daha detaylı düzenleme getirilmiştir⁴⁵.

Yürürlükteki Tebliğ'in 21inci maddesi ek satış işlemine ilişkindir. Maddede, ihraççının, izahnamede belirtilmiş olması kaydıyla, talep toplama sırasında ihraç edilen sermaye piyasası aracına gelen kesin talebin, halka arz miktarının üzerinde olması halinde ek satış gerçekleştirilebileceği hükme bağlanmaktadır.

Aynı maddenin ikinci fıkrasında, ek satış işleminin, ihraç edilen payların aracı kuruluş tarafından ihraççıdan ödünç alınması suretiyle de satılabileceği belirtilmektedir. Ek satışa konu toplam hisse senetleri, ek satış öncesi halka arz edilen hisse senedi miktarının %15'ini aşamaz. Maddenin devamındaki dördüncü fıkrada aracı kuruluşun söz konusu ek satışı, hisse senetlerini ihraççıdan ödünç alarak yerine getireceği durumda ihraççılar ile aracı kuruluş arasında bir ödünç sözleşmesi imzalanması gerektiği belirtilmiştir. Fıkranın devamında, aracı kuruluşun ödünç işleminden kaynaklanan yükümlülüğünü, ödünç sözleşmesinde yer alan

⁴⁵ 15.11.1998 tarihinde yayınlanan Seri I No 26 sayılı Tebliğin 21. Maddesi yayınlandığı dönemde şu şekildeydi: “Madde 21 – Tebliğ'in 5. ve 6. maddelerinde belirtilen işlemlerde, toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması halinde, mevcut ortakların daha önce belirlenen ve izahname ile sirkülerde açıklanan tutardaki payları dağıtımına tabi tutulacak toplam hisse senedi miktarına ilave edilebilir.

Bu durumda, talep toplama süresinin bitimini izleyen 2 işgünü içinde ek satışa konu hisse senetlerinin kayda alınması için Kurul'a başvurulur. Kurul kaydına alınan hisse senetleri, 27/10/1993 tarihli ve 21741 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan ,seri VII No: 22 Sermaye Piyasası Araçlarında Satış Yöntemlerine ilişkin Esaslar Tebliği ve bu Tebliğ'de değişiklik yapan Tebliğlerdeki hükümlere göre dağıtılacak toplam hisse senedi miktarına ilave edilir.

Ek satışa konu olan hisse senedi miktarı halka arz edilen hisse senedi miktarının %15'ini geçemez.

Ek satışa konu olan hisse senetlerinin Kurul'un hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkin düzenlemelerine uygun olarak bastırılmış olması, halka arz edilecek hisse senetleriyle aynı grupta olması ve aynı hakları taşıması zorunludur.

esaslar çerçevesinde hemen yerine getirmesi gerekmediği, bu yükümlülüğün, payların ikincil piyasada işlem görmeye başlamasından itibaren otuz gün içinde yerine getirmesi zorunluluğu olduğu belirtilmiştir. 21inci maddenin 5inci fıkrası ihraççı ile aracı kuruluş arasındaki ödünç akdine⁴⁶ ilişkin uygulamayı düzenlemektedir. Buna göre, iki taraf arasında gerçekleştirilen sözleşmede ihraççı, aracı kuruluşa ihraç edilen paylar ile aynı özelliklere sahip payları, kendisinden, halka arz fiyatından satın alma hakkını verir. Bu hakkın kullanılma süresi en fazla otuz gündür. Tebliğin aynı maddesine göre, verilen sürenin sonunda, ödünç verilen payların karşılığında aracı kuruluş ya ödünç sözleşmesinde kendisine tanınan alım hakkını kullanarak paylara karşılık gelen bedeli ihraççıya verecek, yahut alma hakkını kullanmadığı payları ödünç akdi hükümleri doğrultusunda ihraççıya iade edecektir. Aracı kuruluş ödünç aldığı payları ek satış çerçevesinde sattıktan sonra ihraççıya olan ödemeyi bu sayede ya hakkı kullanıp paylara karşılık gelen bedeli ödeyerek ya da payları, borsada işlem görmeye başlamalarının ardından piyasadan satın alıp ihraççıya iade ederek gerçekleştirir. Maddede bu yönde hüküm bulunması ek satış yöntemi ile piyasaya sürülen ilave payların hisse senetlerinin piyasada işlem görmeye başlamasının ardından fiyat istikrarı işlemleri için kullanılabileceğinin bir göstergesidir.

Aracı kuruluşun halka arzın ertesinde gelen yüksek talebi karşılamak amacıyla ihraççı kuruluştan ek satış amacı ile toplam halka arzın %15'i oranında hisse senedi satın almaya ilişkin yaptığı anlaşma uluslararası literatürde bilinen ve daha evvel anlattığımız “Green Shoe Option” kavramına benzer bir uygulamadır. Aracı kuruluşun ödünç alarak piyasaya sattığı payların bedellerini ödemek veya payların kendisini, ihraççıya iade etmek için, payların teşkilatlanmış piyasada işlem görmeye başlamasının ardından otuz günlük süreye sahip olduğunu belirtmiştik. Bu süre zarfında, aracı kuruluş payın piyasadaki fiyat hareketlerine göre, fiyatın düşmesi halinde halka arz fiyatından alım yaparak kendisine verilen hakkı kullanıp kullanmama kararını alır. Aracı kuruluşun düşen fiyatı yükseltmek için piyasadan alım yaparak fiyat istikrarı işlemi gerçekleştirmesi halinde aracı kuruluş, fiyatın kabul edilebilir seviyeye gelmesinin ardından ek satışa konu kısmın ne kadarı için sözleşme uyarınca sahip olduğu alım hakkını kullandığına karar verecektir. İkincil piyasada payın fiyatının halka arz fiyatının üstünde seyretmesi halinde aracı kuruluşun ödünç akdi çerçevesinde kendisine verilen ek alım hakkını kullanarak ödünç aldığı payların bedelini

⁴⁶ Ödünç (Karz) akdi Türk Hukuku'nda Borçlar Kanunu madde 306 ve devamında düzenlenmektedir. Akdin tanımı şu şekilde yapılmaktadır: “Karz, bir akittir ki onunla ödünç veren, bir miktar paranın yahut diğer misli şeyin mülkiyetini ödünç alan kimseye nakil ve bu kimse dahi buna karşı miktar ve vasıfta müsavi aynı neviden şeyleri geri vermekle mükellef olur.”

belirtilen sürenin sonunda ihraççıya ödemesi beklenir. Bu uygulama uluslararası literatürde “Green Shoe Option” adı verilen uygulamaya denk gelmektedir.

Seri I No: 26 sayılı “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”nin 21inci maddesi halka arzlarda ek satış hakkında ilişkin düzenlemeler içermekte olup halka arz sonrası fiyat istikrarı sağlama işlemleri ise Tebliğ’e 17 Aralık 2003 tarihinde eklenen 21/A Maddesinde ve bu madde uyarınca İMKB tarafından 29 Ocak 2004 tarih ve 194 sayılı ile yayınlanan “Halka Arz Sonrası Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerde Uygulanacak Emir ve Fiyat Kuralları” Genelgesi ile düzenlenmektedir.

Madde ile getirilen düzenlemeye göre halka arza aracılık eden ve izahnamede belirtilmiş olan aracı kuruluş halka arz işleminin tamamlanmasının ve borsada payların işlem görmeye başlamasının ardından en fazla otuz gün süre ile halka arz edilen hisse senedinin fiyat istikrarının sağlanması amacıyla piyasadaki alımda bulunabilir. Halka arzda 21inci madde kapsamında ek satış gerçekleştirilirse fiyat istikrarı sağlamaya yönelik işlemler ek satış gerçekleştirilen aracı kuruluş tarafından gerçekleştirilir.

Bu işlemler çerçevesinde aracı kuruluşun vereceği emirlerde birim pay başına teklif edilen fiyat payların halka arz fiyatının üzerinde olamaz ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak satın alınan hisse senetleri izahname ile ilan edilmiş olan fiyat istikrarı sağlama süresi boyunca halka arz fiyatının altında bir fiyata satılamaz.

Aracı kuruluş fiyat istikrarına ilişkin olarak izahnamede ilan ettiği sürenin hepsi kullanmak zorunda değildir. Otuz günlük süre içerisinde istediği zaman bu işlemlere son vererek fiyat destek işlemlerini sona erdirdiğini Borsa’ya ve Kurul’a bildirir. Fiyat istikrarına ilişkin işlemler daha evvel de belirttiğimiz üzere son derece hassas işlemler olduğundan Tebliğ’de aracı kuruluşun işlemleri sırasında Borsa’nın olağan işleyişini etkileyecek işlemlerden kaçınması gerektiği özellikle belirtilmiştir.

İMKB tarafından 29 Ocak 2004 tarihinde yayınlanan 194 sayılı genelge fiyat istikrarı işlemleri sırasında uygulanacak olan işlem kurallarını belirlemesi açısından önemlidir. Yapılan düzenlemeye göre, “Fiyat istikrarını sağlamak üzere işlem yapacak olan kurumun halka arz fiyatı veya altında olmak üzere piyasada gerçekleşen son işlem fiyatı üzerinde vereceği ilk istikrar alım emri sonucunda oluşan fiyat ilk istikrar işlemi fiyatı olarak belirlenir. İlk istikrar işlemi fiyatı bu şekilde belirlendikten sonra;

- Piyasada ilk istikrar işlemi fiyatının üzerinde bir fiyattan bağımsız üyelerce herhangi bir işlem gerçekleştirilmiyorsa, aracı kurum ilk istikrar fiyatına eşit veya altındaki

fiyatlardan istikrar sağlayıcı alım yapabilir. Aracı kurum bağımsız üyelerce işlem gerçekleştirilmediği sürece ilk istikrar fiyatı üzerindeki fiyatlardan istikrar sağlayıcı işlemlerde bulunamaz.

- Piyasada ilk istikrar fiyatının üzerindeki fiyatlarla işlem gerçekleştirildiği takdirde artık yeni azami istikrar işlemi fiyatı bağımsız üyelerce gerçekleştirilen son işlem fiyatı olur. Aracı kurum yeni azami istikrar fiyatı seviyesinden veya daha düşük fiyat seviyelerinden istikrar sağlayıcı alım işlemleri yapabilir. Ancak, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde halka arz fiyatının üzerinde emir veremez.”

Aracı kurumlar fiyat istikrarı çerçevesince yaptıkları alımlara ilişkin işlemleri kendi portföy işlemlerinden ayrı bir şekilde takip ederler ve yapılan işlemlere ilişkin Seri I No 26 sayılı Tebliğ çerçevesinde istenen bilgileri Borsa Günlük Bülteni’nde ilan edilmek üzere iletirler.

2.5.2. Uygulamalar

Hisse senedi halka arzlarında gerçekleştirilen fiyat istikrarı işlemlerinin kanun koyucular tarafından hangi hukuki metinler ile ne şekilde düzenlendiğini değişik ülke hukukları çerçevesinde inceledik. Avrupa Birliği ve Amerika Birleşik Devletleri ve Türkiye’de düzenlemelerin nasıl yapıldığını belirttik. Çalışmamızın son bölümünde yakın dönemde Türkiye’de gerçekleştirilen halka arzlar ve bunların neticeleri üzerinde duracağız.

2001 yılında yaşanan ve Türk finans piyasalarının derinden etkileyen ekonomik krizlerin ardından tüm bankacılık sisteminde olduğu gibi sermaye piyasalarında da bir durgunluk dönemi yaşandı. Bankacılık sisteminin yapısının güçlendirilmeye çalışıldığı 2001 yılı sonrası başlayan dönemde ülke ekonomisinin krizin olumsuz etkilerini üzerinden atmaya çalıştığını görmekteyiz.

Krizin etkilerinin atılmaya çalışıldığı 2001 – 2003 yılları arasında kalan bu dönemde sermaye piyasalarında halka arzların da yok denecek kadar azaldığını gözlemliyoruz⁴⁷. Bununla beraber 2004 yılından 2006 yılının mart ayı sonuna kadar olan dönemde toplam 23 adet birincil halka arz gerçekleşmiş ve bu halka arzların sonucunda sermaye piyasaları sayesinde toplam 3.550.156.619 YTL tutarında fon yaratılmıştır. Halka arzlarda olan artışta kuşkusuz en büyük etken ekonomik konjonktürde 2001 – 2003 dönemine göre daha olumlu bir havaya girilmiş olmasıdır. Ülke ekonomisinin yaşanan sıkıntılı dönemin ardından yeniden

⁴⁷ 2001 – 2003 yılları arasındaki üç yıllık dönemde sadece üç ortaklık sermaye piyasalarında birincil halka arz yapmıştır. Bu üç halka arzların toplam nominal değeri 26.619.600 YTL’si olup bu toplam değer 22.050.000 YTL nominal değerlik kısmını Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı’nın halka arzı oluşturmaktadır. Bu durum da göz önüne alındığında bu dönemde gerçekleştirilen ihraçların küçük çaplı halka arzlar olduğu ortaya çıkmaktadır.

canlanmasının nedenleri üzerinde durmayacak, bunun yerine bu dönemin ardından gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde uygulanan fiyat istikrarı işlemlerini inceleyeceğiz.

2004 yılından günümüze kadar olan dönemde gerçekleştirilen 23 halka arz işleminin nominal ve halka arz değerlerini belirten tablo aşağıda verilmektedir:

2003 – 2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Halka Arz İşlemleri

Halka Arz Edilen Ortaklık		Nominal Tutar (YTL)	Toplam Tahsilat (YTL)
2004	1 Fenerbahçe Sportif Hizmetler San. ve Tic. A.Ş.	3.750.000	39.375.000
	2 İfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2.972.000	3.447.520
	3 Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (*)	7.612.500	21.315.000
	4 Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2.200.000	2.682.500
	5 Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. (*)	11.747.963	93.938.708
	6 Doğu Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. (*)	37.950.000	256.162.500
	7 İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (*)	2.700.000	12.150.000
	8 Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	2.823.530	3.952.942
	9 PLASTİKKART Akıllı Kart İletişim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4.000.000	12.800.000
	10 Denizbank A.Ş. (*)	72.500.000	208.437.500
	11 AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş.	1.794.009	26.013.123
	12 İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (*)	8.481.250	32.228.750
2005	13 Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş. (*)	6.250.000	32.812.500
	14 Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (*)	6.713.000	268.520.000
	15 İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	4.970.000	5.567.600
	16 Evg Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2.475.000	2.846.250
	17 BİM Birleşik Mağazalar A.Ş. (*)	10.910.635	290.222.891
	18 Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.	9.000.000	33.660.000
	19 Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.250.000	1.375.000
	20 Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. (*)	322.000.000	1.723.298.835
	21 Mert Gıda Giyim San.ve Tic. A.Ş.	1.250.000	3.750.000
03/2006	22 Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	17.250.000	69.000.000
	23 Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş. (*)	2.000.000	7.000.000
TOPLAM		542.599.887	3.550.156.619

Kaynak: İMKB

(*) İzahnamelerinde fiyat istikrarı uygulamasının gerçekleştirilebileceğinin belirtildiği halka arzlar

Uluslararası diğer piyasalarda gerçekleşen halka arzlarda olduğu gibi Türk Sermaye Piyasası'nda da halka arzlardan evvel yatırımcıları halka arz edilecek olan paylar konusunda bilgilendirmek üzere bir izahname hazırlanarak yayınlanır. SPK tarafından düzenlemeleri

yapılarak⁴⁸ içeriği belirlenen bu izahnamelerde belirtilen bir konu da halka arz sırasında ek satış hakkının kullanımı ve halka arz sonrası fiyat istikrarı işlemlerine ilişkin bilgilerdir.

İzahnamenin ilgili maddelerinde, paylarını halka arz eden ortaklığın ihraç edilen paylarına yatırımcılardan fazla talep gelmesi halinde ek satışı gerçekleştirilecek olan payların miktarı ve paylara ilişkin özellikler, bu payların satışının hangi aracı kuruluş tarafından gerçekleştirileceğini içeren ek satış bilgileri ile bahsi geçen halka arz işleminde fiyat istikrarı işlemlerinin uygulanıp uygulanmayacağı belirtilir. Fiyat istikrarı işlemlerinin uygulanması halinde uygulamanın süresi ve bu uygulama süresinin şartları ile fiyat istikrarı işlemlerini gerçekleştirmeye etkili aracı kuruluşa ait bilgiler verilir.

2004 yılından günümüze kadar gerçekleştirilen 23 halka arz işleminin 11 tanesinin izahnamesinde halka arzın ardından gerektiği takdirde fiyat istikrarı işlemlerinin uygulanabileceği belirtilmiştir. Bu işlemlere ilişkin bilgilere firmaların izahnamelerinde yer verilmiştir⁴⁹.

Bahsi geçen 11 halka arzın tamamlanmasının ve ilgili borsalarda işlem görmeye başladığı günün ardından fiyat istikrarı işlemi süresini de içeren halka fiyat değişimlerini gösteren grafikler, EK 1’de verilmektedir. Çalışmamız çerçevesinde 2004 yılında gerçekleştirilen iki halka arz işlemi neticesinde gerçekleştirilen fiyat istikrarı işlemleri üzerinde duracağız.

Üzerinde çalışarak halka arzı sırasında fiyat istikrarı uygulamaları gerçekleştirilen bu halka arz işlemleri 2004 yılı Temmuz ayında gerçekleştirilen Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. (“Türk Traktör”) ile Doğu Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. (“Doğu Otomotiv”) halka arzlarıdır. Her ne kadar şirketlerden Türk Traktör bir üretim şirketi, Doğu Otomotiv de bir hizmet sektörü şirketi olsa da şirketlerin ikisi de otomotiv sektöründe faaliyet göstermektedir.

⁴⁸ Şirketlerin sermaye piyasalarında işlem yapabilmeleri için ilgili mevzuatta belirtildiği şekilde, işin nevine göre Sermaye Piyasası Kurulu’na başvurarak Kurul’un onayını alması şarttır. Gerçek hayatta bu başvuru mevzuatta belirtilenden daha farklı gerçekleşir. Kurul, kendisine müracaatta bulunacak şirket ile irtibatın sağlanmasının ardından, başvuru ile ilgili olan evrakların hazırlanarak kayda alma işlemini gerçekleştirilecek olan Kurul’a sunulmasında kadar olan dönemde, proje ile ilgili bir uzman atar ve bu uzmanın şirketin nihai başvurusunu yapana kadar olan dönemde başvurunun gerekli şekilde hazırlanması için ortaklığa yardım etmesi sağlar. Söz konusu yardım, ihraççı ile aracı kuruluş veya temsilcilerinin hazırladıkları evrakların uzmanla sürekli olarak paylaşılması ve uzmanın tüm evrakların tamamlanmasına kadar olan dönemde ortaklığa yardımcı olmasını kapsamaktadır. Bu yardım sağlanan belgelerin Kurul’un talep edeceği belgeler olup olmadığını kontrolde, izahnamenin bazı bölümlerine konulması gereken bilgi ve açıklamaların uzman tarafından yazılması ve düzenlenmesi şeklindedir. Bir halka arz işleminde şirket tarafından imzalanarak Kurul’a sunulan izahname Kurul’a sunulmadan evvel SPK uzmanı tarafından görülmüş ve kabul edilmiş olur. İşte bu sayede Kurul çok uzun olan izahname sirküler gibi temel belgeleri ve sağlanan diğer evrakları bir günlük toplantıda inceleyerek sonuçlandırma fırsatı bulur.

⁴⁹ Ek satış ile fiyat istikrarı işlemleri ile ilgili bilgiler halka arzı gerçekleştirilen ortaklıklara göre farklı şartlar içerebilmektedir. Bu nedenle daha ayrıntılı bilgi için gerçekleştirilen halka arzların izahnamelerine bakılmalıdır. 2004 yılından günümüze kadar gerçekleştirilen halka arzlarla ilişkin izahnameler İMKB’nin internet sitesinde (www.imkb.gov.tr) yer alan “Halka Arz” başlığının altında bulunabilir.

Aralarında bu yönden fark bulunmasına karşın iki şirketin de aynı dönemlerde halka arzının gerçekleştirilmiş olması ve şirketlerin sadece halka arz süreçlerini incelememiz çalışmayı ilginç kılmaktadır.

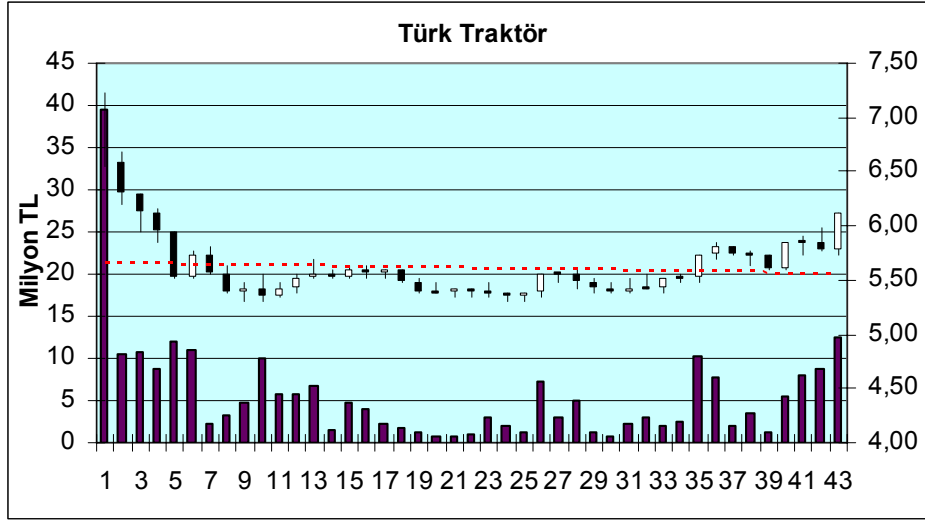
2.5.3. Türk Traktör ve Doğu Otomotiv Halka Arzları

Doğu Otomotiv ve Türk Traktör halka arz bilgilerini içeren tablo aşağıda verilmektedir.

	DOĞUŞ OTOMOTİV	TÜRK TRAKTÖR
TL		
Halka arz nominal tutar	33.000.000.000.000	11.747.963.490.000
Talep Toplama Tarihleri	03 - 04.06.2004	10 - 11.06.2004
Halka arz fiyatı	6.750	8.000
Ek satış	15%	Yok
Ek Satış Tutarı	4.950.000.000.000	Yok
Toplam Halka Arz Tutarı (Piyasa değeri)	256.162.500.000.000.000	93.983.707.920.000.000
Kotasyona alınma tarihi	17.06.2004	11.06.2004
Fiyat istikrarı süresi	30 gün	15 gün
Fiyat istikrarı işlemleri sonu	17.06.2004	21.06.2004
Alınan Pay Sayısı	5.500.000.000	1.076.788.000
Kullanılan Toplam Bedel	36.843.042.800.000	7.946.775.550.000
Ortalama İstikrar Alım Fiyatı	6.699	7.380
İlk gün kapanış fiyatı	5.880	6.590
Fiyat istikrarı sonu fiyatı	5.280	5.560
Kotasyondan itibaren iki ay sonra fiyatı	4.870	6.120

Türk Traktör

Türk Traktörün hisse senetlerinin İMKB Birincil Piyasa’da işlem görmeye başlamasının ardından hisse senedinde görülen dalgalanmalar ve fiyat hareketleri aşağıdaki tabloda verilmektedir. Sol tarafta bulunan “y” eksenini hisse senedinde gün içinde görülen hacim miktarını, sağ tarafında bulunan “y” eksenini ise hisse senedinin fiyatını göstermektedir. Grafiğin “x” eksenini hisse senedinin borsada açılışında itibaren işlem gördüğü gün sayısıdır.



11 Haziran 2004 tarihinde İMKB Birincil piyasada işlem görmeye başlayan Türk Traktör hisse senetlerinin işlem gördüğü ilk gün işlem hacmi bütün halka arzlarında olduğu gibi yüksektir. Hisse senedinin fiyatı ilk gün düşmüştür. Fiyat düşüşü ile beraber fiyat istikrarı uygulamaları çerçevesinde destek alımları gerçekleştirilmiştir. Bu destek alımlarına ilişkin ayrıntılı döküm aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Türk Traktör - Fiyat İstikrarı Alımları				
Tarih	Fiyat (TL)	Miktar (adet)	Tutar (TL)	Tutar (USD)*
11.06.2004	7.950	1.000.000	7.950.000.000	5.347
11.06.2004	7.800	65.000.000	507.000.000.000	341.015
11.06.2004	7.750	89.206.000	691.346.500.000	465.009
11.06.2004	7.700	196.762.000	1.515.067.400.000	1.019.055
11.06.2004	7.650	104.032.000	795.844.800.000	535.296
14.06.2004	7.700	130.000.000	1.001.000.000.000	673.286
14.06.2004	7.650	60.000.000	459.000.000.000	308.730
14.06.2004	7.500	98.765.000	740.737.500.000	498.230
14.06.2004	7.450	26.235.000	195.450.750.000	131.463
14.06.2004	7.300	23.287.000	169.995.100.000	114.341
14.06.2004	7.250	426.000	3.088.500.000	2.077
18.06.2004	6.600	179.794.000	1.186.640.400.000	798.150
18.06.2004	6.550	50.000.000	327.500.000.000	220.281
18.06.2004	6.700	11.000.000	73.700.000.000	49.572
21.06.2004	6.600	41.281.000	272.454.600.000	183.257
TOPLAM		1.076.788.000	7.946.775.550.000	5.345.108

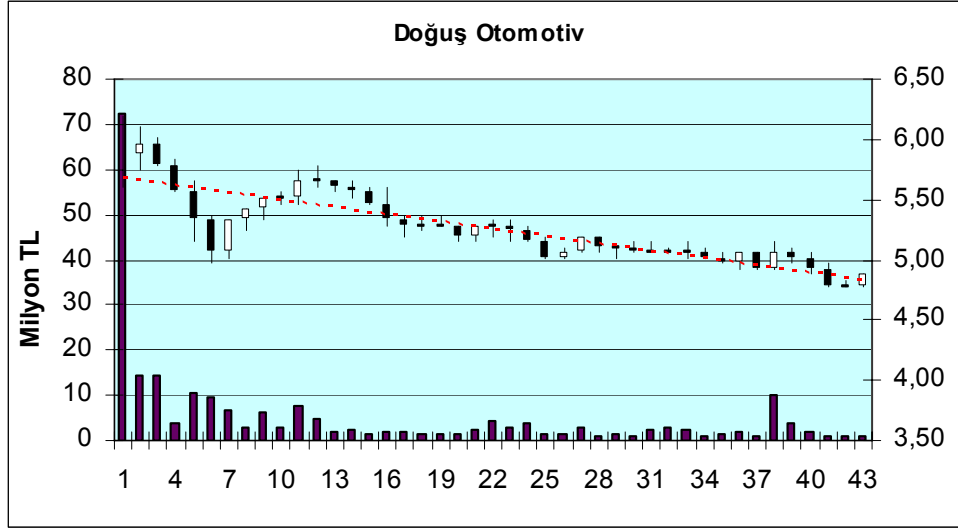
*17.06.2004 tarihli TCMB Döviz Alış Kuru kullanılmıştır.

Fiyat istikrarının başladığı ilk günde aracı kuruluş piyasadan 456 milyon adet hisse senedi satın almış ve bu alım işlemleri neticesinde 3,51 Trilyon TL kaynak kullanmıştır. Bu kaynak fiyat istikrarı işlemleri için harcanan toplam kaynağın yaklaşık %44'ünü oluşturmaktadır. Buna karşın piyasa buna cevap vermemiş ve hisse senedi fiyatında düşüş yönlü hareket devam etmiştir. Bunun neticesinde aracı kuruluş bir sonraki işlem günü olan 14 Haziran 2004 tarihinde istikrar alımlarına devam etmiştir. Ancak gerçekleştirilen işlemlere bakıldığında bu tarihten itibaren 18 Haziran tarihine kadar fiyatta düşüş yaşanmasına rağmen fiyat istikrarı için alım işlemleri gerçekleştirilmemiş, 21 Haziran'da gerçekleştirilen son istikrar işlemlerinin ardından fiyat destek işlemlerine, belirtilen 15 günlük süre sona ermeden son verilmiştir.

Türk Traktör hisse senetlerinin fiyatı daha sonra da yükselmemiş ve ilk işlem gününün ardından 2 ay geçtikten sonra dahi hisse senedinin fiyatı halka arz değerine ulaşamamıştır.

Doğuş Otomotiv

Doğuş Otomotiv hisse senetlerinin İMKB Birincil Piyasa’da işlem görmeye başlamasının ardından hisse senedinde görülen dalgalanmalar ve fiyat hareketleri aşağıdaki tabloda verilmektedir. Sol tarafta bulunan “y” eksenini hisse senedinde gün içinde görülen hacim miktarını, sağ tarafında bulunan “y” eksenini ise hisse senedinin fiyatını göstermektedir. Grafiğin “x” eksenini hisse senedinin borsada açılışında itibaren işlem gördüğü gün sayısıdır.



Yukarıdaki grafiğe bakıldığında Doğuş Otomotiv hisse senedi fiyatlarının ilk işlem gününün ardından düştüğüdür. Bununla beraber Türk Traktör ile arasındaki en büyük farklılık hisse senedinin birinci işlem gününde kaydettiği işlem hacmidir. Senedin ilk işlem günündeki likiditesi son derece yüksek olmakla beraber işlem hacminin sonraki günlerde oldukça azaldığı görülmektedir.

Doğuş Otomotiv’in halka arzı için yayınlanan izahnamede şirketin hisse senetlerinin Borsa’da işlem görmeye başlamasının ardından fiyat istikrarı işlemleri uygulanabileceği belirtilmiştir. Bu çerçevede fiyat istikrarı işlemlerinin hisse senedinin piyasada işlem görmeye başlamasının ardından otuz gün süre ile yapılacağı ve bu işlemlerin lider aracı kuruluş olan Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. aracılığı ile gerçekleştirileceği belirtilmiştir. Fiyat istikrarı işlemlerinin herhangi bir fiyat taahhüdü anlamına gelmediğinin belirtildiği izahnamede fiyat istikrarı işlemleri için belirlenen miktarın 5.500.000.000 TL ile sınırlı olduğu belirtilmektedir. Borsa’daki ilk işlem günü ile birlikte hisse senedinin fiyatının düşmesi ile beraber lider aracı kuruluş fiyat istikrarı işlemleri uygulamaya başlamıştır. Doğuş Otomotiv halka arzı sırasında

uygulanan fiyat istikrarı işlemlerinin uygulama biçimi Türk Traktör için uygulanan fiyat istikrarı işlemlerden farklıdır.

Fiyat istikrarı işlemlerine ilişkin gerçekleştirilen alımlara ilişkin tablo aşağıda verilmektedir:

Doğuş Otomotiv - Fiyat İstikrarı Alımları				
Tarih	Fiyat (TL)	Miktar (Adet)	Tutar (TL)	Tutar (USD)
17.06.2004	6.600	7.364.000	48.602.400.000	32.691
17.06.2004	6.650	124.416.000	827.366.400.000	556.498
17.06.2004	6.700	5.368.220.000	35.967.074.000.000	24.191.938
TOPLAM		5.500.000.000	36.843.042.800.000	24.781.127

Yukarıda verilen tabloda görüldüğü üzere aracı kuruluş hisse senedinin fiyat istikrarının sağlanması amacıyla izahnamede bu işlem için kullanmayı taahhüt ettiği kaynakların hepsini payların Borsa'da işlem görmeye başladığı ilk gün kullanmıştır. Buna rağmen hisse senedi fiyatı alımlara önemli tepki göstermemiş ve ilk işlem gününü halka arz fiyatının altında bir fiyat ile kapatmıştır.

Borsa'da ilk işlem gününün hemen ardından fiyat istikrarı işlemler dahilinde olmamasına rağmen şirketin bağlı olduğu Doğuş Holding'in Doğuş Otomotiv hisse senetlerinden alımda bulunduğunu görüyoruz. Doğuş Grubu Şirketleri tarafından bu 17 – 24 Haziran tarihleri arasında toplam 2.158.167 adet hisse senedi piyasadan satın alınmış, bu alım işlemleri için toplam 9.4 milyon ABD Doları tutarında kaynak kullanılmıştır. Yapılan alım işlemlerine ilişkin bilgilerin bulunduğu tablo aşağıda verilmektedir.

Doğuş Grubu Tarafından Gerçekleştirilen Alımlar

İşlem Tarihi	İşlemin Niteliği		İşleme Konu Hisse Senetlerinin Nominal Tutarı	İşlem Fiyatı (TL/Adet)	İşlem Tutarı (Milyon TL)	İşlem Tutarı (USD)	İşlem Sonrası Sahip Olunan Hisse Senetlerinin Nominal Tutarı (Milyon TL)	İşlem Sonrası Sahip Olunan Hisse Senetlerinin Şirket Sermayesi İçindeki Payı (%)
	Alım	Satım						
17.06.2004	Alım		200.000	6.450	1.290.000	867.671	200.000	0,18182
17.06.2004	Alım		150.000	6.500	975.000	655.798	350.000	0,31818
17.06.2004	Alım		567.789	6.550	3.719.018	2.501.462	917.789	0,83435
18.06.2004	Alım		50.000	6.350	317.500	213.514	967.789	0,87981
18.06.2004	Alım		94.071	6.400	602.054	404.873	1.061.860	0,96533
18.06.2004	Alım		125.097	6.450	808.876	543.957	1.186.957	1,07905
18.06.2004	Alım		109.904	6.500	714.376	480.407	1.296.861	1,17896
18.06.2004	Alım		120.356	6.550	788.332	530.141	1.417.217	1,28838
18.06.2004	Alım		262.252	6.600	1.730.863	1.163.980	1.679.469	1,52679
18.06.2004	Alım		217.914	6.650	1.449.128	974.517	1.897.383	1,72489
21.06.2004	Alım		23.425	6.500	152.263	102.496	1.920.808	1,74618
21.06.2004	Alım		46.531	6.550	304.778	205.162	1.967.339	1,78849
22.06.2004	Alım		46.738	6.100	285.102	192.011	7.514.077	6,83098
22.06.2004	Alım		43.262	6.150	266.061	179.187	7.557.339	6,87031
23.06.2004	Alım		10.000	5.650	56.500	38.246	7.567.339	6,87940
23.06.2004	Alım		760	5.750	4.370	2.958	7.568.099	6,88009
23.06.2004	Alım		20.000	5.800	116.000	78.523	7.588.099	6,89827
23.06.2004	Alım		10.000	5.850	58.500	39.600	7.598.099	6,90736
23.06.2004	Alım		10.000	5.900	59.000	39.939	7.608.099	6,91645
23.06.2004	Alım		10.000	5.950	59.500	40.277	7.618.099	6,92554
23.06.2004	Alım		10.000	6.000	60.000	40.616	7.628.099	6,93464
23.06.2004	Alım		68	6.050	411	278	7.628.167	6,93470
24.06.2004	Alım		10.000	5.450	54.500	36.716	7.278.167	6,61652
24.06.2004	Alım		10.000	5.500	55.000	37.052	7.288.167	6,62561
24.06.2004	Alım		10.000	5.550	55.500	37.389	7.298.167	6,63470
TOPLAM			2.158.167		13.982.632	9.406.770		

Doğuş Grubu tarafından gerçekleştirilen işlemlere rağmen hisse senedinin fiyatı sağlanamamış ve piyasada değer kaybetmeye devam etmiştir. Doğuş Otomotiv hisselerinin Borsa'da işlem görmeye başlamasının ardından 2 ay sonrasına kadar değer kaybına devam etmiş ve bu iki aylık dönem zarfında %18'lik bir değer kaybı yaşanmıştır.

Fiyatın sabitlenememesine şirketin fiyat istikrarı için ayırmış olduğu kaynakların, ilk işlem gününde tüketilmesinin ardından Doğuş Grubu'nun halka arz edilen şirketinin fiyatını desteklemek yönlü olan alımları yatırımcıların hisse senetlerinin fiyatlarının daha da düşeceği endişesiyle satışa yönelmelerine neden olması muhtemeldir. Yatırımcılar yatırım kararlarını alırken çevrelerinde olan gelişmelerle beraber diğer yatırımcıların verdikleri kararlardan da etkilenirler. Belirli yatırımcıların bekledikleri getiriye elde edememeleri ve satışa yönelmeleri saha küçük ölçekli yatırımcıların da ellerindeki hisse senetlerini satmalarına neden olmuş olabilir.

Doğuş Otomotiv ile Türk Traktör hisse senetlerinin fiyatlarına ilişkin trendler incelendiğinde, fiyat istikrarı işlemini belirli bir süreye yayıp fiyat istikrarı işleminin durdurulmasının ardından herhangi bir alım gerçekleştirilmeyen Türk Traktör hisse senedi fiyatlarının yatay bir trend izlediğini buna karşın Doğuş Otomotiv hisse senetlerinin fiyatlarına ilişkin trendin ise düşüş yönlü olduğu göze çarpmaktadır.

SONUÇ

Bir ülkenin gelişimi için üretimin arttırılması şarttır. Üretim için kullanılacak olan altyapının tesis edilmesi için yatırımlar gerçekleştirilmesi ve bu üretimin elde edilmesi için gerekli düzenlemelerin oluşturulması gerekmektedir. Yapılması gereken bu yatırımların finansmanı için başvuru en klasik yöntem mali sektör oyuncularının sağladığı finansman yöntemleridir. Çok bilinen ve kullanılan yöntem olan mali piyasalardan kaynak sağlama yolunun ekonomide başvuru tek yöntem olması ortaya çıkabilecek aksaklıklar karşısında ekonomik düzeni alternatifsiz bırakabilir.

Bu nedenle uzun zamandan beridir kullanılan ve tasarruf sahiplerinin ellerindeki kaynakların doğrudan, araçlar kullanılmaksızın yatırımcılara aktarılmasına yardımcı olan sermaye piyasalarının desteklenmesi, ekonomideki yatırım kaynaklarının çeşitlendirilmesi için son derece önemlidir. Sermaye piyasalarının şirketlere bahsettiğimiz kaynakları toplamak için başvurdukları yöntemlerin en önemlisi kendi paylarının halka arz edilmesidir. Bu yöntem neticesinde halka açılan şirketler kendilerine kaynak sağlamanın yanı sıra halka açılmadan evvel tabi oldukları denetimlerin dışında yatırımcılar ve ilgili resmi merciler tarafından da kontrol edildiklerinden kurumsal bir nitelik kazanmakta ve bunların neticesinde daha verimli bir şekilde çalışmaktadırlar. Dolayısıyla halka arzlar hem yatırımları için kaynak sağlamak niyetinde olan şirketler açısından, hem de sermaye piyasalarında gelişme sağladığı için sermaye piyasaları açısından önemli sonuçlar doğuran işlemlerdir.

Sermaye piyasalarına etki eden dinamikler son derece kuvvetlidir. Şirketler bu nedenle halka arz sırasında şirketlerinin değerlerinin doğru şekilde hesaplanmasını ve bunun neticesinde piyasadan temin edebilecekleri optimum miktarı elde etmek isterler. Oysa piyasada varolan ve yatırımcıların hareketleri gibi şirketler veya aracı kuruluşların kontrollerinden bağımsız olan etkenlerden dolayı henüz piyasada yeni işlem görmeye başlamış olan hisse senetlerinin değer kaybetmelerini istemezler. Henüz yeni piyasalara girmiş bir hisse senedinin, yeni yürümeye başlamış bir çocuk gibi, yürümeyi tam olarak öğreninceye kadar elinden tutmak gerekebilir. İşte henüz yeni işlem görmeye başlayan bir hisse senedinin piyasada işlem görmeye başlamasının ardından piyasada yerini alması ve piyasanın bu yeni hisse senedine alışincaya kadar geçen zamanda desteklenmesi fiyat istikrarı işlemleri yardımıyla gerçekleştirilmektedir. Manipülasyon ile aralarında çok ince bir çizgi bulunan fiyat istikrarı işlemleri sermaye piyasası işlemlerinin oldukça gelişmiş olduğu Amerika Birleşik Devletleri'nde uzun yıllardan beri uygulandığı, Para Birliği ile sermaye hareketlerinde kendi içinde yeni bir dönem açan

Avrupa Birliği'nde de bu işlemlerin gerçekleştirilebilmesine ilişkin düzenlemelerin yapıldığı göze çarpmaktadır.

Fiyat istikrarı işlemleri Türk Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda da yer bulmuştur. Ancak ülkemizde yapılan düzenlemeler, uzun yıllardan beri uygulamaların gerçekleştirildiği ve bu konularda deneyimlerin elde edildiği, daha derin sermaye piyasasına sahip olan ABD piyasalarına kıyasla henüz geridir. Halihazırdaki düzenlemelerle ek satış ve fiyat istikrarı işlemlerinin ülkemizde 2003 yılında yapılmış olduğu, ABD'de ise 1940 yılından bu yana konunun yetkili otoriteler ve sermaye piyasası aktörleri tarafından tartışıldığı göz önüne alındığında Türk Sermaye Piyasalarının bu konuda daha fazla yol kat etmeye ihtiyacı olduğu görülmektedir.

Fiyat istikrarı işlemleri bir hisse senedinin fiyatını yönlendirmek konusunda sadece piyasadaki gerçekleştirilen alımlar ile sağlanamamaktadır. Fiyat istikrarı işlemleri, halka arza karar verilmesinin ardından hisse senedi ile ilgilenebilecek potansiyel yatırımcıların davranışları göz önüne alınarak geliştirilen bir politika doğrultusunda gerçekleştirilmelidir. Hisse senedine yatırım yapan, halka arzın ertesinde ihraççının hareketlerini yakından takip eden ve buradan elde edilen verileri global konjonktür çerçevesinde değerlendirerek karar veren yatırımcılar için ihraççı tarafından fiyat istikrarı işlemlerinin uygulanmasına ilişkin elde edilen veriler oldukça önemli olabilmektedir.

Fiyat istikrarı işlemleri araştırmacılar tarafından oldukça tartışılan ve manipülasyona çok yakın bir çizgide yer aldığı belirtilen işlemler olsalar da sermaye piyasalarına yeni giren bir hisse senedinin işlem görmeye başladığı ilk bir aylık süre zarfında beklenmedik dış etkilere karşı yatırımcıları korumak açısından önemli bir işleve sahiptir. Belirlenen ve herkes tarafından bilinen kurallar içinde gerçekleştirilen bir fiyat istikrarı işleminin manipülasyona neden olması beklenmemeli ve bir şirketin uzun vadede şirket değerinin tespiti açısından varolan serbest piyasa ekonomisinin temelinde yatan "Görünmez El" mekanizmasına güvenmek gereklidir.

KAYNAKÇA

Makaleler

- AGGARWAL Reena.; **Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings**; June 2000, The Journal of Finance Vol. LV No: 3
- AGGARWAL Reena; **Allocation of Initial Public Offerings and Flipping Activity**; Haziran 2001
- PRABHALA N.R., MANJU Puri; **How Does Underwriters Price Support Affect IPOs? Empirical Evidence**, December 1998
- OEHLER Andreas, RUMMER Marco; SMITH Peter N., **The Existence and Effectiveness of Price Support Activities in Germany**, September 2004
- LEWELLEN Katharina; **Risk, Reputation and the Price Support of IPOs**, 2003, MIT Sloan School of Management
- TRICHARDT Anton; **Market Stabilization and the Green Shoe Option: Some Comments from Australia**, International and Comparative Law Journal, Vol. 4 Issue 3, 2002
- BENVENISTE Lawrence M., BUSABA Walid Y., WILHELM William J. Jr; **Price Stabilization as a Bonding Mechanism in New Equity Issues**; Temmuz 1995
- BODEN Neslihan, **Ek Satış Hakkının Kullanımı, Piyasa Yapıcılığı İşlevi Açısından Değerlendirilmesi, Çeşitli Ülke Uygulamaları (Overallotment Option)**, 1999, Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanlık Tezi

Yazılı Eserler

- TANÖR, Reha; **Türk Sermaye Piyasası, 1. ve 2. Cilt**, Ekim 1999, Beta Yayınevi

Mevzuat

- Türk Ticaret Kanunu
- Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğleri
- Avrupa Birliği Mevzuatı
- Amerika Birleşik Devletleri Mevzuatı

İnternet Siteleri

Sermaye Piyasası Kurulu, www.spk.gov.tr

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, www.imkb.gov.tr

Securities and Exchange Commission, www.sec.gov

National Securities Dealers Association, www.nasd.org

Avrupa Birliği İnternet Sitesi, www.europa.eu.int

EK 1

2004 – 2006 Yılları Arasında Gerçekleşen Ve İzahnamelerinde Fiyat İstikrarı İşlemleri Uygulanabileceği Belirtilmiş Olan Halka Arzlar Ve Borsalarda İşlem Görmeye Başlamalarının Ardından Fiyat Seviyelerindeki Değişimleri

