



Yüksel, M., Açıkgöz, T. ve Gökten, S.(2023). Borsa İstanbul'da matruşka halka arzlar. *Scala Para, Ekonomi ve Yatırım Dergisi*, 1 (1), 78-86.

ÖZGÜN MAKALE

Başvuru: 28/10/2023

Kabul: 20/12/2023

BORSA İSTANBUL'DA MATRUŞKA HALKA ARZLAR

Matryoshka Initial Public Offerings in Borsa Istanbul

Metin YÜKSEL*

Türker AÇIKGÖZ**

Soner GÖKTEN***

* Bağımsız Araştırmacı, ✉metiny@iyisirket.com

** Arş. Gör., Başkent Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü ✉tacikgoz@baskent.edu.tr

İD 0000-0002-8362-4518

*** Doç. Dr., Başkent Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü ✉sgokten@baskent.edu.tr

İD 0000-0003-4213-1976

ÖZ

Borsa İstanbul'da halka arzlar son zamanlarda oldukça ilgi görmektedir. Özellikle son iki yıllık süreçte çok sayıda şirketin halka arz olması, bu halka arzların belirli süre tavan serileri yapması, yatırımcıların ilgisini çekmiş ve halka arzlara yönlendirmiştir. Öte yandan halka arz olan şirketlerde, şirket yapısının ve ortaklık ilişkilerinin incelendiğinde Matruşka Halka Arz olarak adlandırılabilir halka arzların da yaşandığı görülmektedir. Bu çalışmada Matruşka Halka Arz olarak belirttiğimiz halka arzların tanımı yapılmıştır. Matruşka Halka Arz, halka arz olmuş bir şirketin sırasıyla bağlı ortaklık ve/veya iştiraklerini halka arz etmesi suretiyle, aynı varlıkları ve bu varlıkların değeri ile nakit akışı yaratma sürecini, birden fazla kez halka arz etmesi olarak tanımlanabilir. Bu çalışmada bu süreç anlatılmış olup bu halka arzların yanlışları/eksikleri tartışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İlk halka arz, finansal piyasalar, konsolide işletmeler

ABSTRACT

Initial public offerings (IPO) in Borsa Istanbul have attracted considerable attention recently. Especially in the last two years, the fact that a large number of companies went public and that these public offerings had a series of ceilings for a certain period of time attracted the attention of investors and led them to public offerings. On the other hand, when the company structure and shareholding relationships of the IPO companies are analyzed, it is seen that there are also IPOs that can be called Matryoshka IPOs. In this study, the definition of public offerings, which we refer to as Matryoshka IPOs, has been made. A Matryoshka IPO can be defined as the process of public offering the same assets and the value of these assets and the process of generating cash flows by public offering the same assets and the value of these assets to the

public more than once by public offering the subsidiaries and/or affiliates of a publicly traded company respectively. In this study, this process is explained and the mistakes/deficiencies of these IPOs are discussed.

Keywords: Initial public offering, financial markets, consolidated enterprises

1. GİRİŞ

İşletmeler günümüz ekonomik sisteminin en temel yapı taşlarını oluşturmaktadır. İşletmeler, faaliyetlerini sürdürme, yeni yatırımlar ile büyüme ve işletme sermayelerini yönetme gibi amaçlarla kaynak arayışına yönelmekte ve finansman ihtiyaçları doğmaktadır. İşletmelerin finansman ihtiyaçlarını giderdiği yer ise finansal piyasalar olarak adlandırılabilir. Her ne kadar finansal inovasyonlar ile farklı yöntemler bulunmuş olsa da işletmelerin finansman açısından temelde iki aracı bulunmaktadır. Bunlar (i) borçlanma ve (ii) özkaynak şeklinde ayrılabilir. Günümüzde Türkiye borsasında oldukça popüler olan ve özkaynak artışı yoluyla finansman sağlayan yöntem ilk halka arzlardır. Bu halka arzlar yoluyla işletmeler ihtiyaç duydukları fonu sağlamaktadır.

Bu çalışmada yakın zamanda borsamızda görülen ve “Matruşka Halka Arz” olarak tanımladığımız ilk halka arzlar incelenmiştir. Öncelikle Matruşka Halka Arz kavramını tanımlanmıştır. Ardından bu tarz halka arzların değerlendirme açısından yol açtığı sorunlar sunulmuş ve incelenmiştir.

2. İŞLETMELERİN FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Borçlanma yoluyla finansman konusunda Türkiye’deki işletmelerin kısıtlı alternatifleri bulunmaktadır. Finansal gelişmişlik açısından incelendiğinde çeşitli nedenleri olsa da Türkiye’de esasen bankacılık sektörünün önemli etkisiyle tahvil piyasası yeterince gelişmemiştir. Bu sebeple şirketler genellikle banka kredisi ile borç finansmanına yönelmeyi seçmektedir. Öte yandan bu yolla finansman şirketleri finansal strese soktuğu için halka açık şirketler günümüzde yeni kredi kullanımına pek sıcak bakmamaktadır. Yakın tarihe kadar negatif reel faizin etkisiyle oldukça revaçta olan borçlanma ile finansman bugün özellikle halka açık şirketler için ikincil plana atılmıştır.

Şirketler için ikinci finansman yöntemi ise özkaynaklarla finansmandır. Finans teorisi açısından özkaynaklar en yüksek maliyetli finansman modelidir ve bu sebeple zorunda kalınmadıkça tercih edilmemektedir. Bunun başlıca sebepleri ise özkaynak sağlayan ortakların maliyetlerinin, kreditorlere kıyasla daha yüksek olması ve özkaynaklara yönelen ödemelerin (temettü gibi) vergi kanunlar gereğince matrahtan düşülememesidir. Fakat kredi faiz oranlarının oldukça yüksek olduğu dönemlerde Türkiye’de de yakın zamanda gördüğümüz gibi, özkaynağa olan yönelim daha öncelikli hale gelebilmektedir.

3. HALKA ARZ YÖNTEMİYLE FİNANSMAN SAĞLAMA

İşletmeler özkaynak yöntemiyle finansman sağlamak adına yeni hisse senedi ihraç ederek bunları halka arz yoluyla ortaklarına satmaktadır. Eğer işletme halka kapalıysa ve organize bir piyasada işlem görmek amacıyla bunu ilk kez yapıyorsa, bu işlem ilk halka arz olarak adlandırılmaktadır. Öte yandan halihazırda organize bir borsada payları işlem gören bir işletme yeni hisse senedi ihraç ederek halka arz oluyorsa, bu işleme ikincil halka arz denilmektedir. Genellikle piyasa katılımcıları açısından bedelli sermaye artırımını olarak da bilinmektedir. Bu çalışmada özellikle hisse senedi borsasına ve ilk halka arz (Initial Public Offering – IPO) konusuna odaklanılmaktadır. Bu sebeple halka arz ifadesinin kullanıldığı zamanlarda, aksi belirtilmedikçe, ilk halka arz kastedilmektedir.

Halka arzlar, borçlanma araçlarının aksine şirketlere herhangi bir faiz ödemesine gerek kalmadan kaynak sağlamakta ve mevcut hissedarların (halka arz öncesi hissedarların) şirket paylarını organize bir piyasada satarak veya paylarının değerlendirilmesini sağlayarak servetlerini en üst düzeye çıkarmalarına olanak tanır (Loughran ve Ritter, 1995; Megaravalli, 2023). Şirketlerin halka arz olmalarının, fon sağlamanın yanı sıra bazı başka avantajları da bulunmaktadır. Şirketler, halka açılarak iş alanlarını çeşitlendirme imkanına erişmekte ve işletme yönetiminde koordinasyon başarısızlığını yönetmede yardımcı olmaktadır (Pagano, 1993). Bunun yanı sıra finans yazınında şirketlerin halka arz yoluyla faaliyetlerini çeşitlendirme imkanına eriştiği ve bu durumun faaliyet riskini azaltmakta olduğuna yönelik kanıtlar da bulunmaktadır (Shah ve Thakor, 1988). Her ne kadar halka arz olmak şirketler için avantajlı gibi görülse de aslında birçok sorunu, riski ve maliyeti de beraberinde getirmektedir. Çünkü halka açık olan bir işletme sürekli olarak halka karşı bir sorumluluk taşımakta ve işlem gördüğü organize sermaye piyasasının mevzuatına tabii olmaktadır. Örneğin, bu işletmeler sürekli olarak bağımsız denetimden geçen finansal tablolar yayınlamak zorundadır. Kamunun ve paydaşlarının sürekli gözetimi altında olmakta ve onlara karşı sorumluluk taşımaktadır.

4. MATRUŞKA HALKA ARZLAR – DEĞERLEME PROBLEMLERİ

Matruşka halka arz tanımını yapmadan önce halka arzlarda değerlendirme konusuna değinilmelidir. Şirketlerin halka arz olması, hisse senetlerinin belirli bir kısmını ilk halka arz yoluyla finansal piyasa katılımcılarının talebine sunmasıdır. Yatırımcılar, halka arz olacak şirketin halka arz sürecinde hisse senetlerini almakta ve şirkete ortak olmaktadır. Hisse senetlerinin bir varlık olduğu düşünüldüğünde, her varlık gibi pay senetlerinin de bir değeri bulunmaktadır. Bu değer bulunması işlemi değerlendirme olarak adlandırılmaktadır. İlk halka arzlarda, şirketler halka arz aşamasında yatırımcılara hisse senetlerini satılacağı fiyatın saptanması amacıyla değerlendirme yaptırmakta ve “Fiyat Tespit Raporu” hazırlamaktadır.

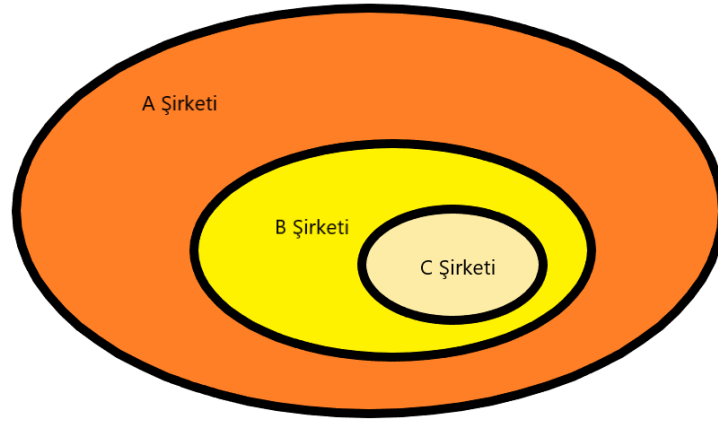
Bir şirketin değerinin tespitinde üç yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar; (i) gelir yaklaşımı, (ii) pazar yaklaşımı, (iii) maliyet yaklaşımı şeklindedir. Finans teorisi açısından değerlendirme yapmak adına gelir yaklaşımı temelinde bir inceleme yapacağız. Öte yandan pazar ve maliyet yaklaşımı belirli teorik kı-

sıtlamalara tabii olması sebebiyle çalışmanın ilerleyen kısımlarında dikkate alınmamıştır. Öte yandan elde edilen sonuçlar bu yöntemleri de kapsadığını belirtmeliyiz.

4.1. Matruşka Halka Arz Tanımı

Matruşka halka arzları tanımlamak için hayali bir şirket örneği düşünelim. A, B ve C şirketleri halka kapalı bir şirketler olsun. Bu şirketler arasındaki ilişki Şekil 1’de sunulmuştur.

Şekil 1. Matruşka Halka Arz Örneği



A şirket, B ve C şirketlerinin ana ortaklığı olsun. A şirketi B şirketi üzerinde mutlak kontrole sahip ve paylarının 50%'den fazlasını bulunduran şirkettir. Benzer şekilde, B şirketi de C şirketinin mutlak kontrolüne sahiptir.

Matruşka halka arz, bir şirket grubunun, ana ortaklıktan başlayarak diğer alt şirketlerinin sırasıyla büyükten küçüğe halka arz olması olarak tanımlanabilir. Bu alt şirketler, ana ortaklığın bağlı ortaklığı olabileceği gibi iştiraki de olabilirler. Bu süreç, meşhur Rus oyuncak bebeği olan Matruşka bebeklere benzemesi sebebiyle bu isimle tanımlamaktayız.

Örneğin matruşka halka arz sürecini şu şekilde özetleyelim. A şirketi ana ortaklık olarak halka arz olmaktadır. Bu noktada herhangi bir sorun yoktur. A şirketi halka arz olurken, elinde bulunan tüm varlıklar ve kaynaklar ile birlikte halka arz olmakta ve halka arza katılan yatırımcılar A şirketinin bu varlıklarının tamamına ve kaynaklarına ortak olmaktadır. Buna ortaklığın (şirket grubunun) birinci halka arz diyelim.

Esas sorun bu noktadan itibaren başlamaktadır. İkinci aşamada ise, B şirketinin halka arz olması söz konusudur. B şirketinin halka arz olması, bu şirketin varlık ve kaynaklarını yatırımcılara hisse senedi aracılığıyla, hissenin fiyatı karşılığında belirli oranda sunmasıdır. Bu duruma ise ortaklığın ikinci halka arzı diyelim. Fakat problemli olan durum, B şirketinin halka arz olmasıdır. Çünkü B şirketinin varlıkları halihazırda ortaklığın birinci halka arzı aşamasında halka arz edilmiştir. Ortaklığın gerçekleştirdiği bu ikinci halka arz ile birlikte gerçekte olan ise B şirketinin varlıklarının iki kez halka arz edilmesidir.

Bu duruma devam edersek, üçüncü aşamada C şirketinin halka arz olması söz konusudur. C şirketi halka arz olduğu noktada, bu şirketin sahip olduğu varlıklar gerçekte üç kez halka arz edilmiş olacaktır. Şöyle ki, ortaklığın ilk halka arzında A şirketi halka arz olurken, C şirketinin varlıkları A şirketinin C şirketindeki payı oranında halihazırda halka arz edilmiştir. Benzer şekilde B şirketinin halka arz edildiği ortaklığın ikinci halka arzında da C şirketinin varlıkları, B şirketinin bu şirket üzerindeki payı oranında halka arz edilmiştir. Bu ortaklığın üçüncü halka arz sürecinde ise C şirketinin varlıkları tekrardan halka arz edilmekte ve C şirketinin varlıkları üç kez halka arz edilmiştir.

Matruşka halka arz üç aşamalı olarak tanımlanmış olsa da teorik olarak düşündüğümüzde aslında bu aşamaların bir sonu yoktur. Esasen ana ortaklık olan A şirketi, teorik olarak, kendi şirket grubu altında sonsuza kadar şirket açıp bunları halka arz edebilir. Bunu matematiksel analiz (Calculus) teoremindeki sonsuz küçüklere (infinitesimal) benzetebiliriz. Bir şirketler grubunun ana ortaklığı olan A şirketi, varlıklarını sonsuza kadar giderek daha küçük parçalara bölüp bu parçaları sonsuz kez halka arz edebilir.

4.2. Firma Değerinin Tespiti

Finans kuramı bir firmanın değerini, firmanın yaratacağı serbest nakit akımlarının iskontolu bugünkü değeri olarak tanımlamaktadır. Bu değer tespiti aşağıdaki gibi formüle edilebilir.

$$D = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}, t = 1, 2, \dots \quad (1)$$

Denklem 1’de, D şirketin değerini simgelemektedir. Öte yandan FCF_t şirketin t zamandaki serbest nakit akışını, $WACC$ ise şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini göstermektedir. Formül 1 şirketin değerini göstermekte iken özkaynak değerinin tespiti için net borçlar bu değerden düşürülebilir ve hisse fiyatının tespiti için ise özkaynak değeri, hisse adedine bölünebilir.

4.3. Matruşka Halka Arzlar ve Değerleme Sorunu

Bölüm 4.1.’de sunulan örnek üzerinden devam ederek matruşka halka arzların sorunlarını değerlendirme açısından değerlendirelim. Tekrardan A şirketinin ana ortaklık olduğu şirket grubu üzerinden devam edeceğiz.

Ortaklığın ilk halka arzı olarak A şirketini ele alalım. Bu şirketin halka arzı esnasında değer tespiti denklem 2’deki gibi gerçekleştirilecektir.

$$D_A = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_{A,t}}{(1 + WACC_A)^t}, t = 1, 2, \dots \quad (2)$$

Denklem 2’de D_A A şirketinin değerini temsil etmektedir. $FCF_{A,t}$ A şirketinin t zamandaki serbest nakit akışını ve $WACC_A$ ise A şirketinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini göstermektedir.

Denklem 2’de değerlendirme teorisine göre A şirketinin değeri, A şirketinin bugünden sonsuza değin yaratacağı serbest nakit akışlarının bugünkü değerlerinin toplamıdır. Esasen şirket grubu, birinci halka

arzda durması durumunda bu noktada bir sorun görülmemektedir. Fakat esas sorun, ortaklığın ikinci ve üçüncü halka arzlarında ortaya çıkmaktadır.

A şirketinin değerinin tespitini içeren denklem 2 üzerinden devam edersek, aslında A şirketinin yaratacağı serbest nakit akışlarının bileşenlerine ayrılması ile sorun ortaya çıkmaktadır. A şirketinin serbest nakit akışlarını içeren $FCF_{A,t}$ aşağıdaki gibi bileşenlerine ayrılabilir.

$$FCF_{A,t} = FCF_{A',t} + FCF_{B,t} * S_{A \rightarrow B} + FCF_{C,t} * S_{A \rightarrow C} \quad (3)$$

Denklem 3'te yer alan değişkenleri tanımlayalım. $FCF_{B,t}$ B şirketinin yaratacağı serbest nakit akışlarını, $FCF_{C,t}$ ise C şirketinin yaratacağı nakit akışlarını temsil etsin. $S_{A \rightarrow B}$ A şirketinin B şirketi üzerindeki ortaklık payını, $S_{A \rightarrow C}$ ise A şirketinin C şirketi üzerindeki ortaklık payını temsil etsin. Öte yandan $FCF_{A',t}$ ise A şirketinin, iştirakleri ve bağlı ortaklıkları dışında kalan, kendi bireysel serbest nakit akışları olsun.

Bu noktada, A şirketinin t zamanda yaratacağı nakit akışı, A şirketinin bireysel olarak (iştirak ve bağlı ortaklıkları dışında) yaratacağı serbest nakit akışları ile bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin yarattığı nakit akışlarının, A'nın bunlar üzerindeki ortaklık payı oranında, toplanması suretiyle elde edilmektedir. Bir diğer deyişle, A şirketinin serbest nakit akışlarının hesaplanmasında ve hisse değerinin tespitinde, A şirketine ek olarak B ve C şirketlerinde yaratılan değer de ortaklık payı oranında değerlemesinin yapıp halka arz edildiği açıktır. Bu aşamada A şirketi halka arz edilmiş ve hisse satışında halka hem A şirketinin bireysel değeri, hem de B ve C şirketleri üzerindeki ortaklık payı oranında, B ve C şirketlerinde yaratılan değerlerin halka arzı gerçekleştirilmiştir.

Matruşka halka arzın ikinci aşaması asıl sorunun başladığı noktadır. İkinci aşamada B şirketinin halka arzını ele alalım. Burada değer tespitinin matematiksel gösterimini benzer şekilde Denklem 4'de sunalım.

$$D_B = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_{B,t}}{(1 + WACC)^t}, t = 1, 2, \dots \quad (4)$$

Denklem 4'te D_B B şirketinin değeri olsun. $FCF_{B,t}$ B şirketinin t zamanda yaratacağı nakit akışı iken ise B şirketinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini temsil etsin.

Finans teorisi açısından ele alındığında, B şirketinin halka arzında, B şirketinin değerinin tespiti yapılırken bu işletmenin bugünden sonsuza değin elde edeceği serbest nakit akımları iskonto edilmekte ve toplanmaktadır. Fakat esas soru şudur: B şirketinin değerinin tespitinde ve hisse fiyatının belirlenmesinde, bu şirketin serbest nakit akışları nasıl hesaplanmaktadır?

B şirketinin yaratacağı değer simgesi olarak serbest nakit akışlarını bileşenlerine ayırırsak denklem 5'i elde etmekteyiz.

$$FCF_{B,t} = FCF_{B',t} + FCF_{C,t} * S_{B \rightarrow C} \quad (5)$$

Denklem 5'te, $FCF_{B',t}$ B şirketinin t zamanda yarattığı serbest nakit akışıdır. Öte yandan, $FCF_{C,t}$ B şirketinin iştirak ve bağlı ortaklıklarından ayrı olarak, kendi başına yarattığı bireysel serbest nakit akı-

şını göstermektedir. $FCF_{C,t}$, C şirketinin yarattığı serbest nakit akışını, $S_{B \rightarrow C}$ A ise B şirketinin C şirketi üzerindeki ortaklık payını, dolayısıyla C şirketinin nakit akışları üzerindeki payını göstermektedir. Bu bağlamda, B şirketinin halka arzı aşamasında, B şirketinin bireysel yarattığı değer halka arz edilmekle birlikte, C şirketi üzerindeki ortaklık payı oranında bu şirketin yarattığı nakit akışlarının da halka arzı söz konusudur.

Son bir gösterim olarak C şirketinin de halka arzını gösterelim. C şirketinin değer tespitini Denklem 6'da gösterelim. Bu denklemde D_C C şirketinin değerini, $FCF_{C,t}$ C şirketinin serbest nakit akışlarını, $WACC_C$ ise C şirketinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini göstermektedir.

$$D_C = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_{C,t}}{(1 + WACC_C)^t}, t = 1, 2, \dots \quad (6)$$

Son olarak C şirketinin serbest nakit akışlarının bileşenlerinin gösterimini yaparak konuyu toparlayalım. C şirketinin serbest nakit akışlarının bileşenlerine bölünmesi Denklem 7'de sunulmuştur.

$$FCF_{C,t} = FCF_{C',t} \quad (7)$$

C şirketinin serbest nakit akışları, sadece C şirketinin yarattığı serbest nakit akışlarından oluşmaktadır. Çünkü örneğimize göre C şirketinin altında başka bir şirket kalmamıştır. Öte yandan belirttiğimiz üzere, bu süreç istenirse sonsuza kadar sürdürülebilir.

4.4. Matruşka Halka Arz ile Çoklu Değerlemeler

Bir önceki bölümde matruşka halka arz sürecini ve bir şirket grubunun halka arz aşamaları sunulmuştur. Bu süreç içerisinde halka arz edilen şirket değerleri gösterilmiştir. Bu noktada neden bu halka arzların matruşka olarak adlandırdığımızı gösterelim.

A, B, ve C şirketlerinin halka arzı dolayısıyla elde edilen değer şu şekildedir.

$$TD = D_A + D_B + D_C \quad (8)$$

Bu denklem üzerinden gidersek, TD toplam halka arzlardan elde edilen değer olsun. Matruşka halka arzlarda esas sorun, A şirketi halka arz edilirken B ve C şirketlerinin de halihazırda A şirketinin altında halka arz edilmesidir. Örneğin, A şirketinin bireysel, bağlı ortaklık ve iştirakleri haricinde kalan değeri $D_{A'}$ olsun. $D_{B'}$ ve $D_{C'}$ ise B ve C şirketlerinin bireysel değerleri olsun.

Dolayısıyla A şirketi halka arz olurken B ve C şirketleri de A şirketinin altında halka arz edilmiş olacaktır. Bununla birlikte A şirketinin de bireysel değeri halka arz edilmektedir.

$$D_A = D_{A'} + D_{B'} + D_{C'} \quad (9)$$

Bu noktada A değerinin halka arz edilmesi esnasında A şirketinin bireysel değeri, B şirketinin bireysel değeri ve C şirketinin bireysel değeri halka arz edilmektedir.

Öte yandan B şirketinin halka arzını ele alalım. Bu noktada B şirketinin halka arzında hem B şirketinin değeri, hem de C şirketinin değeri halka arz edilmektedir.

$$D_B = D_{B'} + D_{C'} \quad (10)$$

C şirketinin halka arzında ise yalnızca C şirketinin bireysel değeri halka arz edilmektedir.

$$D_C = D_{C'} \quad (11)$$

Peki gerçekte olan duruma gelirsek, basitçe bu grup şirketinin halka arzı tekrardan ele alınırsa, toplam yaratılan değer aşağıdaki gibi sunulabilir. TD teorik olması gereken değer iken TD* matruşka etkisiyle gerçekleşen değer olsun.

$$TD^* = D_{A'} + D_{B'} + D_{C'} + D_{B'} + D_{C'} + D_{C'} \quad (12)$$

Tekrardan toparlarsak,

$$TD^* = D_{A'} + 2 * D_{B'} + 3 * D_{C'} \quad (13)$$

Denklem 13 ile denklem 8 arasındaki farkı “Matruşka Halka Arz Etkisi” olarak adlandırabiliriz. Burada, ana ortağı A şirketi olan şirket grubunda yer alan şirketlerin sırasıyla halka arz olması sebebiyle B şirketi 2 kez, C şirketi ise 3 kez halka arz olmaktadır.

5. SONUÇ

Türkiye’de halka arzlar son dönemlerde oldukça popüler hale gelmiştir. Ülkemizde yaşanan halka arzların piyasaya ve etkinliğine etkisi tartışılmakla birlikte yatırımcılardan yoğun ilgi gördüğü açıktır. Öte yandan, bu halka arzlarda görülen önemli bir sorun “Matruşka Halka Arz” olarak tanımladığımız durumdur. Bu durum, bir şirket grubunun ana ortaklığından başlayarak sırasıyla altında bulunan iştirak ve bağlı ortaklıklarını halka açması ve bu bağlı ortaklıkların/iştiraklerin birden fazla kez halka arz edilmesi sorunudur. Çünkü ana ortaklık halka arz olduğu zaman sahip olduğu tüm varlıkları ve kaynakları ile birlikte halka arz olmaktadır. Bu süreçte ana ortaklığın altında yer alan bağlı ortaklık ve iştirakleri de onunla birlikte, onun bir varlığı olarak halka arz olmaktadır. Fakat ilerleyen süreçte şirket grubunda yer alan diğer şirketlerin de halka arz olmasıyla, aynı varlığın sermaye piyasasında birden fazla kez arzı gerçekleşmektedir.

Bu çalışmada “Matruşka Halka Arz” olarak adlandırdığımız bu durumun tanımlamasına yer verilmiş ve teorik olarak incelemesi gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın bulguları karar alıcılar ve finansal piyasa katılımcıları açısından önemli uygulamalar ve öneriler içermektedir. Örneğin, karar alıcılar sermaye piyasalarında fiktif halka arz olarak Matruşka Halka Arzları tanımlayabilir ve piyasa etkinliği için bunları önleyebilir. Uygulama tarafında ise yatırımcılar Matruşka Halka Arzları dikkatle inceleyerek ayrı varlığı birden fazla kez satın alma konusunda dikkatli olabilir ve önlem alabilirler.

İlerleyen çalışmalarda Matruşka Halka Arzların piyasalara olan etkisi incelenebilir. Buna ek olarak uygulamalı çalışmalar aracılığı ile bu süreçlerin dinamikleri incelenebilir. Son olarak, gelecekte yapılacak çalışmalar Matruşka Halka Arzların fiyat hareketlerini inceleyerek bunlara ilişkin bulgular sunabilir.

KAYNAKÇA

- Megaravalli, A. V. (2023). Initial public offering: a critical review of literature. *Qualitative Research in Financial Markets*, 15(2), 385-411.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The new issues puzzle. *The Journal of finance*, 50(1), 23-51.
- Pagano, M. (1993). The flotation of companies on the stock market: A coordination failure model. *European Economic Review*, 37(5), 1101-1125.
- Shah, S., & Thakor, A. V. (1988). Private versus public ownership: Investment, ownership distribution, and optimality. *The Journal of Finance*, 43(1), 41-59.