

T.C.
BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

İLK HALKA ARZLARDA
DÜŞÜK FİYATLAMA VE MALİYETLERE ETKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN
FAİK YİĞİT DEMETOĞLU

TEZ DANIŐMANI
YRD. DOÇ. DR. ÖZGE SEZGİN ALP

ANKARA – 2016

T.C.
BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

İLK HALKA ARZLARDA
DÜŞÜK FİYATLAMA VE MALİYETLERE ETKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN
FAİK YİĞİT DEMETOĞLU

TEZ DANIŐMANI
YRD. DOÇ. DR. ÖZGE SEZGİN ALP

ANKARA – 2016

KABUL VE ONAY SAYFASI

Faik Yiğit DEMETOĞLU tarafından hazırlanan İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Maliyetlere Etkisi adlı bu çalışma jürimizce Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Kabul (sınav) Tarihi : 08 / 02 / 2016

(Jüri Üyesinin Unvanı, Adı - Soyadı) :

İmzası :

Prof. Dr. Fazıl GÖKGÖZ

Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU

Yrd. Doç. Dr. Özge SEZGİN ALP

Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

...../...../2016

Prof. Dr. Doğan TUNCER

Enstitü Müdürü

ÖZET

İşletmelerin halka açık olarak işlem gördüğü piyasa; Borsa İstanbul ya da kısaca BİST adıyla geçmektedir. Türkiye'de 1985 yılında ilk olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adıyla açılan ve 2013'te "Borsa İstanbul (BİST)" adını almıştır. BİST, sermaye piyasasında faaliyet gösteren Türk ve yabancı kaynaklı bankalara, aracı kurumlara saklama ile takas hizmeti vermektedir. Halka arz, hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışı olarak tanımlanmaktadır. Bir diğer tanım olarak; işletmelerin, kaynak ihtiyacını karşılamak amacıyla özkaynak yoluyla senet ihraç ederek kaynak sağlamasıdır.

Halka arz edilen işletmeler için çeşitli fiyatlama yöntemlerinden bahsetmek mümkündür. Bu yöntemler arasında işletmeler açısından yaygın olanı; düşük fiyatlandırma. Halka arz işlemlerinde düşük fiyatlama olgusu üzerinde çok fazla durulmaktadır. Finans literatüründe, hisse senetlerinin gerçek değerinin altında bir fiyatla satışa sunulması "düşük fiyatlama" olarak adlandırılır. Bu alanda yapılan çalışmalar; ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performanslarını belirlemek içindir. Genellikle ilk halka arzların halka arz edildikleri ilk gün piyasa performansının üzerinde bir getiri sağladığı sonucuna ulaşmıştır.

Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da 1993 - 2014 yılları arasında halka açılan şirketlerin analizi yapılmıştır. Düşük fiyatlandırma kullanılıp kullanılmadığı test edilerek, bu işlemin şirketlere maliyeti ve toplam hasılatı ne yönde değiştirdiği araştırılmaya çalışılmıştır. Sonuç olarak, teze konu olan 280 şirketten 209'unda düşük fiyatlandırma gözlemlenmiş ve toplam maliyetin hasılat içerisindeki yüzdeleri incelendiğinde düşük fiyatlandırma ile paralel bir yapıda seyrettiği bulgusuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Halka Arz, Düşük Fiyatlama, Borsa İstanbul, Düşük Fiyatlandırma Maliyeti.

ABSTRACT

The market in which enterprises are publicly trading is called as Borsa Istanbul abbreviated as BIST. It was firstly opened with the name of Istanbul Stock Exchange in 1985 in Turkey and named as “Borsa Istanbul (BIST)” in 2013. BIST provides custody and clearing services for Turkish and foreign banks and stockbrokers carrying on business in the capital market. Public offering is defined as the sale of securities by publication or by invitation to lots of previously unknown investors. It also means that enterprises raise funds by issuing security through equity for meeting the resource need.

It is possible to mention various pricing methods for enterprises offered to the public. The most common of these methods for enterprises is low pricing. Low pricing case is over-emphasized in public offering transactions. In finance literature, the fact that securities are offered for sale by a price less than its actual value is called as “low pricing”. Studies made in this field are for determining the short-term price performances of securities offered to the public for the first time. It was concluded that initial public offerings generally provided a return above the market performance on the first day when they were offered to the public.

In this research, the analysis of publicly listed companies was made between the years of 1993 and 2014 in Borsa Istanbul. Whether low pricing is used or not will be confirmed. If used, the cost of this transaction for companies and its share in total revenue will be the results to be obtained from the research.

Key Words: Public Offering, Low Pricing, Borsa Istanbul, Low Pricing Cost

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	I
ABSTRACT	II
TABLolar LİSTESİ	V
GRAFİKLER LİSTESİ.....	VI
KISALTMALAR DİZİNİ	VII
GİRİŞ	1
1. HALKA ARZ.....	3
1.1. Halka Arz Kavramı.....	3
1.1 Halka Arz Yöntemi İle Şirketlere Sağlanacak Avantajlar	5
1.2 Halka Arz Yöntemi İle Şirketlere Sağlanacak Dezavantajlar.....	7
1.2. Halka Arzın Türleri	8
1.2.1. Birinci El Piyasasında Halka Arz.....	8
1.2.2. İkinci El Piyasasında Halka Arz	9
1.2.3. Karma Halka Arzlar	9
1.3. İşletmeleri Halka Arza Yönlendiren Etmenler	10
1.4. Halka Arz Yöntemleri	12
1.4.1. Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Açılma	13
1.4.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Açılma	15
1.4.3. Mevcut Payların Satışı ve Sermaye Artırımı Yöntemlerinin Birlikte Uygulanması	
	18
1.5. Hisse Senetlerinin Halka Arzında Satış Yöntemleri.....	18
1.5.1. Talep Toplama Yöntemi	19
1.5.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi	20
1.5.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplanması.....	21
1.5.1.3. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi.....	21
1.5.2. Talep Toplamaksızın Satış	22
1.5.3. Borsada Satış Yöntemi.....	22

1.6. Halka Arzda Aracılık Faaliyetleri.....	23
1.6.1. Halka Arza Aracılık Türleri	27
1.6.1.1 Aracılık Yüklenimi	28
1.6.1.2 En İyi Gayret Aracılığı.....	29
2. DÜŞÜK FİYATLANDIRMA (UNDERPRICING)	31
2.1 Düşük Fiyatlandırma Hipotezleri	32
2.2 Düşük Fiyatlandırma İle İlgili Literatür Çalışmaları	35
3. BORSA İSTANBUL (BİST)'DE İLK HALKA ARZLARDA DÜŞÜK FİYATLANDIRMA ANALİZİ.....	47
4. SONUÇ	56
KAYNAKÇA	59
EK 1 : Araştırmaya Konu Olan 1993 - 2014 Yılları Arası Veri Seti Analizi	67
EK 2: Araştırmaya Konu Olan 1993 - 2014 Yılları İşletmelerin Aracılık Yüklenim Şekli, Halka Arz ve Satış Yöntemi.....	84

TABLULAR LİSTESİ

Tablo İsmi	Sayfa
Tablo 1: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Düşük Fiyatlama İle İlgili Çalışmalar..	42
Tablo 2: Halka Arz Edilen Şirketin Maliyet Dağılımı	57
Tablo 3: Günlük Getiri Yüzdeleri Aynı Olan Şirketlerin Toplam Hasılat Oranları.....	60

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik İsmi	Sayfa
Grafik 1: 1993 - 2014 Yılları Arası Halka Arz Edilen Şirketlerin Yüzde Dağılımı	54
Grafik 2: 1993 Yılında Halka Arz Edilen Şirketlerin Günlük Getiri ve Toplam Hasılat Yüzdeleri	58
Grafik 3: 2002 Yılında Halka Arz Edilen Şirketlerin Günlük Getiri ve Toplam Hasılat Yüzdeleri	59
Grafik 4: Düşük Fiyatlandırma Görülmeyen Şirketlerin Günlük Getiri ve Yüzde Dağılımları	60

KISALTMALAR DİZİNİ

İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
BİST	Borsa İstanbul
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
IPO	Initial Public Offering
GİP	Gelişen İşletmeler Piyasası
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
SPO	Secondary Public Offering

GİRİŞ

İşletmelerin finansal kaynakları iki gruba ayrılmaktadır. İşletmelerin kendi kaynakları dışındaki ortaklarından veya kaynaklarından sağladıkları kaynaklar yabancı kaynaklar olarak adlandırılmaktadır. Yabancı kaynaklar, alınan fonların geri ödeme zamanına göre ikiye ayrılmaktadır; kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar.

Kısa vadeli yabancı kaynaklar süresi bir yıl veya daha kısa süreli yabancı kaynaklardan oluşmaktadır. Genellikle kısa vadeli yabancı kaynaklar; dönen varlık, alacak ve stok kalemlerini finanslamada kullanılır.

Uzun vadeli yabancı kaynaklar ise işletmenin fonu ödemesi için bir yıldan daha fazla süreye ihtiyaç duyacağı yabancı kaynaklardır. Genellikle bu yabancı kaynaklar işletmeye makine, donanım, araç – gereç, bina veya taşıt gibi duran varlık alımlarında finansman kaynakları olarak kullanılırlar. Çünkü işletmeye alınacak bina, taşıt, araç – gereç gibi kalemlerin yüksek fiyatlarından dolayı uzun vadede finansman tercihi kullanılmaktadır. Uzun vadeli yabancı kaynaklar altında banka kredileri, finansal kiralama (leasing), forfaiting gibi finansman seçenekleri bulunmaktadır.

İşletmenin kurulduğu andaki ortaklarının şirkette söz sahibi olmak için koydukları kaynaklar, özkaynaklardır. Özkaynak ile finansmanın bir diğer yolu ise işletmeler için halka arz yoluyla finansman seçeneğidir.

İşletmeler, mevcut sermayenin bir kısmını ortak satışı şeklinde halka arz edebilmektedir. Bu işleme ek olarak sermaye artırımını ile de ortakların rüçhan haklarını kısıtlayarak da halka arzı tercih edebilmektedir. İşletmelerin tercihi olarak her iki yöntem de birlikte uygulanabilmektedir.

Düşük fiyatlandırma olgusu, aktif rol oynayan yatırımcıları ilk halka arzlarda yardımcı olmak veya ikna etmek için kullanılan etkili bir araçtır. Şirketler tarafından ihtiyaç duyulan sermaye ihtiyacı halka arz edilerek sağlanabilmektedir. Halka arz edilirken hisse senetlerinin fiyatları her zaman gerçek değerini tam olarak yansıtmayabilmektedir. Dolayısıyla halka

açılmak isteyen bir firmanın, halka arzdan maksimum faydayı sağlayabilmesi için; hisse senetlerini gerçeğe uygun değeri üzerinden ihraç etmesi gerekmektedir.

Halka arz için önemli konulardan birisi de; hisse senedi fiyatının doğru tespit edilmesidir. Bu fiyatın doğru tespit edilmesi başarılı bir halka arzı temsil etmektedir. Bu bilgilerden yola çıkarak; halka arz konusu son yıllarda yapılan akademik çalışmalarda başı çekmektedir. Bu yapılan çalışmalarda halka arz yöntemlerinin etkinliği temel konulardan birini oluşturmaktadır. Yapılan bir çok ampirik çalışma bu yöntemlerin birbirlerine olan üstünlüğü açıklamaya çalışmıştır. Halka arz yöntemlerinin etkinliğine yönelik bu araştırmalarda "Hangi halka arz yöntemi daha fazla düşük fiyatlandırmaya yol açmaktadır?" sorusunun cevabı bulunmaya çalışılmıştır.

Hisse senedi fiyatlarının belirlendiği piyasalarda ilk günde oluşan işlem hacmi ve işlem hacmini belirleyen unsurlar gibi durumlar önem taşımaktadır. İşlem hacmi, ekonomik faaliyetlerin düzeyini ve belirli piyasalardaki fiyatları etkilediği için önemlidir. Literatürde yapılmış olan pek çok çalışmada işlem hacminin büyüklüğü ile hisse senedi fiyatı arasında ilişkinin var olduğu saptanmıştır. Bazı çalışmalar iki değişken arasında tek yönlü bir ilişki saptarken, bazılarında ise çift yönlü bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Bu çalışmada; Borsa İstanbul'da 1993 - 2014 yılları arasında halka açılan şirketler analiz edilerek, ilgili yıllarda ülkemizde düşük fiyatlandırmanın varlığı araştırılmış, düşük fiyatlandırmanın şirketlere olan maliyetleri ve toplam hasılat içinde ne kadar yüzdelere sahip oldukları incelenmiştir. Bu veriler istatistiki olarak analiz edilmiş, elde edilen bulgular ampirik düzeyde yorumlanmıştır.

1. HALKA ARZ

1.1. Halka Arz Kavramı

Günümüzde şirketlerin sermaye ihtiyacı ekonomik koşulların getirdiği ağır bir koşul olmaktadır. Bu ihtiyaçlar, uzun vadeli fon kaynağını etkin bir yoldan sağlanarak, aynı zamanda ekonomik gelişimin de desteklenmesi olarak doğmuştur.

Halka arz; anonim işletmelerin kaynak finansmanları için kullandığı finanslama yöntemidir. İşletmelerin açısından en önemli sermaye kaynaklarından birisini de yapılan halka arz işlemi oluşturmaktadır. Yatırımcılar için halka arz büyük önem taşımaktadır. Bunun sebebi ilk halka arz edilen hisse senetlerinin yatırımcısına ne kadar sermaye kazancı sağlayabileceği konusudur. İşletmeler, ilk halka arzlar sayesinde alternatif bir finansman kaynağına rahatlıkla erişebilmektedir. Bu finanslama yönteminde öz kaynak ihraç ederek fon sağlamak hedeflenmektedir. Halka açılan kurumun değerli kağıtlarının alınması o kurumda kişinin sahip olduğunu, söz hakkını temsil etmektedir. Şirketler halka açılarak borsada işlem görmeye başlarlar. Bu sayede hem kurumun piyasa değeri hem de gücü ortaya konmuş olur. Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu'nun 11. maddesine göre 250 den fazla pay sahibi veya ortağa sahip olan şirketler halka arz edilmiş olur. Eğer halka arz işlemi şirket için ilk kez uygulanıyorsa; halka açılma adını almaktadır.¹ Önceden hisse senetlerini halka arz etmiş ortakların, tekrar hisse senedi arz etmelerine yeni hisse senedi arzı veya ikincil halka arz adını almaktadır. Eğer halka arz ilk defa yapılırsa kapalı bir anonim şirket tarafından halka açılma adını almaktadır.²

Literatürde karşımıza çok fazla halka arz ve halka açılma kavramlarının tanımları çıkmaktadır. Ancak bu tanımlar birbirlerinden çok da uzak değiller. Halka arz tanım olarak; işletmelerin kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu doğrudan finansman yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır.³ Halka açılmanın tanımı ise biraz daha farklı olarak; halka kapalı bir işletmenin ticari yaşamı boyunca herhangi bir aşamasında kullandığı alternatif bir finansman yöntemidir (Ceylan, 2003). Bu tanımlardan yola çıkarak halka açılmanın sadece ilk halka arzları ifade ettiği görülmektedir. Önceden halka arz işlemin gerçekleştirmiş işletmelerin,

¹ Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme 2014.

² SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları 2012.

³ www.spk.gov.tr, 2010.

tekrar hisse senedi arz etme işlemine yeni hisse senedi arzı veya ikincil halka arz denilmektedir⁴.

İkincil halka arzlar genellikle halka açık şirketlerin ek finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla yapılmaktadır. Mevcutta bulunan hisse senetlerine ek olarak yeni hisse senedi arz etmeleridir. Bu durumun sebebi ikincil halka arz olarak ifade edilmesi şirketin hisse senetlerinin zaten borsada işlem görmesi ve yeni arz fiyatının mevcut piyasa fiyatına dayanarak belirlenmesidir (Brigham, Ehrhardt, 2005).

Halka arz kavramının genel tanımı bir ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu alternatif bir finansman yöntemi olarak tanımlanabilir (Uşaklı, 2010). Başka bir deyişle; halka arz kısaca şöyle tanımlanabilir: "Hisse senetlerinin, çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışı"⁵.

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. Maddesinin (f) bendine göre ise halka arz; "Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı" ifade etmektedir.

Halka satış için çağrıda bulunulması için tanımında yer alan "Her türlü yoldan çağrıda bulunma" kavram içerisinde yer alan "Her türlü yol" ifadesi; sözlü, yazılı veya elektronik olarak her yol ile yapılabilmesini ifade etmektedir. Kanuni tariflerde halka çağrı ise; sözlü veya yazılı bir şekilde, çok sayıda ve belirsiz kişilere, sermaye piyasası araçlarını satın almaları için her türlü yoldan duyuru yapılması anlamına gelmektedir. Yapılacak duyuru yazılı basın, medya aracılığı ile yapılabilir. Bunun yanısıra el ilanlarının dağıtılması, ilan panolarına asılması, internet ilanlarını ve hatta PTT kanalını bile dahil etmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. Maddesinde yer alan "çağrı" kavramı, "davet" anlamına gelmektedir. Yapılacak çağrı ile tüm halka iletilebileceği gibi, belirli meslek sahiplerine veya belirli nitelikteki kişilere de iletilebileceğini ifade etmektedir (Ünal, 2010). Halka arz ve halka açılma literatürde karşımıza çıkan iki kavram olmaktadır. Halka arz, halka

⁴ www.spk.gov.tr, 2010.

⁵ Muhasebetürk. Halka Arz Etmek ve Borsada İşlem Görmek, 2008.
<http://muhasebeturk.org/borsahakkinda-bilgiler-tiklayiniz-/halka-arz-veborsada- islem-gorme.html> [10.05.2015].

açılmaya göre daha geniş bir çerçeveye sahip olmakla birlikte, "Halka arz"; birden fazla kez halka satışı gerçekleştirilmiş hisse senetleri için kullanılmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesi (e) bendinde halka açık anonim ortaklık, "payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklık olarak" tanımlanmıştır. İlgili kanunun 16. maddesine göre ise; bir anonim ortaklığın, hisse senetlerini halka arz etmeksizin halka açık anonim ortaklık statüsüne tabi olabilmesi için ise, pay sahibi sayısının 500'ü aşması gerekmektedir. Halka arz edilmiş sayılan bu anonim ortaklıklar, halka arzın anonim ortaklıklara getirdiği ek yükümlülöklere tabi olurlar.⁶

Halka açık anonim ortaklık olması; SPK'ya tabi olarak Kurul'un kaydına girilmesidir. Şirket payların Kurul kaydına girmesi işletmeleri Sermaye Piyasası Mevzuatına ve Kurul kararlarına uymakla yükümlü hale getirmektedir.

1.1 Halka Arz Yöntemi İle Şirketlere Sağlanacak Avantajlar

Şirketler açısından halka açılmanın başlıca avantajları olarak;

- Yeni finansman kaynağı yaratma,
- Likidite sağlama,
- Şirketlerin tanıtımı,
- Kurumsallaşma,
- İkincil halka arz ve sermaye artırımı imkanı gibi bir çok avantajı olduğu görölmektedir.

Yeni finansman kaynağı; işletmeler sahip oldukları payları yüksek fiyatlarla halka arz ederek, mevcutta bulunan alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetli ve uzun vadeli bir kaynak elde etmeyi beklemektedirler. Emisyon primi yapılan halka arz işlemlerinde nominal değerin üzerinde pay satışı ile elde edilmektedir. İşletmeler belirli bir süre içinde faiz ve anapara ödemezler. Bu işleme ek olarak işletmeler, halka açıldıktan ve payları Borsa İstanbul (BİST) işlem gördükten sonra; kredi kullanma, borç senedi ihraç etme gibi yararlarından faydalanarak finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler.

⁶ Sermaye Piyasası Kanunu (6362 S.K.). Resmi Gazete, 28513, Aralık 2012.

Likidite; işletmeler için her zaman önemli bir konu olmuştur. Yapılan halka arz işlemi sonrasında arz edilen paylar organize bir piyasada istenilen zaman diliminde, piyasa arz ve talebine göre oluşan fiyatlardan alım ve satımına imkan tanımaktadır. Bu sayede de mevcut ortaklarına kayda değer bir likidite imkanı sunmuş olacaktır.

Şirketlerin tanıtımı; işletmeler açısından paylarının tanınması ve alınması büyümeleri açısından önemli bir konu olmuştur. İşletmeler bu tanınma işlemini halka arz işlemi sırasında izahname yayınlama ve reklam verme ile kendi tanıtımlarını yapabilmektedirler. İşletmelerin bilgi dağıtımı yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda tanınmasına yardımcı olmaktadır. İşletmelere sağlanan yaygın tanınmanın avantajı olarak yurtiçi ve yurtdışında yerleşik bulunan ve aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerle işbirliğine gidebilmesine, ortak girişim oluşturmaya ayrıca ek olarak benzeri konularda çalışmalar yapılabilmesine imkanı tanımaktadır.

Kurumsallaşma; ülkemizde bir çok işletmede aile şirketi olma özelliği bulunmaktadır. Bu durum işletmelere genellikle ömür ile ilgili bilgileri de sunmaktadır. İşletmenin kurucusu olan ya da yönetimde söz sahibi olan aile bireylerin ömürleri aynı zamanda işletmelerin ömürlerini de göstermektedir.

Halka arz; işletmeler halka açılarak yatırımcısı, aracı şirketi, piyasayı gibi dışarıda olanlara karşı şeffaf olma, kamuyu eksiksiz ve zamanında bilgilendirme gibi sorumlulukları doğmaktadır. Dışarıya sağlanan veriler ile işletmeler bağımsız dış denetim yapan firmalar, yatırımcılar, piyasanın gözünde güven kazanmaktadır. Sağlanan güven ile muhasebe standartlarını tamamen uyguladıkları da görülmektedir.

İşletmeler açısından sermaye artırımı ve ikincil halka arz için imkan; hisse senetlerinin arz edilmesinden sonra ortaya çıkacak kaynak gereksinimi mevcut ortakların pay alma haklarını tamamen veya kısmen kısıtlanmasıyla gerçekleşecek "İkincil Halka Arz" yoluyla karşılanabilmektedir. Bu işleme ek olarak sermaye artırım yoluna da başvurabilirler. İşletmeler için halka arz işlemi ile sağlanan avantajlar, halka arz işlemi de teşvik etmektedir.

1.2 Halka Arz Yöntemi İle Şirketlere Sağlanacak Dezavantajlar

Halka arz fikri kurumlarda avantaj sağladığı gibi bazı endişeler de yaratmaktadır.

- Halka arz işlemleri ile yeni bir Kurul'un denetimi ve gözetimi altına girmesi,
- Halka arz edilme işlemi sonrasında yeteri kadar rağbet görmemesi ile oluşacak itibar kaybı,
- İşletmeler açısından önemli bir konu olan fiyat politikasının gerçekçi olmama düşüncesi,
- Maliyetli bir iş olan halka arz işlemi işletmeler açısından daha da maliyetleri artırabileceği düşüncesini güçlendirmesi,

Temelde BIST'de işlem gören işletmelerin yasal ve ekonomik yapısı değiştirmektedir. İşletme yöneticisi veya yönetim kurulu artık özel bir şirketin sahiplerinin isteklerine göre hareket etmek yerine, halka arz edilme ile oluşan ve dağınık halde bulunan sahiplik yapısına karşı sorumludur. Daha önce de belirtildiği gibi işletmeler şeffaf olmak durumundadır, bu durum halka karşı paylaşılması anlamına da gelmektedir (Draho, 2004). Bu durum işletmelerin halka arz işlemleri ile sağlayacakları fayda ve fırsatları yönetim kadrosuna sunmaktadır. Halka arzın temelinde ihtiyaç duyulan finansmanın sağlanması yer almaktadır. Finansman temini yanında işletmelere sağlayacak başka değerler de bulunmaktadır. Bunlar; işletmenin piyasada sahip olduğu değerinin yükselmesi, işletmeye ait olan hisse senetlerinin değer görmesi sayesinde nakit değerinin artması, işletmelerin geniş kitlelerce tanınmasının sağlanması, kurumsallaşma, oluşabilecek riskleri dağıtma, kredi kullanabilme (kredibilite) gücünü arttırma, globalleşme, işletme imajını güçlendirmek ve işletmede çalışanların motivasyonunun artması vb. konularda önemli fayda ve fırsatlar işletmeye değer kazandırmaktadır.

İşletmelerin büyükükleri katlandıkları maliyetleri ve borçlanmalarını doğrudan etkilemektedir. Bu noktada iç kaynaklarla veya borçlanma yoluyla fon sağlama işlemi işletmeler açısından yetersizlik veya yüksek maliyet sonucunu doğurmaktadır. İşletmelerin artan sermaye ihtiyaçlarını karşılamaları için sermaye piyasalarına yönelmeleri bu sebepten kaynaklanmaktadır. Ayrıca bu işlemler sermaye piyasasının hem gelişmesi ve hem de derinlik kazanması açısından oldukça önemlidir (Kıymaz, 1997). İşletmeler halka arz işlemleriyle hem ekonomik olarak büyüme ve kalkınma işlemlerini hem de mevcut sermayenin tabana

yayılmasını sağlamış olmaktadır. İşletmeler halka arz edilirken özellikle ilk seferinde bu işlemi önemle ele alması gerekmektedir. Bu karar stratejik bir karar olmakla birlikte başarılı ve büyüyen işletmeler için ilk halka arz, tasarruf sahiplerinden elde edilecek kaynak akışı ile devam eden büyümenin daha hızlı olmasını sağlayan bir fırsattır⁷.

Halka açılma işleminin işletmelere sunduğu pek çok fayda ve fırsat olduğu dile getirilmiştir. Bunun yanı sıra halka arz işlemi işletmelere maliyet yükü de getirmektedir. Uzayan formalite işlemlerin çokluğu ve sürecin çok uzun olması, halka arz edilerek yeni bir otoritenin denetimi ve gözetimi altına girilmesi, işletme üzerinde bulunan hakimiyetin kaybedilmesi, hisse senetlerine beklenen düzeyde talep alınamaması durumunda oluşacak kötü imaj ve beraberinde itibar kaybı korkusu gibi sakıncaların da var olacağı şüphesizdir. İlk halka arz işlemlerinde işletme halka açılmanın sunduğu avantaj ve dezavantajları birlikte değerlendirerek kararını vermesi gerekmektedir. Bu bilgiler ışığında halka açılma işleminin işletmeler açısından bir tercih olduğunu söylemek mümkündür.

1.2. Halka Arzın Türleri

Halka arz işlemi gerçekleştirildiği piyasaya göre 3 ayrı türde yapılmaktadır. Bunlar; yeni ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının halka arzı, sermaye piyasası araçlarının bu araçları elinde bulunduran kişiler tarafından halka arz edilmeleri ve bu iki türün birleşiminden oluşan "karma halka arz"lardır.

1.2.1. Birinci El Piyasasında Halka Arz

Birinci el piyasasında halka arz; yeni ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının halka satışını ifade etmektedir. Bu piyasada fon talep edenler tarafından ihraç edilen hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçları tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmek isteyenlerle ilk kez buluşmaktadır (Göktürk, 2013). Henüz yeni ihracı yapılan sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırımcılar, bu araçların ilk sahibi olacaklardır. Bu nedenle, sermaye piyasası araçlarının ilk sahiplerine ulaştırılmasını konu alan bir birinci el piyasası işlemi söz konusu olmaktadır. "Initial Public Offering (IPO)" terimi İngilizce'de birinci el piyasasının halka arz kavramının karşılığını oluşturmaktadır. Bu piyasada gerçekleştirilen

⁷

www.deloitte.com, 2008.

halka arz işlemlerinin temel özelliği; satıştan elde edilen gelirin doğrudan ihraç edene kalmasıdır. Zira bu piyasada gerçekleştirilen işlemlerde, satıcı konumunda bulunan ihraççı kuruluştur.

İhraççı kuruluşun satıcı konumunda bulunduğu ve yeni ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarını satışa sunduğu tüm işlemler, birinci el piyasasında halka arz (IPO) işlemi niteliği taşırlar (Ayoğlu, 2008).

1.2.2. İkinci El Piyasasında Halka Arz

İkinci el piyasasında halka arz, daha önce ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kimseler tarafından halka satılmasını ifade eder. "Portföyden satış" terimi de bu tarz halka arz işlemi için kullanılmaktadır. İkinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde, satıştan elde edilen gelir, ihraççıya değil; satıcı konumunda bulunan halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluşa ait olmaktadır. "Secondary Offering" yada "SPO" bu türdeki halka arz işlemleri İngilizce adı olarak geçmektedir.

İkinci el piyasalarında piyasa istikrarı için güven önem arz eden bir konu olmaktadır. Söz konusu güvenin sağlanabilmesi amacıyla SPK 14. maddede, ikincil piyasa işlemleri açısından ihraççıya yönelik bazı mükellefiyetlere yer verilmiştir. İlgili kanun gereği; ortaklıkların, ihraç ettikleri menkul kıymetlerin ikinci el piyasasının oluşması durumunda, Sermaye Piyasası Kurulu mali tabloların bağımsız denetim kuruluşları vasıtasıyla incelenmesi ve rapora bağlanması, bu tablo ve raporlarla sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyecek önemli gelişmelerin kamuya duyurulması zorunluluğu getirilmektedir.

Şirketlerin mali tablolarının bağımsız denetim kuruluşları vasıtasıyla incelenmesi ve rapora bağlanması, bu tablo ve raporlarla sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyecek önemli gelişmelerin kamuya duyurulması gereklidir (Göktürk, 2013).

1.2.3. Karma Halka Arzlar

Yukarıda belirtilen iki halka arz türü; birinci ve ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemleri tek bir halka arz işleminin bünyesinde birleştirebilir. İki ana tür olan birinci

ve ikinci el piyasası halka arzlarını tek bir satış süreci içerisinde birleştirdiğinden, "karma yöntem" adı verilmektedir (Ayoğlu, 2008).

1.3. İşletmeleri Halka Arza Yönlendiren Etmenler

İşletmeler büyümek için yeni yatırımlara yönelim yapmak zorundadır. Sermaye piyasası bu işlem için kaynak temini açısından işletmelere önemli fırsatlar sunmaktadır. Küreselleşme ile şirketlere getirilen zorunluluklar, tüm sektöre hakim olabilmek ve rekabetin sert yaşanması şirketlere yeni yatırım seçenekleri aramaya zorlamıştır. Şirketler, halka arz yöntemiyle, sermayelerini daha da kuvvetlendirerek, gerek ulusal gerekse uluslar arası şirketlerle rekabet edebilme açısından önemli bir avantaj elde etmiş olurlar (Özboyacı, 2010). Halka arz ile sermaye artırımına giden şirketler, uzun vadeli kaynak temin edebileceklerinden, yatırımlarını da uzun vadeli alanlara adapte edebileceklerdir. Bu adaptasyonun sonucu olarak; temin edilen kaynaklar ile yeni yatırımlar, değişen teknolojilere uyum, ürün ve pazar geliştirme faaliyetleri için tahsis edebilir hale geleceklerdir (Akbulak, 2002). Halka arzın işletmelere sağladığı avantajları maddeler halinde aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- **Yeni Finansman Kaynağı:** Halka arzın temelinde yatan gerekçe, finansal nitelik taşımaktadır. Halka arzı gerçekleştiren ortaklıklar; üretim tesisatının modernize edilmesi, yeni coğrafi pazarlara yönelik olarak üretim yapılması ya da hizmet sağlanması, ürün yelpazesinin geliştirilmesi amacıyla yeni ürünler geliştirilmesi, borçların yeniden yapılandırılması, üretim hacminin artırılması ya da başka benzer amaçlar için kullanılacak kaynak tedarik etme ihtiyacı içerisinde olduklarıdır. Halka arzın gündeme gelme sebeplerinin başında; fon ihtiyacının ortaklığın iç kaynaklarından ya da mevcut pay sahiplerinden karşılanmasının mümkün olmadığı durumlarda gündeme gelen bir finansman sağlama yöntemidir (Ayoğlu, 2008).

- **Likidite Sağlamak:** İşletmeler halka arz olduktan sonra mevcut ortaklara önemli bir likidite imkanı sağlamaktadır. Şirket hisselerinin borsada işlem görmeye başlaması, organize olmuş bir piyasada işlem görmesi demektir. Hisse senedinin fiyatı; organize olmuş piyasada arz ve talebe göre oluşmaktadır. Hisseler bir değer kazanır. Borsadaki hisseler bir piyasa değerine sahip olduğundan, yatırımcılar bu hisseleri bir teminat olarak görür. Sonuçta hisseleri kolaylıkla satabilirler ve hisselerle likidite kazandırabilirler (Gereklioğlu, 1998).

• **Kurumsallaşma:** Halka arz, aynı zamanda işletmelere kurumsallaşma imkanı da sağlamaktadır. İşletmeler hisse senetlerini halka arz ederek menkul kıymet borsasında işlem görmeye başlamaktadırlar. Bu işlemlerden dolayı SPK ve BİST'in incelemelerini içeren bir sürece dahil olurlar. Bunun yanı sıra işletmeler işlem görmeye başladıktan sonra aldıkları sorumluluklardan dolayı mali tablolarını belirlenen denetim dönemlerinde yetki verilen kuruluşlara denetlettirmekte, ortakları ve kamuoyunu düzenli olarak bilgilendirmektedirler. SPK ve BİST'in sürekli denetimine tabi tutulmaktadır. Bu çerçevede halka açılma ve hisse senetlerinin menkul kıymetler borsasında işlem görmesinin sağlanması ile şirketler, SPK'da bulunan denetim mekanizmaları kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmaktadır. Bu sayede diğer işletmeler tarafından kullanılan yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşabilmektedir (Karatepe, 2002).

• **Globalleşme:** İşletmeler açısında iş yaptıkları benzer kollardaki ülkelere kolayca menkul kıymet ihraç etmek ve başka ülkelerdeki menkul kıymetleri kote etme fırsatını Borsa'da işlem görmeye başlayarak elde etmektedirler. Böylece, yurt dışı piyasalara erişim imkanları olmaktadır. Bu işlem işletmelere kıymetli kağıtlarını borsada işlem gören işletmenin yabancı ortak bulmasını ayrıca ortak girişim ile yeni iş imkanlarını kurabilme fırsatı yaratmaktadır.⁸

• **Kredibilite:** İşletmelerin ihraç edilen değerli kağıtlarının gösterdiği performansların iyi olması durumunda, gelecekte finansman sağlamasını kolay hale getirecektir. Bu durum şirketi, tüketiciler, satıcılar ve kreditorlerin gözünde itibar artışını sağlayacaktır. Şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi şirketlere daha ucuz ve kolay kredi bulma imkânı oluşturan önemli avantajlardandır. Şirketler, halka arz olduktan sonra, borsada işlem görmeye başlamalarıyla birlikte yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından daha fazla tanınır hale gelirler. Bu süreç içerisinde eğer işletmeler sağlam bir performans gösterirlerse mevcut oldukları finansmandan daha büyük ve güçlü yapıda bir finansmana sahip olurlar. Başka bir ifadeyle, halka arz, şirketler açısından önemli bir finansman kaynağı oluşturmanın yanında, şirketin kredibilitesi açısından oldukça büyük bir önem arz etmektedir (Özboyacı, 2010).

⁸ Borsa İstanbul. Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme. http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf [17.04.2015].

• **Şirketlerin Tanıtımı:** Halka açılmanın önemli avantajlarından bir diğeri de, şirketin geniş ölçüde tanınmasını sağlamasıdır. Şirketlerin halka açılmasıyla birlikte basında, yayın kuruluşlarında ve diğersel yayınlar ile tanınması sağlanmış olacaktır. Aynı zamanda yurt içi ve yurt dışında bulunan yatırımcılara, hisse senetleri borsada işlem görmekte olan şirketler hakkında bilgi aktarımı sağlanmış olacaktır. Bu sayede şirketler yurt içi ve yurt dışında tanınma imkanı bulmaktadır. İşletmeler halka arz edildikten sonra daha çok kişi onunla ilgilenir hale gelecektir. Bu durumda basın, bu işletmelerle ilgili yaşanan gelişmeleri daha fazla merak ederek takip edecek ve bu bilgileri halk ile paylaşacaktır.

• **İkincil Halka Arz ve Sermaye Arttırma İmkanı:** İşletmeler, hisse senetlerinin arz edilmesinden sonra ortaya çıkacak kaynak gereksinimi mevcut ortakların pay alma haklarını tamamen veya kısmen kısıtlanmasıyla gerçekleşecek "İkincil Halka Arz" yoluyla karşılanabilmektedir. Bu işleme ek olarak sermaye artırım yoluna da başvurabilirler. İşletmeler için halka arz işlemi ile sağlanan avantajlar, halka arz işlemi de teşvik etmektedir.⁹

1.4. Halka Arz Yöntemleri

Herhangi bir ortaklığın halka açık şirket olarak tanımlanması aşağıdaki durumlarda söz konusu olmaktadır (Aydın, 2004):

- Halka açılma kuruluş sırasında olabilir. Bu sebeple; ortaklığın kuruluşunda şirket halka açık olarak kurulabilir.
- İşletmenin sermaye artırımına gitmesi, devam eden ortaklığın ortaya çıkmasıdır.
- 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Madde 16'ya göre; ortak sayısının 500'den fazla olduğu anonim ortaklıklar, halka açık kabul edilmektedir.¹⁰

Şirket hisselerinin halka arzı, kuruluşta halka arz ve kuruluştan sonra halka arz şeklinde ikiye ayrılır. Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu'nda yer alan bazı maddeler kapsamında, kuruluşta halka arz gerçekleştirildiğinde bazı prosedürler

⁹ Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu. SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2. Ankara, 2012. <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/14264/halkaarz.pdf> [22.10.2015].

¹⁰ Sermaye Piyasası Kanunu (6362 S.K.). Resmi Gazete, 28513, Aralık 2012.

uygulanmaktadır. Çoğu şirket bu prosedürler nedeniyle kuruluşta halka açıklığı tercih etmemektedirler. Genellikle, şirketler aniden kurulup tüzel kişilik kazanmayı ve sonrasında sermaye artırımını yoluyla halka açılmayı tercih etmektedir (Sağlam, 2007).

Kuruluştan sonra halka arz, mevcut payların satışı yoluyla, sermaye artırımını yoluyla ya da her iki yöntemin birlikte kullanılması şeklinde gerçekleşmektedir.

1.4.1. Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Açılma

Borsa veya borsa dışında halka arz, daha önce ihraç edilmiş paylar ve bu söz konusu paylara sahip gerçek ve tüzel kişiler tarafından yapılmaktadır. İşletmenin yeni pay ihraç etmesi bu yöntemde söz konusu değildir.

Halka açılma yöntemlerinden bu seçenekte hisse senetlerinin halka arz işlemi ile elde edilen hasılatı satan ortaklara kalmaktadır. Dolayısıyla, elde edilen fonlar istenildikleri yerlerde kullanılabilirler. Halka açılarak sermaye piyasasından düşük maliyetli finansman kaynağı sağlamayı, ve borç/özsermaye yapısını iyileştirmeyi amaçlayan işletmenin, bu yöntemle yapılan halka açılmada oluşan kaynaktan doğrudan yararlanma imkanı olmamaktadır.¹¹

Mevcut payların satışı yoluyla halka açılmada sırasıyla aşağıdaki işlemler uygulanmaktadır:

- Payını satacak ortak, yönetim kurulunun bu yöndeki kararını alarak veya almadan paylarını satabilmektedir. Pay satışı nedeniyle, halka arz edilecek hisse senetlerinin Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınması talebini içeren bir dilekçe ile Kurul'a ilgili belge ve bilgilerle başvurur.
- Aracı sözleşmesi, payların satılması durumunda yapılmak zorundadır. Dolayısıyla Kurul'a başvuru, sözleşme yapılan aracı kurum tarafından yapılmaktadır. Aynı zamanda halka arz edilecek senetlerin, Borsa'daki pazarlardan birinde işlem görmesi

¹¹ Halka Açılma, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-10 (Ankara,2007): 10, <http://www.tml.web.tr/download/halka-acilma.pdf> [30.01.2015].

talebi ile Borsa'nın istediği belgelerle birlikte kotasyon veya pazara kayıt talebi ile BİST'e de başvurulması gerekmektedir.

- Halka arz edilen senetler Kurul'ca yapılan inceleme sonrasında uygun bulunması halinde, on beş gün içerisinde Ticaret Sicili Gazetesi'nde tescil ve ilan edilir. İzahnamenin tescilinin arkasından, izahnamenin özeti niteliğindeki bir sirküler de gazetelerde yayınlanır.
- Mevcut payların halka arzına ilişkin olarak başvuru hükümleri "Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği" nin 6. Maddesinde aşağıdaki gibi belirtilmiştir.¹²

Madde 6 - (1) Halka arz edenlerin ortaklıkta sahip oldukları payları halka arz edebilmeleri için halka arz edilecek payların üzerinde rehin veya teminata verilmek suretiyle ya da başka bir şekilde devir veya tedavülünü kısıtlayıcı veya pay sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması zorunludur.

(2) Ortaklık yönetim kurulunun, esas sözleşmenin Kurul düzenlemelerine ve Kanun'un amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri içeren madde tadil tasarılarını hazırlayarak, bu Tebliğ'in 1 no'lu ekindeki belgelerle birlikte Kurul'a başvurması ve esas sözleşme değişikliğine ilişkin Kurul onayının alınmasından sonra gerekli değişikliklerin yapılacak ilk genel kurul toplantısında karara bağlanması gerekir.

(3) Bu maddenin ikinci fıkrasında sayılan işlemlerin yerine getirilmesini müteakip, yetkili kuruluş Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca hazırlanmış izahname ile bu Tebliğin 2 numaralı ekindeki belgelerin eklendiği bir dilekçeyle izahnamenin onaylanması için Kurula başvurur.

(4) Ortaklığın, halka arz edene ve ilgili yetkili kuruluşa, esas sözleşme değişikliği ve izahnamenin düzenlenmesi sırasında gerekli bilgi ve belgeleri sağlaması, söz konusu bilgi ve belgelerin hazırlanmasını kolaylaştırıcı tedbirler alması ve satış sırasında mevzuatta öngörülen mükellefiyetleri yerine getirmesi zorunludur.

(5) Bu madde kapsamındaki halka arzlarda özelleştirme kapsamındaki ortaklıklar adına Kurul'a başvuru Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından doğrudan yapılabilir.

¹² "Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VII No 128.1)". Resmi Gazete, 28685, Haziran 2013.

1.4.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Açılma

İşletmelerin yeni hisse senedi ihraç ederek, mevcut ödenmiş sermayelerinin arttırılması işlemi sermaye artırımı olarak adlandırılmaktadır. İşletmeler, sermaye artırımı yoluyla halka açılabilirler. Sermaye artırımına gidilmesinde iki seçenek vardır (Yıldız, 1996):

- İşletme yönetim kurulu olarak ortakların yeni pay haklarını kısıtlama hakkına sahiptir. Genel kurulun yaptığı kısıtlama; tamamen veya kısmen olabilmektedir. Bu durum artan sermaye ile ortakların yönetim kurulu ile kısıtlanmış pay alma hakkına karşılık gelen payları, halka arz edilerek şirket halka açılabilir.
- İkincisi işlem olarak ise; ortakların pay alma hakkı kısıtlanmadan mevcut ortakların kullanmadıkları pay alma hakkı satışıyla sağlanabilir.
- Eğer bir işletme ilk defa halka arz gerçekleştiriyorsa aşağıdaki işlemler yapılmaktadır. Bu işlemler ise “Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği” nin 6. Maddesinde belirtilmiştir.¹³

MADDE 6 – 2) Kurul’a başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler yapılır:

(a) Ortaklık yönetim kurulunun, esas sözleşmenin Kurul düzenlemelerine ve Kanunun amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri ve sermaye maddesinin değişikliğini içerecek şekilde hazırlanan madde tadil tasarılarını karara bağlaması ve ortaklık tarafından bu Tebliğin 1 numaralı ekindeki belgelerle birlikte Kurula başvurulması gereklidir. Esas sözleşme değişiklikleri, Kurulun uygun görüş karar tarihinden itibaren azami altı ay içerisinde yapılacak genel kurul toplantısında karara bağlanır. Altı ay içerisinde genel kuruldan geçirilerek onaylanmayan tadil tasarıları geçerliliğini yitirir.

b) Ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminde olması durumu hariç olmak üzere, TTK hükümleri çerçevesinde genel kurulca sermayenin arttırılmasına ve yeni pay alma haklarının kısmen ya da tamamen sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır. Ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminde olması durumunda ise söz konusu işlemler esas sözleşme ile yetkilendirilmesi halinde yönetim kurulunca yerine getirilir.

(3) Bu maddede belirtilen işlemlerin yerine getirilmesinden sonra Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca hazırlanmış izahname ile bu Tebliğin 3 numaralı ekinde, payları

¹³ "Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VII No 128.1)". Resmi Gazete, 28685, Haziran 2013.

GİP'te işlem görecekt ortaklıklar bakımından ise bu Tebliğin 4 numaralı ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile izahnamenin onaylanması için ortaklık veya yetkili kuruluş tarafından Kurula başvurulur.

(4) Esas sermaye sisteminde artırılacak sermayeyi temsil eden paylardan satılmayanlara ilişkin satın alma taahhütnamesi verilmesi zorunludur.

İşletmenin hangi tür sermaye sistemine sahip olduğu daha önce halka arz edilmediğine göre değişiklik göstermektedir.

Türkiye'de yer alan mevzuata göre iki tür sermaye sistemi bulunmaktadır. Bunlar; kayıtlı ve esas sermaye sistemleridir. Kayıtlı sermaye sistemi, işletme yönetimine sermaye artırımını konusunda serbestlik tanımaktadır. Şu şekilde de açıklanabilir; yönetim kurulu artıracakđı sermaye içim üst seviye limit ile sermayelerini artırabilmektedir (Küçükkocaoğlu).

Esas sermaye sisteminde yer alan bir sermaye tavanı bulunmamaktadır. İşletmenin ödenmiş sermayesi kesinlikle yönetim kurulunun alacakđı zaman ve artırım miktarı kararına göre zamanında bir kerede yapılmaktadır (Küçükkocaoğlu).

Halka açık ortaklıkların sermaye artırımını yöntemiyle halka arz gerçekleştirecekleri durumda sermaye sistemine göre yapılacak işlemler "Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği" nin 12. Maddesinde belirtilmiştir:¹⁴

MADDE 12 - (1) Halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında Kurul'a başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler yapılır.

- a) Kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kurulu artırılacak sermaye miktarını ve satış esaslarını belirleyen bir karar alır.
- b) Esas sermaye sisteminde yönetim kurulunca, esas sözleşmenin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarısı hazırlanır. Madde tadil tasarısı, konuya ilişkin yönetim kurulu kararı ve ortaklığın mevcut sermayesinin ödendiğine ilişkin mali müşavir raporu ile birlikte, Kurulun uygun görüşünü almak üzere Kurula gönderilir. Madde değişikliğine ilişkin Kurulun uygun görüşünü takiben azami altı ay içinde yapılacak genel

¹⁴ "Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VII No 128.1)". Resmi Gazete, 28685, Haziran 2013.

kurul toplantısında sermaye artırımı kararı alınır. Altı ay içerisinde genel kuruldan geçirilerek onaylanmayan tadil tasarısı geçerliliğini yitirir.

c) Yeni pay alma haklarının kısmen ya da tamamen kısıtlanmak istenmesi durumunda; bu hususun, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşme ile yetkili kılınmış yönetim kurulunun alacağı sermaye artırımı kararında, esas sermaye sisteminde ise genel kurulun alacağı sermaye artırımı kararında açıkça belirtilmesi gerekir. Bu genel kurulda, yeni pay alma haklarının kısmen ya da tamamen kısıtlanmasının genel kurul toplantı gündemine alınmış olması ve yönetim kurulu tarafından yeni pay alma haklarının kısıtlanma nedenlerinin ortakların bilgisine sunulması zorunludur. Kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kurulunun yeni pay alma haklarını kısıtlama kararı, Kurulun kayıtlı sermaye sistemine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ilan edilir.

(2) Bu maddenin birinci fıkrasında belirtilen işlemlerden sonra bu Tebliğin 3 numaralı ekinde, payları GİP listesinde bulunan ortaklıklar tarafından ise bu Tebliğin 4 numaralı ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile sermaye artırımına ilişkin yetkili organ kararının tarihinden itibaren otuz gün içerisinde ortaklık ya da yetkili kuruluş tarafından izahnamenin onaylanması için Kurula başvurulur.

(3) Esas sermaye sisteminde artırılabilecek sermayeyi temsil eden paylardan satılmayanlara ilişkin satın alma taahhünamesi verilmesi zorunludur.

Yapılan incelemeler sonrasında, eğer Kurul'ca hisse senetlerinin kayda alınmasına karar verilmişse, onaylanan izahname 15 gün içerisinde Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde yayınlanmaktadır. Yayınlanma işleminden sonra halka arz işlemi, belirlenen satış yöntemiyle gerçekleştirilmektedir. Tümü satılmışsa satışı yürüten aracı kurum, aracılık sözleşmesinde belirtilen süre içerisinde satış hasılatını ortaklığa ödemekle yükümlüdür (Karatepe, 2002).

Sermaye artırımı yöntemi ile elde edilen hasılatlar doğrudan işletmeye kalmaktadır. İşlem ile toplanan hasılat işletmenin belirlediği büyüme stratejisine kullanılmaktadır. Bu durum yatırımcı açısından iyi bir seçenek oluşturmaktadır. Ayrıca yatırımcıların sağladığı fonlar işletmenin finansal statüsünde güç kazandırmak için de kullanılmaktadır (Çavuşoğlu, 2008).

1.4.3. Mevcut Payların Satışı ve Sermaye Artırımı Yöntemlerinin Birlikte Uygulanması

Bu yöntemde karma sistem etkili olmaktadır. Bir anonim ortaklık sermaye artırımına giderek çıkarmış olduğu yeni hisse senetlerini halka arz ederken, aynı zamanda ortakların sahip oldukları mevcut hisse senetlerini de halka arz etme yoluna gidebilir. Bu yöntemde halka açılma işleminin gerçekleşebilmesi için gerekli işlemler hakkında herhangi bir düzenleme bulunmamakla birlikte, bu yöntemle halka arz işlemi çok fazla gerçekleşmediği sektörde görülmektedir. Ancak halka arz yöntemlerinden bu seçeneğin de kullanılması mümkündür (Özboyacı, 2010).

1.5. Hisse Senetlerinin Halka Arzında Satış Yöntemleri

Sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını kurallarla düzenlemek SPK'nın görevleri arasında yer almaktadır. Bu görevin amaçlarından biri; yatırımcıların ihraç edenlerin yanıltılmasını önlemeye çalışmaktır. Bu nedenle ortaklıklar, SPK'nın koyduğu satış yöntemleriyle ilgili kurallara harfiyen uymak zorundadır. Tasarruf sahiplerine hisse senedi satış işlemleri “Sermaye Piyasası Araçları'nın Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği”ndeki hükümler çerçevesinde yerine getirilmektedir.

Başarılı bir halka arz için satış yöntemlerinin seçimi önemli rol oynamaktadır. Aracı kuruluş önderliğinde oluşturulmasında yarar bulunan bu strateji ile yurt içi ve yurt dışı satışlarda fiyat ve miktar olarak en başarılı noktaya ulaşılması hedeflenmektedir. Yöntem seçiminde halka arzın büyüklüğü, birincil derecede önem taşımaktadır. Hisse senetleri halka arz edilecek ortaklığın iç ve dış kamuoyu önündeki tanınırlığı, saygınlığı gibi hususlar da satış yönteminin belirlenmesinde etkili olmaktadır (Tanör, 2000).

Hisse senetlerinin halka arzında satış yöntemleri olarak üçe ayrılabilir. Bu yöntemler; talep toplama yöntemi, talep toplamaksızın satış ve borsada satıştır. Talep toplama yöntemi de sabit fiyatla satış, fiyat teklifi yoluyla satış ve fiyat aralığı yoluyla satış olmak üzere üçe ayrılır. Genel olarak ihraç eden veya halka arzı gerçekleştirmiş pay sahibi, bu üç satış yönteminden bir tanesini kendi ihtiyaçlarına göre seçmektedir.

Bu konu ‘‘Sermaye Piyasası Araçları’nın Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği’’nin 5. Maddesinde şu şekilde ifade edilmektedir.¹⁵

MADDE 5- (1) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında fiyat, satış ve dağıtım esasları, halka arzı gerçekleştiren ihraççı ve/veya halka arz eden tarafından bu Tebliğde yer alan esaslar çerçevesinde serbestçe belirlenir. Fiyat, satış ve dağıtım esaslarına ilişkin belirleme ihraının yetkili organ kararı ve/veya halka arz edenin yazılı onayı alınmak suretiyle yetkili kuruluş veya varsa konsorsiyum lideri tarafından da yapılabilir. Ancak bazı durumlarda bu seçim serbestisi kısıtlanmış ve Tebliğ’de belirtilen yöntemlerin kullanımını zorunlu kılınmıştır. Bu tebliğin 17. maddesinde "Niteliği belirlenmiş ortaklıklarca halka arz edilecek paylar için uygulanacak satış yöntemleri" ayrıca belirtilmiş ve ilgili maddede aşağıdaki ifade kullanılmıştır.¹⁶ "Payları borsada işlem gören ortaklıkların borsada işlem sırasını bulunan belirli bir gruba dahil paylarına ilişkin sermaye artırımlarında yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların satışında borsada satış yönteminin kullanılması zorunludur."

Yukarıdaki maddeden "niteliği belirlenmiş ortaklıkları" dışında kalan ortaklıkların halka arzında fiyat, satış ve dağıtım esasları serbestçe belirlenebildiği görülmektedir. Bu maddenin birinci fıkrasında belirlenen ortaklıkların borsada satış yöntemini, nc bölümde belirtilen ortaklıkların ise talep toplama yöntemini kullanması zorunludur.

1.5.1.Talep Toplama Yöntemi

Talep toplama yöntemi, "Sermaye Piyasası Araçları’nın Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (II-5.2) 28691" sayılı tebliğin 14. Maddesinin (1). bendinde tanımlanmış bulunmaktadır. Bu tanıma göre; "Talep toplama yoluyla satış yöntemi, yatırımcıların halka arz edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin taleplerinin toplanarak bu taleplerin önceden belirlenmiş usul ve esaslar çerçevesinde karşılanan kısmına ilişkin satışını ifade eder".

¹⁵ "Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VII No 128.1)". Resmi Gazete, 28685, Haziran 2013.

¹⁶ "Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VII No 128.1)". Resmi Gazete, 28685, Haziran 2013.

Satışa sunulan araçların talepleri tebliğ ekinde yer alan talep formunun düzenlenmesi ile gerçekleşmektedir. Satış işlemi ilgili bölümlerden toplanan talepten sonra izahnamede belirlenen usul ve esaslara göre gerçekleştirilmektedir.¹⁷ Başka bir deyişle, halka arz edilen sermaye piyasası araçları için bireysel veya kurumsal, yerli veya yabancı her nevi isteklinin anılan sermaye piyasası araçlarının alımı yönündeki iradelerinin belirli kalıplarda bildirilmesi işlemidir. Talepler, talep formu doldurularak bildirilmektedir. Bu formda; yatırımcının kimliği, talep ettiği sermaye piyasası aracının miktarı, kabul edeceği en az miktar, teklifini oluşturan birim fiyat, ödediği toplam bedel gibi bilgiler yer almaktadır (Tanör, 2000).

10. Maddede talep toplama süreleri ile ilgili olarak tanımlamalar mevcuttur. Bu süreler; talep toplama süresi, en az iki iş günü en fazla üç iş günü sürdüğünü göstermektedir. Satışa sunulmuş olan sermaye piyasası araçlarında ise; talep toplama süresi içerisinde yeterli talep gelmesi durumunda dahi bu sürenin sonuna kadar talep toplamaya devam edilmektedir.¹⁸

1.5.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi

Satışa sunulan hisse senedi için hissedar veya ihraççı sabit bir fiyat belirlemektedir. Sektördeki uygulamalara bakıldığı zaman en fazla tercih edilen halka arzda satış yönteminin sabit fiyatla talep toplama yöntemi olduğu görülmektedir. Bu yöntemde satışa sunulan hisse senetleri için ihraççı ya da pay sahibi ile aracı kuruluş arasında yapılan değerlendirmeler sonucunda tek bir fiyat kararlaştırılmaktadır. Bu fiyat, sirküler ve izahname vasıtasıyla aracılara duyurulmaktadır (Apak, 2009).

Talep toplama süresinden sonra, hisse senetlerine göre talebin az olması durumunda tüm istekler karşılanabilecektir. Ancak arz edilen hisse senedi, tüm talebe göre yetersiz kaldığı durumlarda olabilmektedir. Bu tarz durumlarla karşı karşıya kalındığı zaman; özellikli bir dağıtım yöntemi uygulanmaktadır. Dağıtım esasına göre satışa sunulan toplam tutar, talep sayısına bölünmektedir. Kalan tutar ise, talep edilen ve karşılanmamış yatırımcı sayısına

¹⁷ "Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VII No 128.1)". Resmi Gazete, 28685, Haziran 2013.

¹⁸ "Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VII No 128.1)". Resmi Gazete, 28685, Haziran 2013.

bölünmesiyle dağıtılmaktadır. Dağıtım işlemi satışa sunulmuş tüm hisse senetlerinin bitmesine kadar devam etmektedir (Apak, 2009).

1.5.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplanması

İhraççı veya hissedar tarafından asgari bir fiyat belirlenmekte olup, yatırımcılar, bu fiyatı baz alarak bunun üstündeki fiyatlara ve istedikleri miktara ilişkin taleplerini, talep formunu düzenleyerek bildirmektedirler. Yatırımcılar satışa sunulmuş olan hisse senetlerinden almak istediği zaman, yatırımcıların talep ettikleri miktara ilişkin verilen teklif doğrultusunda bedeli, sirkülerde daha önceden belirtilmiş bankaya belirtilen sürede yatırmaları gerekmektedir. Talep toplama süresinin bitiminden itibaren ise talep formlarını alan aracı kuruluş, dağıtımını yapmaktadır (Apak, 2009).

Fiyat teklifi yönteminde toplanan teklifler, en yüksek tekliften en düşük teklife doğru sıralanmaktadır. Her fiyat düzeyine ilişkin talep edilen miktar ve buna ek olarak birikimli miktarları bir tabloda yer almaktadır. Satış fiyatı olarak; birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabildiği fiyat belirlenmekte ve hisse senetlerinin dağıtımında bu fiyatı karşılayan teklifler dikkate alınmaktadır. Belirlenmiş fiyat seviyesinde talep edilen toplam hisse senedi miktarı satışa sunulmak üzere belirlenenden fazla olursa; dağıtım işlemi en yüksek fiyattan başlamaktadır. Mevcutta bulunan fiyatın çok fazla yatırımcı tarafından talep edilmesi durumunda ise; talep miktarı baz alınarak doğru orantılı bir şekilde yapılmaktadır. Alt sınır konulan yatırımcılar tarafından dağıtım sonrası kontroller yapılmakta ve kontrol sonrası çıkan rakam alt sınırın altında kalırsa, yatırımcı isteği üzerine listeden çıkarılmakta olup, tekrar dağıtıma girmemektedir (Ayoğlu, 2008).

1.5.1.3. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi

Hisse senetlerinin halka arzında fiyat aralığı yolu ile talep toplanması halinde, hisse senetlerinin aralarında bulunan farkın %20'yi geçmeden, bir taban ve bir tavan fiyatı belirlenmektedir. Bu belirlenen tavan fiyat üzerinden talep toplanmaktadır. Bu yöntemde gerçekleşen fiyat ile tavan fiyat arasındaki fark yatırımcılara iade edilir (Ayoğlu, 2008). Aracı kuruluş kendisi için öncelikle potansiyel yatırımcılarla görüşmektedir. Bu görüşmeleri bir alt sınır üzerinden yapılmaktadır. Sabit fiyat yönteminden farkı tek bir fiyata takılı kalmamasıdır.

Yatırımcılar kendilerine bildirilen fiyatı baz alırlar ve bu fiyatın üzerindeki fiyatlara ve istedikleri miktara ilişkin taleplerini bildirmektedirler.

Ayrıca karşılaşılan başka bir durum olarak; aracı kuruluş alt sınır belirtmeksizin de fiyat toplayabilmektedir. Bu işlemden sonra da halka arz edilecek fiyatı belirleyebilmektedir. Toplanan teklifler, en yüksekten en düşüğe doğru sıralanmakta olup, en çok hisse senedinin satıldığı fiyat hisse senedinin satış fiyatı olarak belirlenmektedir. Bu yöntemde değişken olan konu; hem hisse senedi fiyatı hem de yatırımcıların kimlikleridir (Yücel, 1998).

1.5.2. Talep Toplamaksızın Satış

Bu satış yönteminde; payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklardan, Sermaye Piyasası Araçları'nın Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 17. Maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan nitelikleri belirlenmiş ortaklıklar dışında kalanların paylarının kendileri ya da yetkili kuruluşlar vasıtasıyla belirli bir fiyat tespit edilerek izahnamede belirlenecek bir usulle halka arz edilmek suretiyle satışdır.¹⁹ Sermaye piyasası araçları, ihraççı ya da aracı kuruluş tarafından, belirli bir fiyat belirlenmek suretiyle talep toplanmaksızın satışa sunulmaktadır.

Tasarruf sahipleri, daha önceden belirlenmiş süreler içinde kendilerine tebliğ edilen pay bedellerini bir bankada açılmış olan özel hesaba yatırmak suretiyle sermaye artırımına katılmaktadırlar. Talep toplama yönteminin kullanılması durumunda, eğer yeterli talep gelmezse, talep dışında kalan paylar talep toplanmaksızın satış yöntemine tabidir (Uşaklı, 2010).

1.5.3. Borsada Satış Yöntemi

Şirketlerin kendi kararları doğrultusunda; hisse senetlerini Borsa'da birincil piyasada da halka arz edebilmektedirler.²⁰ Diğer açıklanan prosedürler hisse senetlerinin aracı kuruluşlar tarafından Borsa dışında halka arz edilmesine ilişkin prosedürdürler.

¹⁹ Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (II-5.2). Resmi Gazete, 28691, Haziran 2013.

²⁰ Borsa İstanbul. Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme. http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf [17.04.2015].

Seri II No: 5.2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzından Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 16.maddesine göre; borsada satış yöntemi, "sermaye piyasası araçlarının ilgili borsa düzenlemeleri çerçevesinde borsada satışa sunulması" yöntemini ifade etmektedir.²¹

Bu halka arz yönteminin kullanılması için; Borsa'ya başvurulması ve yapılan bu başvurunun Borsa Yönetim Kurulu'nca kabul ve ilan edilmesi gerekmektedir. Borsa'da halka arza KAP'ta yapılan Borsa Başkanlığı duyurusunu takip eden ikinci iş günü başlanabilir. Borsa'da halka arz, sirkülerde belirtilen süre içinde gerçekleştirilir.²²

1.6. Halka Arzda Aracılık Faaliyetleri

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinde; "Aracı kurum: 37 nci maddenin birinci fıkrasındaki yatırım hizmet ve faaliyetlerinden (a), (b), (c), (e) ve (f) bentlerinde yer alanları münhasıran olmak üzere Kurul tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşunu" ifade eder denilmektedir. İlgili kanunun 37. maddesine bakıldığında, belirtilen bentlerde geçen yatırım hizmet ve faaliyetleri ise şunlardır.²³

MADDE 37 – (1) Bu Kanun kapsamına giren yatırım hizmetleri ve faaliyetleri şunlardır:

- a) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi
- b) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi
- c) Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı
- e) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi
- f) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi

²¹ Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (II-5.2). Resmi Gazete, 28691, Haziran 2013.

²² Borsa İstanbul. Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme. http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf [17.04.2015].

²³ Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (II-5.2). Resmi Gazete, 28691, Haziran 2013.

Ayrıca Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4. Maddesi'nde yetkili kuruluş şu şekilde tanımlanmaktadır:²⁴ "Yetkili kuruluş: Kurulca sermaye piyasası araçlarının halka arzında satışa aracılık etmek üzere yetkilendirilmiş aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankalarını ifade eder."

İlgili kanun ve tebliğ maddelerine göre; menkul kıymetleri halka arz edecek veya ilk defa halka açılacak ortaklıkların karar aşamasından sonra yapmaları gereken, aracı kuruluşların seçimidir. Sermaye piyasalarının halka arzında satışa aracılık edecek yetkili kuruluşlar, sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkili kılınmış aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankalarıdır.

Halka arzda aracılık faaliyetleri, "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Seri: V, No: 46 'da düzenlenmiştir (7/9/2000 tarihli ve 24163 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.).

Birden fazla aracı kuruluş tarafından halka arzlar da yapılmaktadır. bunun yanı sıra sektörde hakim olan yapı tek bir aracı kuruluş tarafından yapılan halka arz seçeneğidir. Bu aracı kuruluşlar topluluğuna "konsorsiyum" denmektedir. Söz konusu topluluğun başında yönetici aracı kurum bulunmaktadır. Yönetici aracı kurum ihraççı tarafından, diğer konsorsiyum üyeleri ise; yönetici aracı kurum tarafından seçilmektedir. Konsorsiyum'u; Sermaye Piyasası Kurulu'na, resmi dairelere, sermaye piyasası aracını çıkarana veya halka arz edene ve üçüncü kişilere karşı yönetici aracı kurum temsil etmektedir (Apak, 2009).

Halka arz, şirketler tarafından sık yapılmadığından, büyük önem arz eden bir konu vardır. Hisselerini halka arz edecek işletmeler yatırımcıları ile aralarında ilişki kurmaları ve satışı gerçekleştirecek ve şirketin amaçları doğrultusunda aracılık yapmaları gerekmektedir. Bir aracı kuruluşun seçiminde şirketlerin dikkat etmesi gereken unsurlar şu şekilde sıralanabilir (Apak, 2009):

- Yönetici aracı kurumun tanınma derecesi aracı kuruluş için önem taşımaktadır. Bunun sebebi yatırımcılarla bağlantılıdır. Yatırımcılar genellikle daha önceden kullanılmamış

²⁴ Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (II-5.2). Resmi Gazete, 28691, Haziran 2013.

bir hisse senedini seçerken, satışa aracılık eden aracı kurum veya yatırım bankasının yeteneğine ve tanınırlık derecesine güvenmektedir.

- Bir ihracın başarısı, ihraç edilen kıymetli evrakların belirlenen fiyatının doğru olarak tespit edilmesiyle doğru orantılıdır. Söz konusu başarı, aracı kurum firmasının aynı endüstri kolunda veya ihraççı firma ile benzer özellikteki diğer işletmelerin halka arzlarında kazandığı deneyime bağlı olmakla birlikte değişmektedir.
- Genellikle aracılık yapan kurumun çalışanlarından başarılı olmaları beklenmektedir. Çünkü yatırımcılar, ihraççı şirket hakkında doğru ve kolay bilgiye aracı kuruluş vasıtasıyla ulaşabileceklerini düşünmektedirler.
- Yatırımcı profili değişiklik göstereceği için aracılık yapan kurumların ihraç edilen menkul kıymetleri dağıtacakları kısmında önem kazanmaktadır. İhraççı firma, aracı kurum firmasının müşteri profiline de dikkat etmek zorundadır. Çünkü bu olay, menkul kıymetlerin piyasa sonrası performansları ile ilgili olmaktadır.
- Menkul kıymetlerin dağıtımını sırasında veya daha sonraki aşamalarda aracı kuruluşun, belirli bir miktar hisse senedi almaya ve satmaya hazır olması ve bu menkul kıymet için likit bir pazar oluşturması ihraççılar tarafından istenmektedir.
- Piyasa düzenleyicilik görevini üstlenen aracı kuruluş, hisse senetlerini özellikle ilk kez halka arz edilen belirli zaman aralığında destekleyecek ve belirli bir fiyatın altına düşmesini engelleyecektir. Yapılan bu destek, piyasada istikrarı ve güveni sağlayacaktır.
- Aracı kuruluş ile menkul kıymet satış ilişkileri firmaya halka arz sırasında katkıda bulunacaktır. Bu nedenle seçilecek kuruluşun danışmanlık yeteneği de önemlidir. Çünkü firma, halka açık hale geldikten sonra danışmanlık hizmetlerine sürekli ihtiyaç duyacaktır.

Hisse senetlerinin halka arz edilmesi ile ilgili olarak aracılık faaliyetlerini aşağıdaki maddeler kapsamaktadır;

- İhraççı veya hisse sahibinin birlikte ihraç fiyatını belirlemesi,
- Miktarı ile ilgili olarak halka arz sürecinin belirlenmesine yönelik çalışmalar yapılması,
- İzahname ve kayıt başvurusu için gerekli olan bilgi ve belgelerin tamamlanarak Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuruda bulunulması,

- Belgelerde yer alan bilgilerin doğruluğunun sağlanmasını temin edecek danışmanlık hizmetinden yararlanılması,
- Konsorsiyum oluşturulması,
- Satış grubu oluşturularak gişe hizmetlerinin verilmesini sağlamak,
- Talep toplanması,
- Yurtiçi ve yurtdışı etkinlikler düzenleyerek halka arz edilecek hisse senetlerinin satışını ve tanıtılmasını desteklemek,
- Kurumsal finansman faaliyetlerini yürüterek satışın organize edilmesi (Akbulak, 2004).

Halka arzı izahname ve sirkülerden belirlenen ve belirtilen şekilde gerçekleştirmek zorunluluğu aracı kuruluşa aittir. Bu zorunluluk Seri II No: 5.2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde 28. maddesinde şu şekilde ifade edilmektedir:²⁵ "Yetkili kuruluşlar, sermaye piyasası araçlarının satışlarını izahname ve sirkülerde belirtilen satış koşullarına ve ilgili mevzuattaki diğer kurallara uygun olarak gerçekleştirmekle yükümlüdürler." İzahname; İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği 4. maddede şu şekilde tanımlanmıştır:²⁶ "İzahname; ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesini" ifade eder.

Sirküler ise izahnamede yer alan bilgileri özetleyen ve yatırımcıları halka arzı yapılan sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet eden belge olarak tanımlanabilir. Sirküler, basılı bir metindir, izahnamenin ve gerekli görülmesi halinde ihraççı ortaklığın esas sözleşmesinin önemli maddelerini kapsar (Ayoğlu, 2008). Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10. maddesinde ise izahnameden sorumlu kişiler başlığı altında şu ifadeye yer verilmiştir:

MADDE 10 – (1) İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan ihraççılar sorumludur. Zararın söz konusu kişilerden tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde; halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider

²⁵ Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (II-5.2). Resmi Gazete, 28691, Haziran 2013.

²⁶ "İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (Seri II No:5.1)". Resmi Gazete, 28685, Haziran 2013.

aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludur.

Yukarıda konusu olan ve bahsedilen kanun ve tebliğ maddelerinin açıkladığı gibi; izahname ve sirküler, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından müştereken imzalanmaktadır. Kanunun bu düzenlemeyi yapmaktaki amacı; aracı kuruluşları izahnameden doğan hukuki sorumluluğa ortak etmek suretiyle bu kurumları izahnamenin hazırlanış sürecine dahil etmek ve böylelikle, bu süreci ihraççı ortaklığın tekeline bırakmamaktır.

Bu şekilde, yatırımcılar bakımından hangi bilgilerin önem arz edebileceğini iyi bilen bir sektör üyesi, belgenin hazırlanma sürecine aktif olarak katılmak durumunda bırakılmakta ve ihraççı ortaklığın kasten ya da ihmal dolayısıyla açıklamama yoluna gidebileceği bilgilerin izahnamede yer alması sağlanmaya çalışılmaktadır (Ayoğlu, 2008).

Aracı kuruluşların rolü bazı önemli konularda hassaslaşmaktadır. Bu konular; hisse senetlerinin halka arzında ve satışında gerek hukuksal yükümlülüklerin gerek finansal gerekliliklerin yerine getirilmesi olarak geçmektedir. Aracı kuruluşların sahip olduğu önemli bir başka yükümlülük konusu ise; kişilerin konumu dolayısıyla gündeme gelmektedir. Buna göre, hisse senetlerinin halka arzı yoluyla satışında bunları ihraç eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden kuruluşların yönetim kurulu başkanı vb halka arz edilen hisse senetlerini doğrudan veya dolaylı olarak satın alamamaktadırlar.

Bu konuda sorumluluk, aracı kuruluşa ait olmaktadır. Görüldüğü gibi halka arzlarda herhangi bir yanlış anlaşılmaya yol açmamak amacıyla bu işte görev alan ya da görev alanlara yakın olan genişçe bir kitle söz konusu halka arzdan yararlanma olanağından yoksun bırakılmıştır. Bu yasağa uyulmamasından, aracı kuruluşlar sorumlu tutulmaktadır (Tanör, 2000).

1.6.1. Halka Arza Aracılık Türleri

Aracılıklar farklı türlerde yapılabilmektedir. Aracı kuruluşların ihraççılarına verdikleri taahhütlere göre değişmektedir. Aracı kuruluşların taahhütlerinin kapsamına göre, Aracı Kuruluşlar ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 38. maddesinde; halka

arza aracılık faaliyetinin "en iyi gayret aracılığı" ve "aracılık yüklenimi" şeklinde yapılabileceği düzenlenmiştir. Aracılık yükleniminin de, "bakiyeyi yüklenim", "tümünü yüklenim" ve "kısmen bakiyeyi/tümünü yüklenim" olmak üzere üç türü bulunmaktadır.²⁷

1.6.1.1 Aracılık Yüklenimi

Tüm ihraç ettiği menkul kıymet satışını bedelinin karşılığını menkul kıymeti ihraç eden ortak aracı kuruluşa devretmektedir. Bu yöntemde satışın riski tamamen aracı kuruluşa kalmaktadır. Riskin dağıtılma işlemi ise; aracı kuruluşun konsorsiyum oluşturması ile gerçekleşmektedir (Karatepe, 2002).

Kurul'un Seri: V, No: 46 Sayılı Tebliği'nin 38. maddesine göre aracılık yüklenimi üçe ayrılmaktadır:²⁸

- **Bakiyeyi Yüklenim:** Kurul kaydına alınan sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılmasının ve satılmayan kısmın bedelinin satış süresi sonunda tamamen veya nakden ödenerek satın alınmasının söz konusu olduğu durumdur.
- **Tümünü Yüklenim:** Kurul kaydına alınan sermaye piyasası araçlarının bedelinin satışın tamamlanmasından önce tam veya nakden ödenerek tamamının satın alınmasının, satış yapana taahhüt edildiği aracılık türüne tümünü yüklenim denilmektedir.
- **Kısmen Bakiye Yüklenim-Kısmen Tümünü Yüklenim:** Sermaye Piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılmasının ve satılmayan kısmının bir kısmının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının satışı yapan ihraççı firmaya taahhüt edilmesine kısmen bakiyeyi yüklenim denir.

Bakiyeyi yüklenim aracılık türünde; aracı kuruluşun ihraççıya karşı yükümlülüğünün doğmadığı bir durum söz konusudur. Belirlenen süre içerisinde piyasa araçlarının tamamının satılması durumudur. Sermaye piyasası araçlarının tamamının satılmadığı durumda ise, aracı

²⁷ Aracı Kuruluşlar ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri:5 No:46). Resmi Gazete, 24163, Eylül 2000.

²⁸ Aracı Kuruluşlar ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri:5 No:46). Resmi Gazete, 24163, Eylül 2000.

kuruluş satılmayan kısmın tamamının bedelini nakden ihraççıya ödeme zorunluluğu doğmaktadır. Kısaca; sermaye piyasası araçlarından satılmayan kısımların satın alınma işlemi için satın alınma garantisi aracı kuruluş tarafından yapılır (Kara, 2006).

Tümünü yüklenim sözleşmesinde ise; aracı kuruluşun taahhütü ile başlamaktadır. Taahhüt ettiği konular; kayda alınacak sermaye piyasası araçlarının bedelleri, bu bedellerin satış başlamadan önce tam ve nakden ödenmesi gerekmektedir. Bu işleme ek olarak, aracı kuruluşun taahhüt ettiği başka bir konu da satın aldığı araçların tekrar satılması işlemidir. Dolayısıyla aracı kuruluş iki taraf arasında alım satım işlemine iştirak etmektedir. Aracı kuruluş, bu işlemlerin hepsini yaparken ticari amaç ile hareket etme yükümlülüğü bulunmaktadır. Yatırım amacıyla yapması söz konusu değildir (Kara, 2006).

1.6.1.2 En İyi Gayret Aracılığı

Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Seri: V, No: 46 Madde 38'e göre en iyi gayret aracılığı yöntemi:²⁹ "En İyi Gayret Aracılığı, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını" ifade eder şeklinde tanımlanmıştır.

En iyi gayret aracılığı yönteminde, en geç satış süresinin bitimini izleyen iş gününün sonunda nakden ve tamamen ödenmesi ilkesi geçerlidir. Nakden ve tamamen ödenmesi gereken sermaye piyasası araçları aracı kurum tarafından satılmıştır. Ancak sözleşmeye konu olan bedel ile ilgili olarak ödenmesine yönelik bir süre belirlenmiş ise ödeme bu sürede yapılmalıdır (Karatepe, 2002). Bu aracılık türünde aracı kuruluşlar, riski üstlenmeden menkul kıymeti bir acente gibi satma yükümlülüğü altına girmektedir. Aracı kuruluşlar satışlarıyla orantılı olarak belirli bir tutar komisyon almaktadır.

En iyi gayret aracılığı piyasada araştırıldığı zaman ülkemizde tercih sebebi en çok olan aracılık yöntemidir. Bu yöntemin halka arz konusunda aracılık olarak kullanılmasının en büyük sebebi olarak; ihraç eden şirketlerin hisse senetleri fiyatlandırılırken en yüksek değerin belirlenmesinde ısrarcı olmasıdır. Menkul kıymetlerin satılmama gibi bir riskinin de olduğu

²⁹ Aracı Kuruluşlar ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri:5 No:46). Resmi Gazete, 24163, Eylül 2000.

unutulmamalıdır. Bu riski üzerine almak istemeyen aracı kuruluşlar bu yöntemi benimsemektedirler (Akbulak, 2004).

2. DÜŞÜK FİYATLANDIRMA (UNDERPRICING)

Halka arz işlemlerinde düşük fiyatlandırma bir çok kez karşımıza çıkan literatür taramasıdır. Bu terim hisse senetlerinin beklenen veya piyasa değerinin daha altında bir fiyatla halka arz işleminin gerçekleştirilmesidir. Yapılan düşük fiyatlandırma tanımına karşılık olarak literatürde bir de yüksek fiyatlandırma tanımı bulunmaktadır. Bu tanım ise karşımıza düşük fiyatlandırmanın tam tersi olan hisse senetlerinin yüksek fiyatla arz edilmesidir. Literatür taramalarında karşımıza hisse senetlerinin fiyatlandırmasına ilişkin ilk arzlarda nasıl hareket edildiği bir çok araştırmacının ilgisini çekmiştir. Ek olarak yapılan bir çok çalışmada hisse senetlerinin değerinin düşük veya yüksek fiyatlandırılması pek çok çalışmaya konu olmuştur. Konu olan çalışmaların bir çoğunda ise durum düşük fiyatlandırmadan yanadır.

İlk defa halka arz işlemi gerçekleştirilen hisse senetlerinin kısa sürelerde yatırım yapan şirket veya kişiye beklenenin üzerinde getiri sağlaması literatürde "düşük fiyatlama" olgusu olarak isimlendirilmiştir (Yalçın, 2006). Başka bir deyişle; halka arz işleminden sonra elde edilen pozitif kazanç olarak da tanımlanabilmektedir (Kurtaran, 2008). Literatür incelendiği zaman; düşük fiyatlandırmaya yönelik pek çok teori olduğu görülmektedir.

Knopf ve Teall'in (1999) de belirttiği üzere, işletmelere ait olan hisse senetlerinin ve bu hisse senetlerinin riski olarak da tanımlanabilmektedir. Booth ve Smith'in savundukları tez ise; işletmelerin beklenen satış hasılatı ile ilgili performansın gizli tutulması, bu sebepten dolayı da halka arz işlemi tamamlayan yatırımcının itibarının riske atılmasıdır. Bu açıdan ele alındığında düşük fiyatlandırma, halka arza aracılık eden kuruluşların hem itibarlarını artırmakta hem de edindikleri mevcut algının korunmasını sağlamaktadır (Kurtaran, 2008).

Konuyla ilgili yapılan bir çok çalışma bulunmakla birlikte bunlar hem yurtiçini hem de yurtdışını kapsamaktadır. İlgili çalışmaların sonuçları incelendiği zaman büyük çoğunluğunun beklenen değerinin altında satışa sunulduğu yönünde olmuştur. İlk arzlarda fiyatlandırma konusu her zaman yatırımcılar ve araştırmacılar açısından merak konusu olmuştur ve bir çok kuram da üretilmiştir. Sonuçlar incelendiği zaman; aracı kuruluşlar yapılan arzların satışlarını garantiye alabilmek ve başarılı göstermek adına işletmelerin değerli kağıtlarını genel bir kanı olarak düşük fiyatlandırmaya yönelik kullanmaları olmuştur.

İlk kez halka arz yapan ortaklığın hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılması, ortaklığın mali yapısı hakkında yatırımcılara olumlu bir fikir vermektedir. Yatırımcılar arasında gelecek vadeden bir ortaklığın bu tür maliyetlere katlanabileceği düşüncesi yaygındır. Diğer bir ifadeyle, düşük fiyatlandırılarak satılan hisse senetleriyle yatırımcıyı etkilemek istenmektedir. Genellikle düşük fiyatlandırılan hisse senetleri hakkında yatırımcılar geleceğe dönük olumlu beklentilere sahip olmaktadır. Ortaklıklar düşük fiyattan ilk ihraçta bulunup, ortaklığın durumunun iyi olduğu işaretini verdikten sonra, piyasaya yeni hisse senetleri arz etmektedir.

Bir halka açılma çalışmasında belki de en zor olanı ihraç edilen hisse senedi fiyatını saptamaktır. İhraç fiyatı yüksek tutulduğu zaman (Yüksek Fiyatlandırma); ihracın başarısız olabilme ve hisse senedinin piyasadan geri çekilebilme ihtimali bulunmaktadır. Menkul kıymet için düşük fiyatlandırma söz konusu ise de ihraç eden firma ve mevcut pay sahipleri potansiyel bir kayıpla karşı karşıya kalabilmektedir.

Bu çalışmalarda arzların ilk günde getirdikleri getiriler dikkat çekici olmuş ve bu getirilerin nelerden kaynaklandığı araştırılmıştır. Bu konu araştırmacılar tarafından da çeşitli hipotezlerin üretilmesine sebep olmuştur.

2.1 Düşük Fiyatlandırma Hipotezleri

Literatür bilgileri irdelendiği zaman; genel kanı bilinçli olarak işletmelerin arz gerçekleştirilirken düşük fiyatlama yapıldığı yönündedir. Pek çok hipotez de bu kanıyı doğrulamaktadır.

Yapılan çalışmalarda karşımıza en çok çıkan hipotez: Riskten Kaçınan Aracı Kuruluş Hipotezidir (Risk Everse Underwriter Hypothesis). Bu hipotezde arz işleminin başarısızlık gibi bir sonuca ulaşması halinde risk almaktan kaçınan aracı kuruluşların isteyerek fiyatı aşağıda tutmalarındır. Aracı kuruluşlar düşük fiyatlandırma yaparak hem daha az risk almayı hem de aracılık yükleniminden doğan maliyetleri azaltmayı amaçlamaktadırlar. Bunun diğer bir sebebi ise; yüksek fiyatlandırma yapılması durumunda oluşabilecek zararlara katlanmamaktır (Tsang, 2009).

Tek Alıcı Güç Hipotezi (Monopsony-Power Hypothesis). Bu hipotezde ise; düşük fiyatlandırma işlemi yeni faaliyete başlayan ve sektörde deneyimi olmayan işletmelerin pazarlık gücü olmadığı için mecburen yatırım bankasının istediği fiyata göre hareket etmeyi tercih etmektedir. Yatırım bankaları, piyasa koşullarına ilişkin önemli bilgilere sahip olmalarının sağladığı avantaj ile daha az çaba harcayarak halka arzı gerçekleştirecek bu tür firmaları düşük fiyatlandırma konusunda ikna etme özellikleri bulunmaktadır (Ritter, 1998).

Spekülatif Şişkinlik Hipotezine (Speculative Bubble Hypothesis) göre ise; arz işleminin fiyatlarının düşükmüş gibi görünmesini sağlayan etkenler mevcuttur. Bu etkenler; ilk halka arzın, piyasaların yüksek getiri sağladığı sıcak arz dönemlerinde yapılmasıdır. "Sıcak Arz Piyasaları"nda ikincil piyasalar talep görmektedir. Bunun sebebi ise; ilk halka arz işlemlerinde yapılmış olan spekülasyon ile birincil piyasadan yeteri kadar hisse senedi alamayan yatırımcıların, daha fazla hisse senedi alabilirim düşüncesiyle ikincil piyasa yönelmesidir. Bu işlem ile geçici bir şişkinlik olmaktadır hisse senedinin fiyatında. Bunun sebebi ise; talebin mevcut arzdan fazla olmasıdır. Spekülatif şişkinlik hipotezinin takip edildiği zaman ilk defa arz işleminin gerçekleştirilmesinde pozitif getiriler elde edilirken, yaratılmış spekülatif şişkinliğin sona ermesi ile negatif getiriler elde edilmiştir.

Karşımıza literatür taramalarında sıkça çıkan: Asimetrik Bilgi Hipotezi (Asymmetric Information Hypothesis) yer almaktadır. Bu hipotezde iki çeşit bilgi asimetrisinden bahsetmek mümkündür. Birincisi; halka arz edilen işletme ve aracı kurumun arasında olan konu. Burada işletme arz ve fiyatlama konusunda yeterli bilgi sahibi olmadığı için aracı kuruluşa mecbur kalmakta ve aracı kuruluşun belirleyeceği fiyatlamayı kabul etme zorunluluğunda kalmaktadır. İkincisi ise; yatırımcılar arasında yaşananlardır. İkinci bilgi asimetrisi olarak ise bilgisiz yatırımcının dışlanma işlemi gerçekleşmektedir. Burada bilgili yatırımcı bulunmakta ve belirlenen fiyat sonrasında edinilen arz fiyatının fazlasıyla yükseleceği bilgisidir (Allen vd, 1989).

Bilgisiz / deneyimsiz yatırımcılar piyasalarda önemli oyuncular olarak yer almaktadır. Bunun sebebi olarak yapılacak ters seçimler korkusunun yer almasıdır. Bu seçim ile işletmelerin hisse senetlerinin ilk piyasalardan almaktan vazgeçilmesi ise var olan talebin düşmesine neden olmaktadır. Bu sayede ise kâr elde etmemiş olan ilk arzın yüksek fiyatı elde tutulmamakta olup, ikincil piyasada halka arzı arttırmaktadır. Aracı kuruluşlar için bilgisiz / deneyimsiz yatırımcılar aracı kuruluşlar tarafından korunmakta ve piyasada

kalmaları sağlanmaktadır. Bilgisiz / deneyimsiz yatırımcılar ise bu sebeple hareket ettikleri zaman oluşan halka arzın mevcuttaki değerinden daha düşük fiyatla edilen halka arzı tercih etmektedirler (Allen vd, 1989).

Aracı Kuruluşun İtibarı ile Sinyal Verme Hipotezine (Signalling by Underwriter Reputation) göre ise; bu hipotezin adından da anlaşılacağı gibi yatırım yapmak isteyenler, aracı kuruluşun itibarını baz almaktadırlar. Bu itibar onlar için yol gösterici niteliktedir. Aracı kuruluşlar ise işletmelerin yapacakları ilk halka arz işlemlerinde finansal potansiyele ve istikrara göre hareket etmektedirler. Dolayısıyla; oluşacak riskin düşük olmasını tahmin edebilir ve bu riski üstlenirler. Üstlendikleri risk için içeriden bilgi sahibi olmaları önemli rol oynamaktadır (Bulut vd, 2009).

Yüksek fiyat belirleme işlemi itibarı yüksek aracı kuruluşlar tarafından da yapılmaktadır. Bu yapılan tanımlardan yola çıkarak şunu söylemek yerinde olur; aracı kuruluşun piyasada sahip olduğu itibar ile halka arzda belirleyeceği fiyat doğru orantılıdır. Bu durumda yatırım yapacakların elde etmek istediği getiri ise o oranda düşük olmaktadır. Atlanmaması gereken konulardan birisi de bilgili / deneyimli yatırımcıların ilgilendikleri arzların daha çok spekülâtif arzlar olduğudur. Zaten bu arzlarda düşük fiyatlanmaktadır.

Ortaklığın Niteliğinin Göstergesi Olarak Düşük Fiyatlama Hipotezi (Underpricing as a Signal of Firm Quality) adından da anlaşılacağı gibi ilk arzlarda düşük fiyatlama ortaklığın niteliğini temsil etmektedir. Ancak bu hipotezin tanımı varsayım olarak geçmektedir. Farklı bir şekilde anlatılırsa; piyasada itibarı yüksek ortaklık yapısı gelecekte yapılacak olan potansiyel talebi arttırmaktadır. Bu artış ile hisse senetlerinin arzdan sonra oluşacak yüksek fiyat artışlarından yararlanabilmek adına ilk arzlarda düşük fiyat uygulanması tercih edilmektedir. Literatürde yapılan bazı çalışmalar da ise düşük fiyatlandırmanın aslında piyasanın yapısından kaynaklandığı belirtilmektedir (Denning vd, 1992).

Düşük Fiyatlandırmanın Kaynağı Olarak Piyasa Yapısını Hipotezi (Market Structure as a Source of Underpricing)'nde ise; piyasalar arasında bulunan geçirgen yapının sınırlılığı ile gerçekleşmektedir. Bu tanıma göre arzlar ne kadar yatırımcıya çekici gelirse ikincil piyasadan birincil piyasaya kayma düşüncesi bulunacaktır. Bu düşünce ile de hisse senetleri olması gereken fiyatla değil de düşük fiyatlandırma ile gerçekleşecektir.

Literatürdeki mevcut hipotezler incelendiği zaman düşük fiyatlandırma ile ilgili olarak pek çok hipotezin mevcut olduğundan bahsedilebilmektedir. Bahsedilen hipotezler sadece literatürde sıkça karşılaşılan başlıklar olmaktadır. Ancak ilgili alanda yapılan hipotezlerde ortak nokta olarak yer alan düşünce düşük fiyatlandırmanın pazarlama stratejisi olarak bilinçli yapıldığı yönündedir.

2.2 Düşük Fiyatlandırma İle İlgili Literatür Çalışmaları

Düşük fiyatlandırma; kısa bir tanım ile yatırımcısına günün sonunda pozitif getiri sağlaması olarak yapılabilir. Bu tanım finans literatüründe "düşük fiyatlandırma olgusu" karşımıza çıkmaktadır (Karlis). Düşük fiyatlama; işletmelerin hisse senetlerinin ilk gün sonunda piyasada mevcut getirinin üzerinde getiri elde edilmesidir. Piyasalarda düşük fiyatlama olgusunun geçerliliği ile bir çok çalışmanın varlığından söz etmek mümkündür (Cihangir, Kandil).

İlk defa arz işlemini gerçekleştiren işletmelerin kısa dönemde oluşan fiyat performanslarının belirlenmesi amacıyla yapılan çalışmalar, genellikle ilk arzların halka arz edildiği ilk gün mevcut piyasa performanslarının üzerinde getiri sağlaması yönünde bilgi vermektedir. Literatüründe yer alan tanımlarda, hisse senetleri için olması gereken gerçek değerinin altında belirlenen bir fiyatla satışa sunulması "düşük fiyatlama" üzerinde bir fiyatla satışa çıkarılması ise "yüksek fiyatlama" olarak adlandırılmaktadır. Bu iki tanım da literatürde karşımıza çok fazla çıkmakta ancak düşük fiyatlama olgusu üzerine yapılan araştırmalar bu konu üzerinde daha fazla yoğunlaştığını göstermektedir (Kıymaz, 2000).

Literatürde bu konuyu ilk olarak ele alanlar olarak Logue (1973) ve Ibbotson (1975)'dir. Yaptıkları çalışmalardan çıkarılan sonuç; arzlarda işletmelerin hisse senetlerini düşük fiyatla satıldığını ve gün sonunda hisse senedi fiyatlarında yükselme olduğunu yönündedir. Amerika'da düşük fiyatlama 1960'lardan bugüne doğru yaklaşık olarak % 19 civarındadır. Dünya genelinde ise bu oran yıllar bazında değişmekte ve artış trendindedir. Yıllar bazında incelendiği zaman; 1970 - %12, 1980 - %16, 1990 - %21 olarak geçmektedir. 2000 yılının başında ise bu oran yaklaşık olarak %40 olarak teyit edilmiştir (Ljungqvist vd, 2005). Buna karşın senetleri arz edilen işletmelerin uygun gördüğü düşük fiyatlama seviyesi zaman ile değişmiştir. Bu değişimin nedenleri de araştırmalara konu olmuştur. Literatür arandığı zaman karşımıza Ljungqvist ve Wilhelm (2003) ile Ritter ve Loughran (2003)

tarafından yapılan çalışmalar çıkmaktadır. Yapılan çalışmalarda alınan sonuçlar bize bu konuyla ilgili üç neden vermektedir. Bunlar nedenler:

- Risk Kompozisyonunun Değişmesi Hipotezi,
- Güdülerin Tekrar Düzenlenmesi Hipotezi,
- Firma Amaç Fonksiyonunun Değişmesi Hipotezi'dir.

Araştırmacılar, düşük fiyatlamada yaşanan değişim etkisinin "Risk Kompozisyonunun Değişmesi Hipotezi"nden çok fazla etkilenmediğini, daha çok "Güdülerin Tekrar Düzenlenmesi Hipotezi" ve "Firma Amaç Fonksiyonunun Değişmesi Hipotezi"nden etkilendiğini ortaya koymuştur. Güdülerin Tekrar Düzenlenmesi Hipotezi'nde; zaman içinde işletme yöneticilerinin arz işlemi gerçekleşmesinden dolayı hisse senedi tahsisinden pay oranı artmıştır. Bu sonuç işletme yöneticileri için beklenenden yüksek arz fiyatları için aracı kurumla pazarlık konusunu gündeme getirmiştir. Bu gündeme gelen konu ile de mecburen düşük fiyatlamayı isteksiz de olsalar kabul etmektedirler.

Firma Amaç Fonksiyonunun Değişmesi Hipotezi'nde ise; işletmeler başarılı bir halka arz için zamanla piyasada bulunan güvenilir aracı kurumlarla çalışmayı tercih etmiştir. Tercih edilen aracı kurumların geçmişte seçmiş oldukları fiyatlama politikasını göz önüne almamış ve böylelikle halka açılan işletmelerin kabul ettikleri fiyat düşük olmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların literatür incelemesi yapıldığında ortalama ilk gün getirileri ve düşük fiyatlandırma olgusunun varlığına dair yapılan bazı araştırmalar aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 1: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Düşük Fiyatlama İle İlgili Çalışmalar

Ülke	Yazarlar	Halka Arz Sayısı	Periyot	Ortalama İlk Gün Getiriler (%)
ABD	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	15649	1960 - 2007	18
Almanya	Ljungqvist; Rocholl; Ritter	652	1978 - 2006	26,9
Arjantin	Eijgenhuijsen & Van Der Valk	20	1991 - 1994	4,4
Avusturya	Aussenegg Rogiers, Manigart & Ooghe	96	1971 - 2006	6,5
Belçika	Manigart DuMortier; Ritter	114	1984 - 2006	13,5

Brezilya	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito	180	1979 - 2006	48,7
Çin	Chen, Choi and Jiang	1394	1990 - 2005	164,5
Danimarka	Jakobsen & Sorensen; Ritter	145	1984 - 2006	8,1
Endonezya	Hanafi; Ljungqvist & Yu; Danny; Suherman	321	1989 - 2007	21,1
Filipinler	Sullivan & Unite; Ritter Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien	123	1987 - 2006	21,2
Fransa	Womack; Chahine; Ritter	686	1983 - 2006	10,7
İngiltere	Dimson; Levis	3986	1959 - 2006	16,8
İran	Bagherzadeh	279	1991 - 2004	22,4
İspanya	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera	128	1986 - 2006	10,9
İsveç	Rydqvist; Schuster; Simonov; Ritter	406	1980 - 2006	27,3
İsviçre	Ritter	147	1983 - 2006	29,3
Nijerya	Ikoku; Achua	114	1989 - 2006	12,7
Malezya	Isa; Isa & Yong; Yong Aggarwal, Leal & Hernandez	350	1980 - 2006	69,9
Meksika	Eijgenhuijsen & Van der Valk	88	1987 - 1997	15,9
Polonya	Jelic & Briston; Ritter	224	1991 - 2006	22,9
Rusya	Ritter	40	1999 - 2006	4,2
Tayvan	Chen Wethyavivorn & Koo - smith; Lonkani & Tirapat	1312	1980 - 2006	37,2
Tayland	Ekkayokkaya and Pengniti	459	1987 - 2007	36,6
Yunanistan	Nounis, Kazantzis & Thomas	363	1976 - 2005	25,1

Kaynak: Ritter, J.R. (2003), Differences between European and American IPO markets. *European Financial Management*, 9(4), 421-434. Tablo, J. R. Ritter tarafından 14 Ekim 2008 tarihinde güncellenmiş olup, yukarıdaki veriler adı geçen tablodan oluşturulmuştur.

Yapılan araştırmalar sonucunda Tablo 1'de de görüldüğü gibi düşük fiyatlama olgusu bütün piyasalarda kabul edilmiştir. Bütün piyasalar olarak hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalar kast edilmektedir. Türkiye'de de bu alan üzerine yapılan çalışmalar mevcuttur.

1996 yılında Kıymaz'ın yaptığı çalışmada, 1990-1995 yılları arası imalat sektörü baz alınmış ve ilk defa arzı yapılmış olan 88 hisse senedi incelemiştir. Çalışmaya konu olan işletmelerin ilk getiri oranı %12,3 olmuştur. 5. ayın sonunda elde edilen sonuçlar ise; % - 2,5 olmuştur.

1997 yılında Kıymaz bu sefer mali sektörde bulunan ve ilk halka arz edilen 39 işletmeyi baz almıştır. Çalışma dönemleri olarak bir önceki çalışmasında yer alan aynı dönemleri baz almıştır. Bu sektör için ilk gün getirileri ise % 15,3 olarak hesaplanmıştır. Alt grup getirileri tek tek incelendiği zaman ise; bankalar % 20,9, sigortalar % 10, leasing/factoring % 5,5 ve yatırım/holding % 18,5 olarak değer almıştır. Hisse senetlerinin ilk

gün sonunda elde ettiği getirilerden sonraki performansları incelendiğinde ise, bir önceki çalışmasına paralel olarak negatif değer aldığı görülmektedir.

Özer'in (1999) yaptığı çalışmada bir sektör seçilmemiştir. Çalışma periyodu olarak Kasım 1989 ile Nisan 1994 arasını tercih etmiştir. Bu dönemde ilk defa arzı yapılan 89 hisse senedinin performansları araştırılmış. Sonuçlar incelendiği zaman; halka arz ve sonrası ilk üç gün hisse senetlerinin piyasa getirilerinin üzerinde bir kâr sağladığı ancak diğer günler yatırımcısına piyasa ortalamasında getiriler sunduğu yönde olmuştur.

Kıymaz'ın 2000 yılında yaptığı çalışmada endüstri işletmeleri, finansal kuruluşlar gibi farklı işletmeleri çalışma konusu yapmıştır. Çalışma dönemi olarak 1990-1996 yılları arasında ilk defa arzı yapılan 163 işletmenin ortalama ilk gün getirileri çalışılmıştır. Bulunan değer % 13,1 olarak değerlendirilmiştir. Düşük fiyatlamaya yapan işletmeler bazında bakıldığı zaman ise; endüstri işletmeleri % 11,7, finansal kuruluşlar % 15, diğerleri için ise % 17,6 olarak tespit edilmiştir. Bulunan değerlerin birbirlerine yakın olmasına rağmen farklılık göstermeleri düşük fiyatlamaya etki eden faktörleri akla getirmektedir. Bu faktörler olarak işletmelerin büyüklüğü, piyasada var olan yükseliş gibi değişkenler sayılabilir.

Durukan 2002 yılında 1990-1997 dönemlerini çalışma konusu olarak belirlemiştir. Ayrıca çalışmaya ilk defa arzı yapılan 173 işletmenin getirileri üzerinden hesaplamalar yapmıştır. İlk gün getirileri hesaplandığı zaman ise; % 14,61 olarak tespit etmiştir. Ayrıca elde ettiği getirileri 36 aya kadar incelemeye devam etmiş ve işletmenin büyüklüğü, toplanan hasılat, halka arz yöntemi, işletmenin yaşı gibi değişkenlerini de istatistiksel olarak yorumlayarak anlamlı bulmuştur.

Türüdü'nün (2001) 1999 - 2000 tarihlerini baz alarak 21 işletmenin hisse senetlerini incelemiştir. Hisse senetlerini günlük, haftalık, aylık ve 6 aylık olarak getirilerini hesaplamış ve ulaştığı sonuçlar ile Türkiye piyasasında düşük fiyatlandırmanın varlığı kanıtlamıştır.

Teker ve Ekit BİST'de 2000 yılında halka arz edilen 34 işletmeyi çalışma konusu yapmıştır. Yaptıkları çalışma ile ilk gün getirileri ile yatırımcısına pozitif getiri sağladığı görülmüştür.

Ünlü ve Ersoy, çalışmaya 141 işletmeyi dahil etmişlerdir. Çalışma süresi olarak 1995 - 2005 yıllarını baz almışlardır. Çalışma sonucunda ulaşılan sonuç olarak; BİST'te ilk gün düşük fiyatlandırma olduğu yönünde olmuştur.

Küçükkoçaoğlu'nun 2008 yılında yapmış olduğu çalışma piyasada halka arz yöntemlerinden hangisinin daha fazla düşük fiyatlama yaptığını tespit etmeye yönelik olmuştur. Fiyat teklifi alma yoluyla halka arz yöntemi % 11,47, sabit fiyatla talep toplama yöntemi % 7,01 olarak hesaplamıştır.

Düşük fiyatlama ve kısa dönem performansları yapılan çalışmaların başlıca konularını oluşturmuştur. Bu çalışmalar incelendiği zaman ülkemizde yapılan araştırmalar yurtdışında yapılan çalışmalara paralellik göstermektedir. Ülkemizde yapılan çalışmalar ilk defa arzi gerçekleştirilen hisse senetlerinin genellikle düşük fiyatlama olgusu ile fiyatlandırıldığını göstermektedir. İşletmelerin iç ve dış sebeplerden dolayı piyasada alması gereken gerçek değerinin altında satılması ile arz işleminin gerçekleştirildiğini ortaya koyan çalışmalar mevcuttur (Küçükkoçaoğlu, 2013).

Bu alanda yapılan çalışmalar genellikle düşük fiyatlama olgusunun İMKB / BİST'de var olup olmadığı yönünde olmuştur. Bu fiyatlandırmaya yönelimin nedenleri de ayrıca araştırma konusunu oluşturmaktadır.

Uluslararası literatürde karşımıza ilk olarak 1975 yılında yapılan çalışma çıkmaktadır. Türkiye'de yapılan çalışmada Güzelhan ve Ağar'ın 1991 yılında yapmış olduğu çalışmadır. 1989 - 1991 yılları arasında 36 işletmenin ilk arzları ele alınmıştır. İncelenen değerlerde ilk günlük getirisi % 2,6, haftalık getiri % 9,5 ve ilk ay ortalama getiri değeri olarak ise % 9,5 hesaplanmıştır. Bu sonuçlar ışığında İMKB'de düşük fiyatlama olgusunun olduğu konusunda bilgi edinilmektedir.

1992 yılında Aydoğan ve Yıldırım'ın 1989 - 1991 yılları arasında yapılan halka arzlar araştırılmıştır. İncelenen işletme sayısı olarak 33 işletme baz alınmıştır. Yapılan incelemeler sonrasında ilk gün getirileri % 1,2, 20.gün getirileri % -0,1 ve son olarak 100.gün getirileri ise % 18 olarak hesaplanmıştır (Savaşkan, 2005). Düşük fiyatlama olgusunun bir göstergesi olarak ilk gün getirilerinin pozitif olması bizim için yeterli gösterge olmuştur.

Ayden ve Karan'ın 2000 yılında İMKB'de ilk defa arz edilen 70 işletmenin uzun vadeli performansları incelenmiştir. Çalışma periyodu olarak 1992 – 1995 dönemleri baz alınmıştır. İMKB'de sadece kısa sürede değil uzun sürelerde de düşük fiyatlama olup olmadığı test edilmiştir. Yapılan çalışmada işletmelerin 36 aylık performansları değerlendirilmiş ve sadece 11.aydaki getirilerin % 90 oranında olduğu gözlemlendiği çalışma sonucunu belirlemiştir. Bu ulaşılan sonuç ile İMKB'de uzun vadelerde düşük fiyatlama olmadığı belirtilmiştir.

2006 yılında Durukan çalışmasını 112 işletme ile yapmıştır. Çalışmasında 1994 – 2003 yılları arasını baz almıştır. İncelenen işletmelerin ilk gün getirileri hesaplanmış ve ortalama olarak % 7,5 gibi bir değer aldığı görülerek, düşük fiyatlamanın varlığı kanıtlanmıştır.

Orhan 2006 yılında yaptığı çalışmada, düşük fiyatlandırma olgusunu daha belirgin hatlarla ortaya çıkmasını sağlamıştır. Bunu sağlamak için de çalışmasını kısa, orta ve uzun vade olarak ayrı ayrı incelemiştir. Sektör seçimlerini imalat, finans ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren işletmelerden seçmiştir. Çalışmanın popülasyonunu 119 işletme oluşturmuştur. Çalışmada yer alan kısa, orta ve uzun vadeli süreçleri kendi içlerinde günlük, aylık ve yıllık olarak kategorize etmiştir. Kısa vadeyi 10 gün, Orta vadeyi 1, 2, 4 ve 6 ay olarak ve uzun dönemi ise 1, 2 ve 3 yıl olarak belirlemiştir.

Kısa vadede işletmelerin getirilerinin dalgalı olduğu gözlemlenmiş ve en yüksek getiri enerji sektörünün olmuştur. Ancak İMKB'de yapılmış bir çok çalışmanın aksine kısa vadede düşük fiyatlamanın olmadığını, orta ve uzun vadelerde gerçekleşen getiri oranlarının en yüksek değerlerde olduğu görülmüştür. Bu sonuçlardan yola çıkarak kısa vadede meydana gelen durum açısından bakıldığında orta ve uzun vadeli getirilerin daha iyimser olduğu söylenebilir.

Ünlü ve Ersoy'un 1995 - 2008 yıllarını baz alarak İMKB'de bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmada düşük fiyatlandırma olgusu ve arz işlemi sonrasında hisse senetlerinin performansını etkileyen faktörlere bakılmıştır. Araştırma sonuçları olarak karşımıza 20 yaşından büyük işletmelerde ve sabit fiyatla talep toplanan arzlarda düşük fiyatlama olgusunun yüksek oranda meydana geldiği görülmüştür. Çalışmada sabit fiyatla talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama yöntemleri için ayrı ayrı hesaplamalar yapılmıştır. Elde edilen değerler düşük fiyatlama verileri olarak sabit fiyatla talep toplama yöntemi için % 7,2, fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi için ise % 2,2 olarak bulunmuştur.

Küçükkoçaoğlu 1993 - 2005 yılları arasında 3 farklı halka arz yöntemini karşılaştırmıştır. Bu yöntemler; fiyat teklifi alma, sabit fiyat ve borsada satış yöntemleridir. Bu 3 yöntem için de ilk gün getirileri üzerinden düşük fiyatlama olgusunu test etmiş ve bu varlığı doğrulamıştır. Fiyat teklifi alma yönteminde elde edilen değer % 11,47, sabit fiyat toplama yönteminde % 7,01 ve son olarak incelenen yöntemlerden borsada satış yöntemi için ise % 15,68 olarak hesaplanmıştır. Çalışma sonucunda sabit fiyatla talep toplama yönteminin düşük fiyatlama üzerinde yarattığı etkinin borsada satış yöntemine göre daha etkili olduğu belirtilmiştir.

Uzun yaptığı çalışmada yöntemlerle birlikte düşük fiyatlandırma olgusunu test etmiştir. Çalışma yıllarını 2004 - 2007 olarak belirlemiştir. Sabit fiyat yöntemiyle 13 işletmenin, fiyat aralığı yöntemiyle ise 15 işletmenin hisse senetlerinin performanslarını incelemiştir. Sabit fiyatla yönteminde ilk gün getirisi % 2,43, fiyat aralığı yönteminde ise % 10,31 olarak bulunmuştur. Elde edilen sonuçlara bakıldığında, sabit fiyat yöntemiyle yapılan halka arzlarında belirsizliğin yüksek getirilerin ise düşük olması ile sonuçlanmıştır.

İlk defa halka arzlarla ilgili olarak yurtdışında da çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu konuda ilgili literatür tarandığı zaman karşımıza ilk sayılabilecek örnek olarak Reilly ve Hatfield'in 1969 yılında 1963 - 1966 yıllarını kapsayan çalışması çıkmaktadır. İlgili çalışma 53 işletmenin getirileri üzerinden yapılmıştır. Çalışmada yer verilen bölümler hem kısa vadeli hem de uzun vadeli performansları üzerine olmuştur. Kısa dönem olarak belirtilen süre, arzın yapıldığı günden sonraki 1 haftalık süreç ve hemen sonraki 4 haftalık süreç olarak belirlenmiştir.

Uzun dönem periyodu ise; arzın gerçekleştirilmesinden 1 yıl sonra olarak tanımlama yapılmıştır. Reilly ve Hatfield'in, birinci hafta için hesapladıkları değer % 9,9 birinci ay için getiri değeri % 8,7 ve birinci yıl için buldukları değer ise % 43,7 olarak değerlendirilmiştir. Çalışma sonucu olarak; kısa veya uzun vadede getiriler diğer işlem görülen piyasalardan daha yüksek olduğu kanıtlanmıştır.

1972 yılında McDonald ve Fisher'in yaptığı çalışmada, 1969 yılının ilk üç ayında 142 işletmenin farklı zaman süreçlerindeki getirileri hesaplanmıştır. Çalışmadaki amaç kısa vadede yatırımcısına getiri sağlayıp sağlamadığı olmuştur. Çalışmanın birinci haftasında % 28,5, birinci ayında % 34,6 ve birinci yılında ise % -3,2 olarak hesaplanmıştır.

Uluslararası düzeyde Loughran, Ritter ve Rydqvist'in çalışması bulunmaktadır. Çalışmalarında dünya genelinde bir çok piyasada gerçekleşen arzları kısa ve uzun vadelerde incelemişlerdir. Çalışmalarının bir sonucu olarak sabit fiyatla talep toplama yönteminde düşük fiyatlamanın yüksek oranlarda görüldüğü gözlemlenmiştir.

Benveniste ve Busaba 1997 yılında yaptıkları çalışmada, riskten kaçınan işletmelerin hangi talep toplama yöntemini benimsediklerini ortaya koymaya çalışmışlardır. Bu çalışma sonucu olarak ise; sabit fiyatla talep toplama yöntemi çıkmıştır. Ancak fiyat teklifi alma yönteminde ise daha fazla getiri ve hisse satışına imkan sağlamaya olanak sağladığı bir başka sonuç olarak yer almıştır. Bu yöntemin daha fazla risk taşıması da başka bir sonuçtur.

2000 yılında Aorsio, Giudici ve Paleari, 2001 yılında ise Giudici ve Paleari'nin çalışmaları mevcuttur. 1985 - 1999 yıllarını baz alarak incelemeler yapmışlardır. Piyasa olarak ise Milan borsası seçilmiş ve burada yer alan işletmeler üzerinden çalışmalar yapılmıştır. Fiyat teklifi alma yönteminde düşük fiyatlama oranı % 8,32 iken, sabit fiyat yönteminde bu oran % 28,33 olarak sonuçlanmıştır.

2000 yılında Sherman'ın yaptığı çalışmada, sabit fiyatla talep toplama yönteminin kullanılmasıyla daha yüksek oranda düşük fiyatlamaya sebep olduğunu göstermiştir.

Ljungqvist, Jenkinson ve Wilhelm (2000) yaptıkları çalışmada 1992 - 1999 yılları baz alınarak çalışma yapılmıştır. Tek bir ülkenin piyasası yerine dünya genelinde 61 piyasayı inceleyerek geniş bir çalışma verisi elde etmişlerdir. Bu geniş veri seti 2051 işletme verisinden oluşmaktadır. Çalışma sabit fiyatla talep toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemleri üzerine yoğunlaşarak gerçekleştirilmiştir. Bu iki yöntem için de doğrudan ve dolaylı halka arz maliyetleri incelenmiştir. Buna bilgilere göre, fiyat teklifi alma yönteminde sabit fiyat yöntemine göre doğrudan maliyet iki şekildedir. Buna karşın, sabit fiyatla talep toplama yöntemi diğer yöntemlere göre daha az maliyetlidir ve daha düşük fiyatlama sağlamaktadır. Bu bilgilere rağmen, sabit fiyatla talep toplama yöntemi piyasada kullanım alanı bakımından geniş bir uygulama alanına sahiptir.

Gajewski ve Gresse'nin yaptıkları çalışmalar 15 Avrupa ülkesini kapsamaktadır. Çalışma dönemi olarak ise 1995 - 2004 yılları arası alınmıştır. Yapılmış çalışmada fiyat teklifi

alma yolu ve diğer yöntemlerin düşük fiyatlama ve likidite açısından karşılaştırmalarına yer verilmiştir. Çıkan sonuç olarak ise; düşük fiyatlama olgusunun ve likiditenin diğer yöntemlere göre daha düşük olduğu gözlemlenmiştir.

Ibbotson (1975), 1965 - 1969 yılları arasında yaptığı çalışma 120 işletmeyi kapsamaktadır. Bu çalışmada arz edilen birinci günden o ayın sonuna kadar olan dönemde gerçekleşen getiriler hesaplanmıştır. Hesaplanan bu oran % 11,4 olarak bulunmuştur.

Chalk ve Peavy'nin 1987 yılında yayınladıkları çalışmada, 1975 - 1982 tarihlerini kapsamaktadır. Çalışmaya konu olan 649 işletme bulunmaktadır. Arzın gerçekleştiği gün hesaplanan toplam getiri % 21,67, 190 gün sonun hesaplanan toplam getiri ise % 17,99 olarak hesaplanmıştır.

Konu ile ilgili olarak veri seti ve yıllar açısından en kapsamlı yapılmış çalışma Ibbotson, Sindelar ve Ritter (1987) tarafından yapılmıştır. 1960 - 1987 dönemlerini kapsamaktadır. Çalışmaya konu olan veri seti ise; 8668 adet işletmenin hisse senedi oluşturmaktadır. Çalışmanın sonucu olarak aylık getiri oranı % 16,4 olarak tespit edilmiştir (Dhatt, 1995).

1990 yılında yayınlanan çalışmada Aggarwal ve Rivoli, 1977 - 1987 yılları arasını baz almıştır. Çalışmada veri seti olarak 1598 işletmenin hisse senetleri incelenmiştir. Çalışma sonrasında çıkarılacak sonuç; bir yatırımcı, hiç bir şekilde bir şeye bağlı kalmadan herhangi bir hisse senedini alarak (arz gününde) ve yine aynı hisse senedini aynı gün sonuna kadar tutması halinde, bu yatırımdan NASDAQ endeksinde % 10,67 oranında yüksek getiri sağlayacağı belirtilmiştir. Başka bir sonuç olarak yatırım bankalarının düşük fiyatlama olgusuna karşılık olarak savunma mekanizmaları geliştirmeleridir. Çalışmaya göre hisse senetlerinin kısa sürelerde kârlı bir yatırım ancak uzun sürelerde o kadar etkili olmadığıdır.

Carter ve Manaster (1990), 1979 - 1983 yılları arasında halka arz edilen 501 işletme ile çalışma yapmışlardır. Yapılan çalışmada kısa sürede hisse senetlerinin getirileri % 16,79 olduğu görülmüştür. Tespit edilen bu değer ile düşük fiyatlandırma yapıldığı netleşmiştir. Bulunan sonuca ek olarak Rock'ın (1986) düşüncesini de geliştirmeyi, desteklemeyi hedeflemişlerdir. Bu düşünce ilk halka arz fiyatında yaşanan ani yükseliş ile konuyla ilgili bilgisi olmayan yatırımcıların üstün bilgi dolayısıyla karşı karşıya kalacakları riskten

korumaktır. Bilgili yatırımcıların sermayeye yapacağı katkı ile fiyatın o oranda dengeleneceği belirtilmiştir. Burada yapılan çıkarım; yeni girişimlerde bulunan yatırımcılar yeterli kaynakları olduğu için bilgiye yatırım yapmak isteyeceklerdir ve sınırlı kaynaklarını riski en yüksek yatırımlar hakkında bilgi sahibi olmak isteyeceklerdir.

Fiyat artışından dolayı zararlı duruma düşme olasılığı taşıyan işletmeler bu riskleri alamadıklarını ve daha düşük risk taşıdıklarını ispatlamak için piyasada güç sahibi aracı kurumlar ile reklam yapacaklardır. Sonuç olarak; Carter ve Manaster (1990), aracı kurumun piyasada gücü ile bu kurumların aracılık ettikleri senetlerin fiyat artışları arasında ters şekilde çalışan bir ilişki olduğu çalışmada yer almıştır.

Düşük fiyatlama olgusu için bir çok piyasa incelenmiştir. İncelenen piyasalar Amerika başta olsa da bunu Şili, Meksika ve Brezilya gibi Güney Amerika ülkeleri de takip etmektedir. Aggarwal, Leal, Hernandez (1993), yapılan çalışma döneminde performan bakımından liste başlarında olan piyasa olarak Şili, Brezilya ve Meksika'yı ele almışlardır. Çalışma dönemi olarak 1980 - 1990 dönemi Brezilya için baz alınmış olup, 62 işletme inceleme alanını belirlemiştir. 1982 - 1990 dönemi Şili ülkesi için ve 36 işletme çalışma evrenidir. Son olarak ise Meksika için 1987 - 1990 yılları arası ve 44 işletme baz alınmıştır. İncelenen ülkeler için getiriler Brezilya için % 78,5, Şili için % 16,3 ve son olarak Meksika için ise % 33,0 olarak hesaplanmıştır.

Dawson (1987), Hong-Kong, Singapur ve Malezya ülkelerinin piyasalarında araştırma yapmıştır. Çalışma yılları olarak hepsi için aynı dönemleri baz almış olup, 1978 - 1983 yıllarıdır. Hong-Kong piyasası için 21 işletme, Singapur piyasası için 39 işletme ve Malezya piyasası için ise 21 işletme verileri üzerinden çalışmasını yapmıştır. Getiriler ise Hong-Kong için % 13,8, Singapur için % 39,4 ve son olarak Malezya için ise % 166,6 olarak hesaplanmıştır.

Dünya genelinde yapılan araştırmalar Avrupa'da da araştırma konusu olmuştur, İsviçre, İsveç, İngiltere gibi. Bu ülke piyasalarında diğer ülke piyasalarında olduğu gibi düşük fiyatlandırma araştırılmıştır. Çalışma için farklı tarihler ve farklı işletme sayıları konu oluşturmuştur. Elde edilen getiri sonuçları % 12 ile % 39 arasında değişkenlik göstermiştir ve bu sonuçlarla düşük fiyatlandırmanın olduğu kabul edilmiştir (Yi,1997).

Baron, halka arz işlemi sırasında, bankaların arzı yapan işletmelerden daha fazla bilgiye sahip oldukları için talep koşullarını ve düşük fiyatlandırma yöntemini bankalar tarafından kullanılan bir teknik olduğunu savunmuştur (Baron, 1982). Beatty ve Ritter (1986), yaptıkları çalışma ile Baron'un çalışmasını doğrular nitelikte sonuçlara ulaşmışlardır. Bu sonuçlardan biri; halka arz edilen şirketlerin yatırımcılar karşısında daha cazip hale gelmesi için düşük fiyatlandırıldığıdır (Ljungqvist, 2006).

Koh ve Walter (1989), kullandıkları piyasa olarak Singapur piyasasını seçmişlerdir. Bu çalışmada ulaşılan sonuç olarak; düşük fiyatlama olgusunun derecesini, yatırımcının hisse senedini alma isteği ile birlikte değerlendirmişlerdir. Değerlenen sonuçlar karşısında ise negatif bir ilişkinin varlığından söz etmek mümkündür.

Rock (1986), piyasada bulunan oyuncuların bilgi seviyelerine göre eğilimleri hakkında yorum yapmıştır. Bu çalışmada yapılan yorum ise; bazı yatırımcıların diğer yatırımcılara oranla daha fazla bilgi sahibi olduklarını ve bu yüzden de yüksek fiyatlı olan hisse senetlerini almadıkları tezini savunmuştur (Pons-Sanz, 2005).

Rock ve Koh ile Walter'ın çalışmaları karşılaştırıldığı zaman piyasalarda yatırım yapanlar arasında farklılıklar dikkat çekici olmuştur. Rock, bilgi sahibi yatırımcıların düşük fiyatlanmış hisse senedi almaya yöneldiklerini savunmuştur. Piyasada bu şekilde oluşan arzın artması ile de düşük fiyatlama olgusunun artacağı görüşündedir. Yeterli bilgi sahibi olmayan yatırımcıların çok fazla olmasında ise ; az önce bahsi geçen ilişkinin tersi yönde çalışmasına, zayıflamasına neden olacaktır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda çok fazla araştırma yapılmıştır. İki farklı piyasa için bir kıyaslama yapmak gerekirse; gelişmekte olan piyasalarda daha yaygın şekilde düşük fiyatlama görüldüğü yapılan çalışmalarla gösterilmiştir (Kurtaran, 2013). Düşük fiyatlama gelişmiş piyasalarda min. seviyelerde seyrederken (% 6 - % 20), gelişmekte olan piyasalarda bu oran max. seviyelere çıkmaktadır (% 500). Max. seviyelerden bir başka örnek olarak Su ve Fleisher'in 1987 - 1995 yıllarını baz alarak yaptıkları çalışmada düşük fiyatlama olgusunun oranı % 948,6 olarak yer almıştır. Piyasa olarak ise Shanghai piyasasında çalışmada seçilmiştir (Su ve Fleisher, 1999).

Teorikte oluşturulmuş modellerin bir çoğunun piyasa dinamiklerine göre değişkenlik gösterdiği bilinmektedir. Bu bağlı olarak değişken yapı işlevselliği önemli ölçüde etkilemektedir. Bu sebeple, arz işlemleri ile ilgili yapılan çalışmalar öncelikle sermaye piyasasının ve bu piyasada bulunan yatırımcıların özellikleri hakkında fikir vermektedir (Kaderli ve Demir).

3. BORSA İSTANBUL (BİST)'DE İLK HALKA ARZLARDA DÜŞÜK FİYATLANDIRMA ANALİZİ

Çalışmaya konu olan 1993 - 2014 yılları arasında halka arz edilmiş 280 işletmenin finansal verileri üzerinden inceleme gerçekleştirilmiştir. 280 işletmenin halka arz yöntemi, aracılık yüklenimi, satış yöntemi, gerçekleşen fiyatları, işletmelerin halka arzda kullandıkları gerçekleşen fiyatları, bu fiyatlar üzerinden elde ettikleri hasılat ve günlük getiri değerleri verileri toplanmıştır. Bu veriler ile işletmelerin düşük fiyatlandırma kullanıp kullanmadığı irdelenmiştir. İşletmelerin gerçekleşen fiyatları, günlük getirileri ve hasılatları üzerinden halka arzın maliyetleri hesaplanmış olup, hasılatın içinde ne kadar maliyet yer aldığı incelenmiştir.

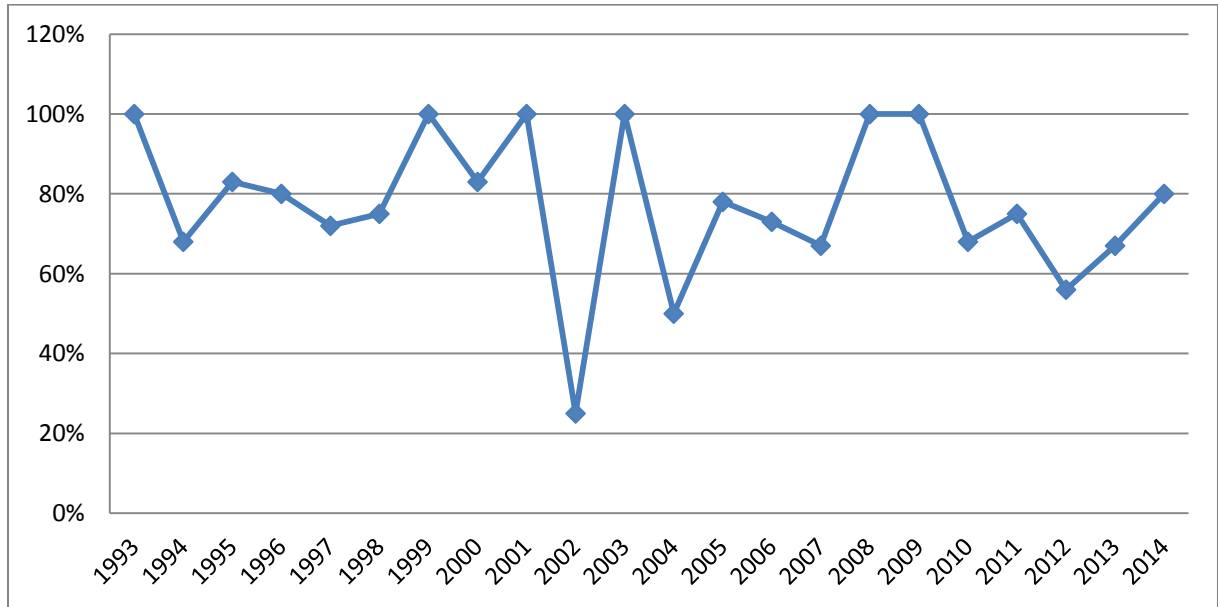
Çalışmada toplanan işletmelerin verileri üzerinden fiyat ve maliyet hesapları yapılmıştır. Hesaplanan fiyat ve maliyetler; halka arzın ilk gün kapanış değerleri, ekstra maliyetler, halka arz maliyeti, düşük fiyatlandırma kullanan işletmelerin bu tercihlerinden dolayı katlandıkları düşük fiyatlandırma maliyeti (cost of underpricing) ve son olarak toplam maliyet hesabı yapılmıştır. Hesaplanan maliyetlere ek olarak; işletmelerin düşük fiyatlandırma ile katlandıkları toplam maliyetin hasılat içindeki yüzdesi de hesaplanmış olup, yorumlanmıştır. 1993 - 2014 yılları arasında 280 işletmenin hesaplanan maliyetlerinin hesaplamaları; Brealey R,A., Myers S,C. & Marcus A,J., (Eds.), (2001), *Fundamentals of Corporate Finance*, Phoenix: University Of Phoenix kitabında Initial Public Offering bölümünde Costs Of An IPO başlığı altında yer alan hesaplamalar baz alınmıştır. Bu hesaplamaları inceleyecek olursak; halka arz işleminin ilk gün kapanış fiyatı günlük getiri ve gerçekleşen fiyat üzerinden hesaplanmıştır. Günlük getiri ve hasılat değerleri üzerinden işletmelerin katlandıkları ekstra maliyet hesaplanmış olup, arz maliyeti ise Türkiye'de halka arz maliyeti olarak standart olarak kabul edilen % 3,5 değeri baz alınarak hasılat üzerinden hesaplanmıştır.³⁰

Referans alınan hesaplamalardan üzerinde durulan konu olarak düşük fiyatlandırma maliyeti ise; hasılat tutarından işletmelerin halka arz ile katlandıkları ekstra maliyet tutarının düşülmesi ile hesaplanmıştır. Toplam maliyet ise; işletmeler açısından maliyet kalemi oluşturan arz ve düşük fiyatlandırma maliyetlerinin toplamı ile elde edilmiştir. Düşük fiyatlandırma olgusu var olan işletmelerde ise ayrıca hasılatın içinde var olan olgudan dolayı toplam maliyetin yüzdesi hesaplanmıştır.

³⁰ Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, Kocaeli Sanayi Odası Raporu, Yayın No: 2010, Araştırma: 09.

Düşük fiyatlandırma için kullanılan tanımlar literatürde benzerlik göstermektedir. Yalçiner'in (2006) yaptığı tanım olarak; halka arzı ilk defa gerçekleştiren hisse senedinin yatırımcıya kısa vadede yüksek getiriler sağlamasıdır. Ayrıca Kurtaran'ın (2008) yapmış olduğu tanımdan yola çıkarak; arz işleminden sonra yatırımcılarına ilk gün getirisi olarak pozitif kazanç olarak tanımlanması teze konu olan işletmelerde düşük fiyatlama olgusunun varlığını test etmeye yol göstermiştir. Bu tanımlardan yola çıkarak hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılması ile halka arz edildiğinin ve piyasada beklenen getirilerin üzerinde getirinin var olduğu gözlemlenmiştir. Günlük getirileri pozitif olan şirketler baz alınarak değerlendirme yapılmıştır.

1993 - 2014 yılları arası incelenen 280 işletmenin tablodaki verilerine bakıldığında; 71 işletmenin düşük fiyatlandırma olgusunu kullanmadıkları tespit edilmiştir. % 75 oranında düşük fiyatlandırmanın kullanıldığı görülmektedir.



Grafik 1: 1993 - 2014 Yılları Arası Halka Arz Edilen Şirketlerin Yüzde Dağılımı

Yıllar bazında inceleme yapıldığı zaman; sürekli bir istikrar görülmemekle birlikte dalgalı bir grafik elde etmekteyiz. Grafik detaylarına bakıldığında; 1993, 1999, 2001, 2003 ve 2008 yıllarında halka arz edilen bütün şirketlerin tamamında düşük fiyatlandırma olgusundan

bahsetmek mümkündür. Grafiğin en düşük değeri ise 2002 yılında yaşanmış olup, halka arz edilen dört şirketten sadece bir tanesinin düşük fiyatlandırmayı kullandığı görülmüştür. Diğer yıllar bazında bakıldığında genel ortalamanın biraz üzeri ve aşağısında yer aldıkları görülmektedir.

1993 yılında halka arz edilen 11 şirketin tamamında fiyatlandırma ilkelerinden düşük fiyatlandırmayı kullandıkları görülmektedir. 1994 yılında bu oran % 100'den % 68'e düşmüştür. Bu yılda açılan 19 firmadan 6 tanesinde düşük fiyatlandırma gözlenmezken, 13 tane şirketin düşük fiyatlandırmayı kullandığı görülmektedir. 1995 yılında halka arz edilen 18 şirket bulunmaktadır. Halka arz edilen şirketlerden 16 tanesinin düşük fiyatlandırma kullandıkları, 3 tanesinin ise ilk getirileri incelendiği zaman kullanmadığı görülmektedir. 1996 yılında 20 şirketin halka arzı gerçekleşmiştir. Bu şirketlerden 4 tanesinin düşük fiyatlandırma kullanmadığı görülmektedir.

1996 yılında düşük fiyatlandırma kullanma oranı % 80 olarak izlenmiştir. 1997 yılı 1996 yılına paralel olduğu görülmektedir. halka arz edilen şirket sayısında artış meydana gelmiş ve düşük fiyatlandırma kullanan ve kullanmayan şirket sayısı da aynı oranda artmış olup, oran % 72'dir. 1998 yılında halka arz edilen 16 şirketten 4 tanesinin düşük fiyatlandırma tercihini kullanmadığı görülmüştür. Buna karşın 12 şirketin kullandığı ve kullanma oranının % 75 olduğu görülmektedir.

1999 yılında halka arz edilen 8 şirketin tamamının düşük fiyatlandırma kullanmadığı ve oranın % 100 olduğu ilk getirilerinin incelenmesi sonucunda elde edilmiştir. Araştırmaya konu olan şirketler incelendiği zaman en fazla halka arz edilen şirket sayısının 2000 yılında olduğu gözlenmiştir. Bu yıl halka arz edilen şirketlerden sadece 6 tanesinin düşük fiyatlandırma kullanmadığı geri kalan bütün şirketlerin bu fiyatlandırmaya yöneldiğini söyleyebiliriz. 2000 yılı için düşük fiyatlandırmayı kullanım oranı % 83 olarak hesaplanmıştır. 2001 yılında ise; araştırmaya konu olan şirketler arasında en az halka arz edilen şirket sayısı bulunmaktadır. 2001 yılında 1 tane şirket halka arz edilmiştir. Halka arz edilen şirketin de düşük fiyatlandırma kullandığı görülmektedir.

2002 yılı incelendiği zaman ise; incelenen periyotlarda en az düşük fiyatlandırma oranının (% 25) bu yılda olduğu görülmektedir. Bu etkinin ülkenin genelinde de bu şekilde etkileri olduğunu söylemek mümkündür. Yaşanan krizlerin şirketler açısından fiyatlandırmayı etkilediği bir gerçektir. Bu yılda da bu etkiler gözlemlenmiştir. 4 şirket halka arz edilmiş olup, sadece 1 tanesinin düşük fiyatlandırma kullandığı izlenmiştir. 2003 yılında halka arz edilen

şirketlerin tamamının düşük fiyatlandırma kullandığı gözlenmiştir. 2004 yılında 12 şirketin halka arz edildiği görülmektedir. Bu şirketlerden 6 tanesinin düşük fiyatlandırma kullandığı görülmüştür.

2005 yılı incelendiği zaman; 9 şirketin halka arz edildiği ve bu şirketlerden sadece 2 tanesinin düşük fiyatlandırma kullanmadığı izlenmiştir. Diğer şirketlerin kullandığı ve kullanma oranının % 78 olduğu hesaplanmıştır. 2006 yılında halka arz edilen şirket sayısı 15 olmakla beraber düşük fiyatlandırma kullanan şirket sayısı oldukça yüksektir. 2006 yılında düşük fiyatlandırma oranı; % 73'dür. 2007 yılında halka arz edilen şirketler incelendiği zaman 9 şirketten 3 tanesinin düşük fiyatlandırma kullanmadığı, diğer şirketlerin kullandığı ve oranın % 67 olduğu görülmektedir.

2008 yılında incelenen periyotlar içinde kıyaslandığı zaman en az halka arzın gerçekleştiği yıllardan biridir. 2 tane şirket halka arz edilmiş olup ikisinin de düşük fiyatlandırma kullandığı görülmektedir. 2009 yılında 1 tane şirket halka arz edilmiş olup bu şirketin de düşük fiyatlandırma kullandığı görülmüştür. 2010 yılı halka arz edilen şirketler incelendiği zaman; 22 tane şirketin halka arz edildiği gözlemlenmiştir. Bu şirketlerden 7 tanesinde düşük fiyatlandırma olgusuna rastlanmamıştır.

2011 yılında halka arz edilen şirket sayısı 24'tür. Buna bağlı olarak 18 firmanın düşük fiyatlandırma kullandığı görülmüştür. 2012 yılı halka arz edilen şirketler incelendiği zaman en düşük oranlardan biri görülmüştür. 16 tane arz edilen şirketten 7 tanesinin düşük fiyatlandırma kullanmadığı görülmüştür. 2013 yılı incelendiği zaman; 9 tane halka arz edilen şirketten 6 tanesinde düşük fiyatlandırma olgusu gözlemlenmiştir. 2014 yılı halka arz edilen şirketler incelendiği zaman düşük fiyatlandırma olgusuna yüksek oranla karşılaşılmaktadır. 2014 yılı için bu oran % 80'dir.

Daha önce halka arz işleminin işletmeler açısından maliyet yükümlülüğü getirdiği bahsedilmiştir. Bu maliyet unsurlarını 5 ana başlık altında toplayabiliriz.

- Aracı kuruluşlara; ihracı yapan işletme, halka arz edilecek tutarın büyüklüğüne, verdiği aracılık hizmetinin türüne endeksle değişen oranda, yapılan arzın toplam tutarı üzerinden aracı kurumlara komisyonu ödemektedir. Söz konusu ücretler ihracı yapan kuruluş ile aracı kurum arasında yapılmaktadır. Yapılacak ödeme ise aracılık sözleşmesi ile tespit edilir.

- Sermaye Piyasası Kurulu'na; SPK'ya kayıt altına alınan ve satışı yapılacak olan payların ihraç değerinin % 0,2'si kadarını kayıt ücreti olarak ödemektedir.
- BİST'e; işletme sermayesinin nominal tutarının % 0,1'i oranında pazar kayıt ücreti ödenmesi gerekmektedir. Gelişen İşletmeler Piyasası'nda (GİP) işlem görecektir işletmeler GİP Listesi'ne kabul edilirken % 0,01, devam eden yıllarda ise GİP Listesi'nde bulunan payların nominal tutarı üzerinden % 0,0025 tutarında yıllık ücret ödemektedirler.
- Merkezi Kayıt Kuruluşu'na; Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.'ne halka açılan işletmelerden ödenmiş sermayenin % 0,1 oranında üyelik giriş aidatı ödenmektedir. Ancak bu oranda rakamsal olarak bir açıklama da mevcuttur: 2.000 TL'den az, 50.000 TL'den çok olmamak şartıyla.
- Diğer maliyet unsurları; bağımsız denetim kuruluşlarına, arz edilme işlemi ile ilgili olarak yapılan yurtiçi ve yurtdışı reklam şirketlerine ödenen ücretler.

Yukarıda açıklanan maliyet giderleri için Acıselsan şirketinin tahmini nakit girişleri üzerinden katlanacağı maliyetler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. İşletme için hesaplanan İhraç maliyeti rakamları düşüldükten sonra, sermaye artırımını ile sağlanacak tahmini nakit girişinin tutarı 9.750.000 TL'dir. İşletmenin bu işlemlerden dolayı ödemesi gereken tahmini maliyetler aşağıdaki gibidir (TL).

SPK Kurul Ücreti (Payların İhraç Değeri Üzerinden % 0,2)	19.264,00
BİAŞ Kayıt Ücreti % 0,1	481,60
MKK İhraççı Hizmet Bedeli % 0,1	9.632,00
Rekabeti Koruma Fonu Bedeli % 0,04	192,64
Aracı Kuruluşa Ödenecek Ücret	21.000,00
İlan ve Tescil Giderleri	1.000,00
Diğer giderler	5.000,00
TOPLAM	56.570,24
Pay Başına Tahmini Maliyet	0,1175

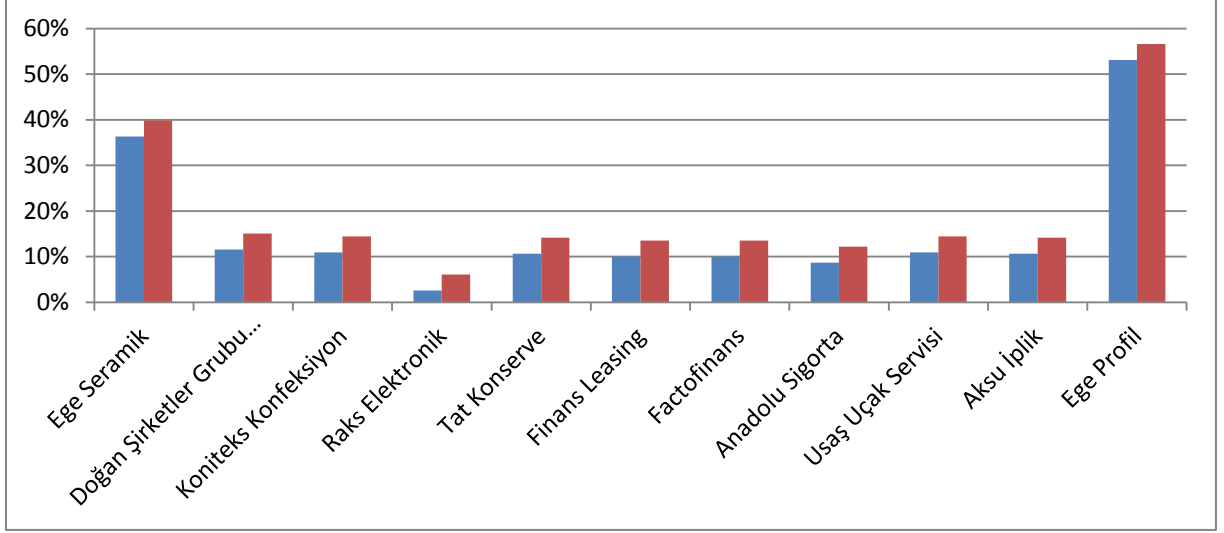
Tablo 2: Halka Arz Edilen Şirketin Maliyet Dağılımı

Tabloda da görüldüğü gibi toplam maliyet yaklaşık olarak 57.000 TL'dir. Sermaye artışı ile satılacak payların nominal değeri ise 481.600 TL olmakta, bu veriler sonucunda arz işlemi ile 1 TL'lik nominal değerli pay başına düşen tahmini maliyet tutarı yaklaşık olarak 0,1175 TL'dir.

Teze konu olan 280 şirketin verilerinden ilk gün getirileri, katlandıkları ekstra maliyetler, arz maliyetleri, düşük fiyatlandırma ile katlandıkları maliyetler ve toplam maliyetler hesaplanmıştır. Hesaplamalar yapılırken gerçekleşen fiyat ve günlük getiri değerleri ile ilk gün sonunda kazanılan getiriler hesaplanmıştır. Günlük getirileri üzerinden şirketlerin katlandıkları ekstra maliyetler hesaplanmış olup, Türkiye şartlarında arz maliyeti olarak kabul edilen % 3,5 standart arz maliyeti baz alınarak hasılat değeri üzerinden arz maliyeti hesaplanmıştır. Hesaplanan ekstra maliyet ve hasılat arasındaki fark şirketlerin halka arz edilirken kullandıkları düşük fiyatlandırma olgusu ile katlandıkları maliyetleri ortaya koymaktadır. En sonunda ise şirketlerin katlandıkları toplam maliyet hesaplanmıştır.

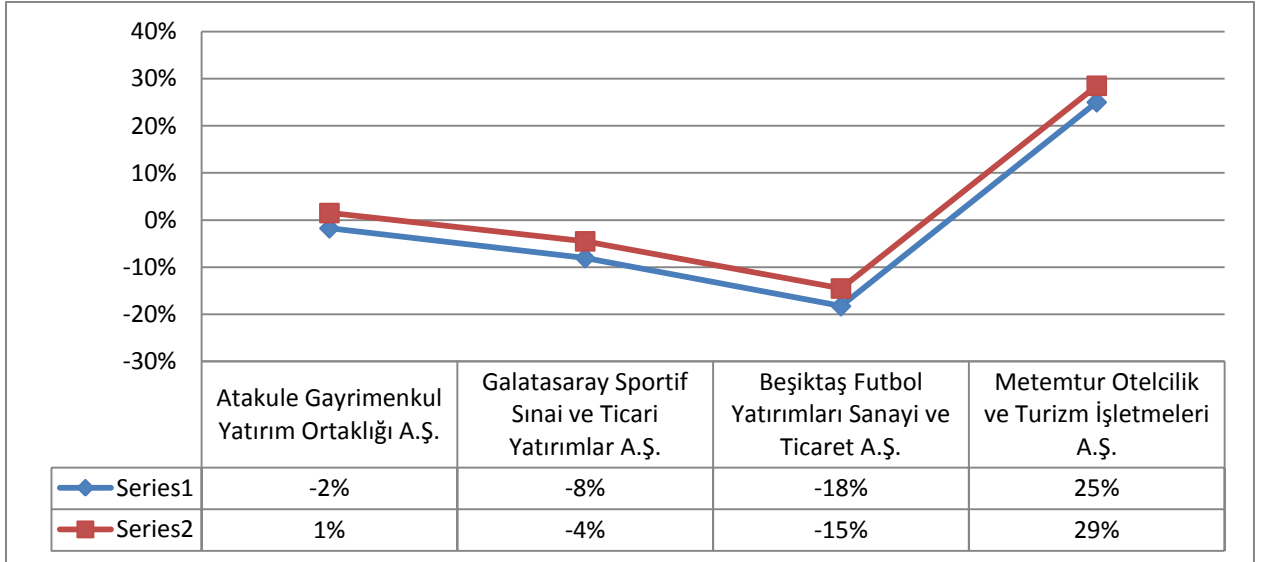
Maliyetlerle ilgili halka arz edilen şirketlerin verileri tablo üzerinden incelendiği zaman; düşük fiyatlandırma olgusu görülen şirketlerin tamamında katlandıkları maliyetlerin olduğu görülmüştür. Teze konu olan 280 şirketten 209'unda düşük fiyatlandırma gözlemlenmiştir.

Düşük fiyatlandırma gözlemlenen şirketlerde toplam maliyetin hasılat içerisindeki yüzdeleri incelendiği zaman günlük getirilerine paralel bir yapıda seyrettiği görülmektedir. Genel olarak günlük getiri yüzdelerinden ortalama 3 veya 4 puan üzerinde bir yüzdeye sahip olduğu gözlemlenmiştir.



Grafik 2: 1993 Yılında Halka Arz Edilen Şirketlerin Günlük Getiri ve Toplam Hasılat Yüzdeleri

Yukarıdaki tabloda 1993 yılında halka arz edilen 11 şirkete ait günlük getirilerin ve hasılat içerisinde toplam maliyetin yüzde karşılaştırmasını göstermektedir. 1993 yılında halka arz edilen bütün şirketlerde düşük fiyatlandırma olgusu olduğu için değerlerin pozitif olduğu görülmektedir.

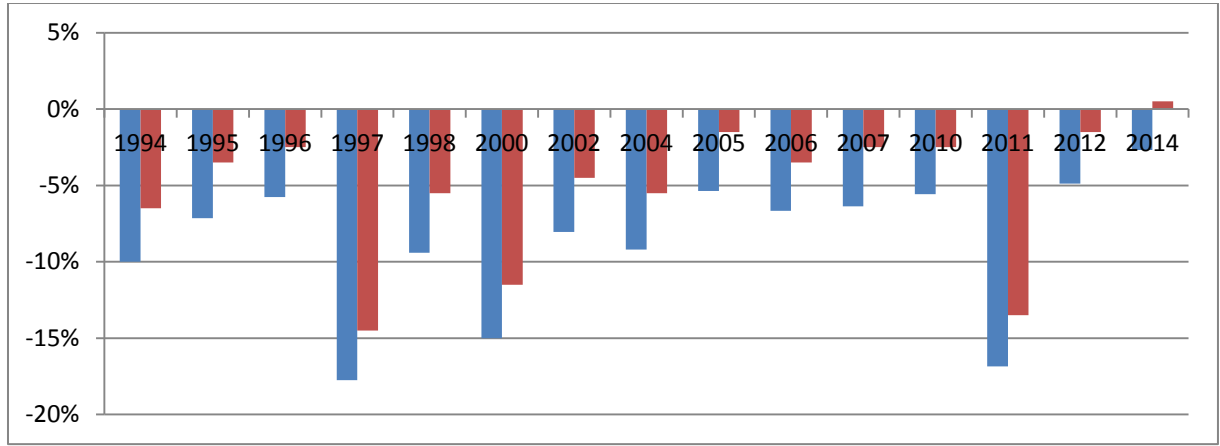


Grafik 3: 2002 Yılında Halka Arz Edilen Şirketlerin Günlük Getiri ve Toplam Hasılat Yüzdeleri

Yukarıdaki tablo verileri 2002 yılına aittir. Halka arz edilen 4 şirketten sadece 1 tanesinde düşük fiyatlandırma olgusunun var olduğu yapılan incelemeler sonrasında

görülmüştür. diğer 3 şirkette düşük fiyatlandırma gözlemlenmemiştir. Bu nedenle günlük getirileri ve toplam maliyet yüzdeleri negatif değer almışlardır. Ancak düşük fiyatlandırma şirketlerde görülmemesine karşın değerler yine tabloda da görüldüğü gibi paralellik göstermektedir.

Düşük fiyatlandırma olgusunu kullanmayan 71 şirketin değerleri incelendiği zaman ise; düşük fiyatlandırma kullanan ve paralellik gösteren şirketler gibi değerler paralellik göstermektedir. Katlanılan bir düşük fiyatlandırma olmadığı için bu değer şirketler için negatif olarak geçmektedir.



Grafik 4: Düşük Fiyatlandırma Görülmeyen Şirketlerin Günlük Getiri ve Yüzde Dağılımları

Yukarıdaki tabloda veri setinden her yılın içinden düşük fiyatlandırma olgusunu kullanmayan şirketlerin günlük getirileri ve hasılat içinde yüzdeleri görülmektedir. Düşük fiyatlandırma kullanan şirketlerde oluşan paralel yapının aynı şekilde devam ettiği grafik üzerinden görülmektedir. Düşük fiyatlandırma olgusunu kullanmayan şirketlerin değerleri daha önce de bahsedildiği gibi negatif değerler almaktadır. Ancak alınan negatif değere paralel olarak günlük hasılat yüzdelerini de etkilemekte olup, bu değerler de günlük getiriye paralel seviyelerdedir.

Tablo 3: Günlük Getiri Yüzdeleri Aynı Olan Şirketlerin Toplam Hasılat Oranları

		Daily Return	%
1994	Mutlu Akü ve Malzemeleri A.Ş.	0%	4%
1995	Tümteks Tekstil Sanayi ve Tic. A.Ş.	0%	4%
1996	Çarşı Büyük Mağazacılık A.Ş.	0%	4%
1997	Ray Sigorta A.Ş.	0%	4%
1998	Doğan Yayın Holding A.Ş.	0%	4%
2000	Şeker Piliç ve Yem Sanayi Ticaret A.Ş.	0%	4%
2004	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	0%	4%
2006	Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.	0%	4%
2007	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	0%	4%
2008	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	0%	4%
2010	ANEL ELEKTRİK PROJE TAAHHÜT VE TİC. A.Ş.	0%	4%
2011	Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	0%	4%
2012	Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0%	4%
2013	Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0%	4%
2014	Lider Faktoring A.Ş.	0%	4%

Yukarıda farklı yıllarda (Her yıldan bir tane örnek şirket alınmıştır.) günlük getirisi %0 olan şirketlerin toplam maliyet yüzdelerinin hesaplanmış hali tabloda yer almaktadır. Diğer bütün şirket verilerinde olduğu gibi bu verilerde de istikrar kendi içinde devam etmektedir.

4. SONUÇ

İşletmeler halka arz edilerek, hisse senetlerini organize bir pazarda işlem görmektedir. İşlem görme ile işletmelerine finansman kaynağı yaratmaktadır. Faaliyet gösterdikleri sektör ve içinde buldukları durum, şirketler için finansman tedariğinde önem gösteren etkenlerdir. Ancak bu işlemde unutulmaması gereken hususlardan birisi de; halka açılacak işletmelerin önemle dikkat etmesi gereken konulardan birisi, halka açılma sürecinin çok uzun ve zaman zaman kuruma tahmin edilenden fazla maliyet getirdiğidir. Ayrıca buna ek olarak halka açıldıktan sonra her kurumun yüksek kârlar elde edeceği gibi bir hipotez veya kanı da literatürde yer almamaktadır.

Halka açılma ile hisse senedi ihraç etme işlemi; işletmelerin uzun yıllardan beri uyguladıkları finansman yöntemlerinden birisi olmuştur. Şirketlerin finansman ihtiyaçları her dönemde etkisini göstermektedir; kuruluş aşamasında, faaliyetlerini sürdürürken, yeni yatırımlar yaparken gibi. Bu ihtiyaç duyulan finansman iç ve dış kaynaklardan karşılanmaktadır. İşletmelerin için bu konuda önemli olan konulardan birisi de; faaliyette oldukları finansal piyasalardan kolaylıkla ve düşük maliyetle borçlanabilme konusudur.

Kaynak oluşturma güçleri ne kadar çok olursa, işletmenin sahip olacağı varlık edinme potansiyeli de bir o kadar yüksek olacaktır. Bahsedilen kaynak bulma ve varlık edinme konuları ne kadar hızlı halledilirse işletmelerin piyasadaki rakiplerine oranla büyük avantaj sağlamasına yardım edecektir. Bu sebeple; işletmeler için önemli bir yere sahip olan finansman yöntemleri arasında ihtiyaç duyulan fonların karşılanması işlemi yer almaktadır.

Şirketler açısından ilk halka arzlarda, hisse senetlerinin fiyatlandırılması son derece değerli bir konu olmakla birlikte zor bir olgudur. Yurt içi ve yurt dışında piyasaları etkileyecek düzeyde yaşanan olaylar ve belirsizlikler fiyatlandırma işlemi zorlaştırmaktadır. Aracı firmalar açısından, yatırımcı ve aracı kurumların karşılıklı çıkarları da fiyatlandırmada rol oynayan önemli bir konudur. Bu konular arasında bir denge sağlanarak belirlenen fiyat şirket, piyasa, yatırımcı gibi taraflar arasında en uygun fiyat olacaktır. Fiyatlandırmayı etkileyen konular arasındaki denge en uygun ölçüde tutulduğu zaman; fiyatlandırmanın daha sağlıklı olabileceği kesindir.

Piyasalarda sermayesini artırmak, bulmak isteyen işletmelerin girişimleri, ilk defa halka arz edilerek gerçekleşmektedir. İlk defa halka arz edilen işletmelerin hisse senetlerinin performansları, finans literatüründe de geniş bir araştırma konusunu oluşturmaktadır. Yapılan araştırmalar literatürde tarandığı zaman; en yaygın incelenen olgulardan birisinin düşük fiyatlandırma olduğu görülmektedir. Hisse senetlerinin piyasa oranla sahip oldukları gerçek değerinin altında bir fiyatla satışa sunulması ve normalin üzerinde getiri elde etmesi olarak ifade edilen düşük fiyatlandırma, pek çok ülkede ve farklı zaman dilimleri belirlenerek araştırmacılar tarafından değerlendirilmiş ve hemen hemen bütün piyasalarda kısa vadede güçlü bir düşük fiyatlama olgusu tespit edilmiştir.

Arz edilecek fiyatının belirlenmesinde; aracı şirketler tarafından hisse senetleri pazarlama stratejisi olarak düşük fiyatlandırmayı kullanmaktadır. Düşük fiyatlandırılmış hisse senedinin satın alınmasıyla yatırımcı kısa vadeli kâr amacına ulaşabilmektedir. Düşük fiyatlama olgusu ile satışı yapılan hisse senetlerinin kısa vadede yüksek getiri sağlaması, yatırımcıların hisse senetlerine olan talebini artırmaktadır. Bu işleme ek olarak da işletmelerin piyasa değerlerini de artıracaktır.

İşletmelerin birincil halka arzlarda kullanacağı satış yöntemi, başarılı bir halka arzın gerçekleştirilebilmesi için büyük önem arz etmektedir. İlk arz işlemlerinde aracılık eden kuruluşlar da hisse senetleri için belirlenen profile uygun pazarlama stratejisi seçme çabaları bulunmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda çoğunlukla olarak bilgisiz ve kısa vadede kâr amacı olan yatırımcılar bulunmaktadır. Aracılık eden kuruluşlar fiyatlama yaparken bu gibi etkenleri de göz önünde bulundurmaktadır. Gerçekten de; ülkemizde ve dünya piyasalarında yapılan araştırmalarda karşımıza satış yöntemine göre hisse senedi ilk gün performanslarının farklılık göstereceğine ilişkin pek çok literatür çalışması olduğu görülmektedir. Literatürde yer alan araştırmalar incelendiği zaman; araştırmacılar hangi yöntemin daha etkin olacağına dair ortak bir kanı bulunmamaktadır.

Teze konu olan şirketler incelendiği zaman; yıllar bazında işletmeler tarafından düşük fiyatlandırmanın yaygın olarak kullanıldığı görülmektedir. İşletmelerin günlük getirileri üzerinden sağladıkları kazançları görülmektedir. Düşük fiyatlandırma kullanmayan işletmeler de ise; bu değerler negatif değerini almıştır. Literatürde ve kullanılan tanımlarda düşük fiyatlandırma; günün sonunda yatırımcısına pozitif getiri sağlaması olarak geçmektedir. Veri setinde 280 işletmenin verisi incelenmiş ve düşük fiyatlama kullanan işletmelerin oranı % 75

olarak hesaplanmıştır. Sağlanan getiriler şirketlerin fiyatlama politikası, satış yöntemi, halka arz şekli gibi etkenlerden dolayı değişiklik göstermektedir. Ancak bu değişiklik her zaman işletmelere pozitif getiri olarak geri dönüş sağlamıştır.

Tez metninde de bahsedildiği gibi; halka arz süreci işletmelerin bazı maliyetlere katlanmasını da gerektirmektedir. Bu hesaplamalar işletmeler tarafından detaylı olarak yapılarak halka arza karar verilmelidir. Bu noktada işletmeler halka arz işleminden dolayı elde edecekleri finansmanı tahmin etmeli ve katlanacağı maliyetlerle denge kurmalıdır. Bir çok şirket halka arz işleminin sadece yüksek kârlar getirdiği kanısı ile bu finansman kaynağını seçmekte ve kısa sürede piyasadan çekilmek zorunda kalmıştır. Tezde yapılan maliyet hesaplarında işletmelerin halka arz işlemi için katlandıkları maliyetleri ortaya koymaktadır. Ayrıca işletmelerin hasılatlarının içinde toplam maliyetlerinin hangi yüzdeye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Halka arz işlemlerinin işletmeler açısından uzun ve maliyetli bir süreç olduğu tezin bir çok bölümünde değinilmiştir. İşletmelerin veri seti üzerindeki değerleri üzerinden yapılan hesaplamalarla katlandıkları maliyetler göz önüne alındığı zaman, bu maliyetlerin bir kez daha çok dikkatli değerlendirilmesi gerektiği konusunu vurgulamak gerekmektedir. İşletmeler açısından getirilerinin olduğu gibi doğru tahmin edilemeyen veya planlanmayan durumlarda, işletmeler açısından sonuçların çok daha etkisiz olacağı aşikardır. İşletmeler açısından oluşan toplam maliyet değerinin hasılat içerisinde ne kadar yüzdeye sahip olduğu gözlemlendiği zaman ise; günlük getiriye yakın bir değer aldığı görülmektedir.

KAYNAKÇA

Aggarwal R., Leal R., L. Hernandez 1993, "**The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America**", Financial Management, Spring 22, Page: 42 - 53.

Aggarwal R., Rivoli P., 1990, "**Evaluating the Costs of Raising Capital Through An Initial Public Offering**", Journal of Business Venturing, Vol 6, Is 5, Page: 351 - 361.

Akbulak S., **Şirketlerin Halka Açılması**. Ankara: SPK Yeterlilik Etüdü, 9-10 (Aktaran: Karatepe, Yalçın ve diğ. "Türkiye'de Birincil Halka Arz Uygulamalarının Analizi" . İktisat İşletme Finans, 2002).

Akbulak S, Akbulak Y., 2004, "**Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**". İstanbul: Beta.

Allen F, Gerald R,F., "**Signaling By Underpricing In The IPO Market**". Journal of Financial Economics. s. 23 (1989): 303-323.

Apak S., 2009, "**Finansal Yönetim Cilt 1. Sermaye Piyasaları**". İstanbul: Papatya Yayıncılık.

Arosio R, Giancarlo G and Stefano P., "**Underpricing and Money**" **Left on the Table**" in Italian IPOs". Working Paper. Politecnico di Milano - Dipartimento di Economia e Produzione, 2000.

Ayden T., Karan M,B., 2000, "**İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi**", Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Sayı: .3, Sayfa: 87 - 96.

Aydın N., 2004 **Finansal Yönetim**. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını. <http://books.google.com.tr/books?id=0MGKO88fqIkC&printsec=frontcover&dq=inauthor:%22Nurhan+Ayd%C4%B1n%22&hl=tr&sa=X&ei=2vQmVPTLOMTm7gaWwICgCA&ved=0CB0Q6wEwAA#v=onepage&q&f=false> [28.11.2015].

Aydoğan Y., **İlk Defa Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansı**. DPT 3. İzmir İktisat Kongresi Tebliğleri, 1992.

Aydoğan K., Yıldırım J., 1992, **İlk Kez Halka Arz Edilen Senetlerin Fiyat Performansı Yayınlanmamış Çalışma** 3. İzmir Ekonomi Kongresi, Bilkent Üniversitesi., Ankara.

Ayoğlu T., 2008 "**Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**". İstanbul: Vedat Kitapçılık.

Baron D.P., 1982, "**A Model of The Demand for Investment Banking Advertising and Distiribution of Services for New Issues**", The Journal of Finance, 37, Page: 955 - 976.

Bayrakdaroğlu A, Nazlıoğlu Ő., **"Hisse Senedi Fiyat-Hacim İliŐkisi: İMKB'de İŞlem Gören Bankalar İçin Doğrusal ve Doğrusal Olmayan Granger Nedensellik Analizi"**. İktisat, İŞletme ve Finans Dergisi. c. 24 (2009): 85- 109. Benveniste, Lawrence M., Walid Y. Busaba. "Bookbuilding versus Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs". Journal of Financial and Quantitative Analysis. vol. 32 (1997): 383-403.

Beatty R.P., Ritter J., 1986, **"Investment banking, reputation and underpricing of initial public offerings"**, Journal of Financial Economics 15, Page: 213 - 232.

Brealey R.A., Myers S.C. & Marcus A.J., (Eds.), (2001), **Fundamentals of Corporate Finance**, Phoneix: University Of Phoneix.

Brigham E.F., Ehrhardt M.C., 2005, **Financial Management**, Thomson South-Western, 11. Edition, Page: 663, USA.

Bulut H,İ, Fikret , Bnyamin E., **"Yönetici-Sahiplik Dzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı Ve DŐuk Fiyatlandırma zerine Etkisi: İmkb rneği"**. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. c. 11. s. 1. (2009): 101-120.

Carter R., Manaster S., 1990, **"Initial Public Offerings and Underwriter Reputation"**, The Journal Of Finance, 45(4), Page: 1045 - 1067.

Ceylan A., 2003, **İŞletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi, 8. Baskı, Sayfa: 395, Bursa.

Chalk A.J., Peavy J.W., 1987 **"Initial Public Offerings: Daily Returns, Offering Types and Price Effect"**, Financial Analysts Journal, Vol 43, Page: 65 - 69.

Cihangir M., Kandil İ.E., **Türkiye'de Borsaya Yeni Kote İŞletmelerin Halka İlk Arzda Uyguladıkları DŐuk Fiyatlandırma Olgusunun Test Edilmesi ve Nedenleri zerine Bir Değerlendirme**, Harran Üniversitesi, Sayfa: 165-178.

avuŐođlu S., 2008 **"Halka Arzların Başarısızlık Sebepleri: Coca-Cola İçecek rnek Olay İncelemesi"**. Yüksek Lisans Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Daştan D., **"Halka Arzlarda Fiyatlandırma: 2004- 2007 İMKB rneği"**. Yüksek Lisans Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008.

Dawson S.M., **Secondary Stock Performance Of Initial Public Offers, Hong-Kong, Singapore and Malaysia: 1978-1984**, Journal of Business, Finance & Accounting, Vol 14 Is1, Page: 65 - 76, 1987.

Denning K,C, Stephen P,F, Glenn W., **"IPO underpricing, Firm Quality and Subsequent Reissuance Activity"**. The Journal of Small Business Finance. s. 2(1) (1992): 71-86.

Dhatt M.S., **"Price Surprises in Initial Public Offering Markets: A New Test of the Underpricing Phenomenon"** University of Cincinnati, College of Business Administration the Department of Finance, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, 1995.

Durukan M,B., 2002, **"The Relationship between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of the Istanbul Stock Exchange"**, Managerial Finance, 28, Page: 18 - 38.

Durukan M,B., **"IPO Underpricing and Ownership Structure; Evidence from the Istanbul StockExchange"**, Initial Public Offerings an International Perspective, Editor Greg N. Gregoriou, Page: 263 - 279, 2006.

Draho J., 2004, **The IPO Decision: Why And How Companies Go Public**, Edward Elgar PUBLISHING Inc, USA.

Eckbo B., Espen R,W,M., Øyvind N., 2000, **Seasoned public offerings: Resolution of the 'new issues puzzle'**, Journal of Financial Economics 56, Page: 251–291.

Elmas B., 2013, **Halka Açılan Şirketlerin Hisse Senetlerinde Alım-Satım Yoluyla Kazanç Elde Edilebilir Mi? Bıst'den Deliller**, Maliye Finans Yazıları, Yıl:27, Sayı:99 Nisan 2013 Sayfa: 37-55.

Gajewski J,F., Carole G., **"A Survey of the European IPO Market"**. ECMI Paper. s. 2 (2006).

Gereklioğlu H., 1998 **"İMKB'de Halka İlk Arzdan Sonra Hisse Senetlerinin Performansının Ölçümü ve Düşük Fiyatlandırma ile İlgili Yaklaşımlarının Firmalar ve Bunlara Aracılık Eden Kurumlar Açısından Değerlendirilmesi"**. Doktora Tezi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Glavina S., **European Ipo Market. Global And Regional Stock Exchanges**, Economics and Management, 2013, 18 (4), Page: 632-642.

Gleason K., Johnston J., Madura J., **What Factors Drive IPO Aftermarket Risk?**, Applied Financial Economics, 2008, 18, Page: 1099-1110.

Göktürk K., 2013, **Sermaye Piyasası Hukuku**. Eskişehir: TC. Anadolu Üniversitesi Yayını. http://eogrenme.anadolu.edu.tr/_layouts/eLrnPoint/AofElrnPortal/GetEbook.aspx?c=HUK114U&s=1 [12.09.2015].

Güzelhan H., Açar M., **"İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı"**, İşletme ve Finans Dergisi, Kasım - Aralık, Sayfa: 51 - 59, 2001.

Habib M,A., Ljungqvist A., 1998, **"Underpricing and IPO proceeds : A note"**, Economics Letters, 61, Page: 381 - 383.

Ibbotson R., 1975., **"Price performance of common stock new issues"**, Journal of Financial Economics, September, Page: 235 - 272.

Ibbotson R., Sindelar J., Ritter J., **Initial Public Offerings**, Journal of Applied Corporate Finance, Vol:1, Page: 37 - 45, 1988.

Kaderli Y., Demir S., **Düşük Fiyatlandırılmış Halka Arz Firma Kalitesinin Bir Göstergesi Mi?**, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Yıl 2008, Sayı:37, Sayfa: 107-115.

Kara M,S., "**Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması**". Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.

Karaca S., **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 2004 Yılında Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları**, MÖDAV2008/1, Sayfa: 197-218.

Karatepe Y., diğ., 2002, "**Türkiye'de Birincil Halka Arz Uygulamalarının Analizi**". İktisat İşletme Finans.

Karlis P,L., **IPO Underpricing**, The Park Place Economist, Vol: VIII, Page: 81 - 89.

Keefe M,O., **Does The Effect Of Revealed Private Information On Initial Public Offering (IPO) First Trading Day Return Differ By IPO Market Heat?**, Accounting And Finance, 54, 2014, Page: 921-964.

Kıymaz H., 1996, "**Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları**", İktisat – İşletme Finans Dergisi Özel Sayısı, Yayın No: 4, Sayfa: 107 - 115, Ankara.

Kıymaz H., 1997, **İMKB'de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi**, İMKB Dergisi, 2.

Kıymaz H., "**İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması**". İMKB Dergisi. s. 3. (1997): 47-73.

Kıymaz H., 2000, "**The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange**", Journal of Multinational Financial Management, 10, Page: 213 - 227.

Knopf J D, John L., "**The IPO Effect and Measurement of Risk**". Journal of Financial and Strategic Decisions,. c. 12. s. 2. (1999): 51-58.

Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, Kocaeli Sanayi Odası Raporu, Yayın No: 2010, Araştırma: 09.

Koh F., Walter T., 1989, "**A Direct Test of Rock's Model of Underpricing of Unseasoned Issues**", The Journal of Financial Economics, 23(2), Page: 251 - 272.

Kurtaran A,T., "**İlk Halka Arzlardaki Düşük Fiyatlandırmanın İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Değerlendirilmesi**". İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi. c..22. s. 1. (2008).

Kurtaran A,T., **Türkiye'deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri İle Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi**, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, Yıl:6, Sayı:11, Yaz 2013, Sayfa: 185-209.

Küçükkocaoğlu G., **Sermaye Sistemi- Bedelli, Bedelsiz ve Temettü Dağıtımında Hisse Senedi Fiyatlaması Ders Notları**. Ankara: Başkent Üniversitesi.

Küçükkocaoğlu G., **Underpricing In Turkey: A Comparison Of The IPO Methods**, International Research Journal Of Finance And Economics, Issue 13 (2013), Page: 162-182.

Küçükkocaoğlu G., Alagöz A., **Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme**, Çalışma Sayfası.

Ljungqvist A.P, Tim J, William J,W,Jr., **"Has The Introduction of Bookbuilding Increased The Efficiency Of International IPOs?"** .Stern School of Business New York University. (2000): 1-5.

http://www.researchgate.net/publication/5008731_Has_the_Introduction_of_Bookbuilding_Increased_the_Efficiency_of_International_IPOs [15.12.2015].

Ljungvist A.P., 2006, **"IPO Underpricing,"** Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance, Volume A, (Handbooks in Finance Series, Elsevier/North-Holland), Chapter 7.

Ljungqvist A,P, Felicia C,M, and William J,W,Jr., **"Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendations"**. Journal of Business 75 (2005): 213-243. (Aktaran: Başpınar, Ahmet. "Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri". Doktora Tezi. Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008).

Loughran T., Jay R,R and Kristian R., **"Initial Public Offerings: International Insights"**. Pacific-Basin Finance Journal. vol. 2. issue 2-3. (1994): 165-199.

Loughran T., Ritter J., 2004, **"Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?"**, Financial Management, Page: 5 - 37.

MCDonald J,G., Fisher A,K., 1972, **"New- Issue Stock Price Behavior"**, Journal of Finance, Vol 27 Is 1, Page: 97 - 102

Orhan M., **"Short- and long-run performance of IPOs traded on the Istanbul Stock Exchange"**, Initial Public Offerings an International Perspective, Editor Greg N. Gregoriou, Page: 45 - 55, 2006.

Özboyacı M., 2010, **Halka Arzın Şirketlerin Performansı Üzerine Etkisi Ve İmkb'de Bir Uygulama**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi.

Özer B., 1999, **Price Performance Of Initial Public Offerings In Turkey**. Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, Yayın No: 128.

Pons-Sanz V., 2005, **"Who Benefits From Ipo Underpricing? Evidence Form Hybrid Bookbuilding Offerings"**, European Central Bank Working Paper Series, No. 428, Ecb-Cfs Research Network On Capital Markets And Financial Integration In Europe, January 2005.

Reilly F,K., Hatfield K., 1969, **"Investor Experience With New Stock Issues"**, Financial Analysts Journal, Vol 25, Is 1, Page: 73 - 80.

Ritter J,R., **"Initial Public Offerings"**. Contemporary Finance Digest. vol. 2. no. 1. (1998): 5-30.

Ritter J.R., 2003, **Differences between European and American IPO Markets**, European Financial Management, 9(4), Page: 421 - 434.

Rock K., 1986, **"Why New Issues Are Underpriced"** , The Journal of Financial Economics, 15, Page: 187 - 212.

Sağlam G., 2007 "Halka Arzda Düşük Fiyatlandırmaya Aracılık Türü, Arz Yılı ve Aracı Kurum Etkileri: İMKB'de Bir İnceleme". Yüksek Lisans Tezi. Osmangazi Üniversitesi.

Sağlam G, Arzum E,Ç., 2011, **"İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Düşük Fiyatlandırma Ve Aracılık Türü, Arz Yılı, Aracı Kurum Etkileri Üzerine Bir Araştırma"**, Doğu Üniversitesi Dergisi, s.12, n.2 289- 303.

Savaşkan O., **"Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı"**, Yeterlilik Etüdü, SPK, 2005.

Sherman A.E., **"IPOs and Long Term Relationships: An Advantage of Book Building, Review of Financial Studies"**. s. 13. (2000) : 697-714.

Tanör R., 2000, **"Halka Arz"** İstanbul: Beta.

Taranto M.A., 2002, **"Why Managers Are Willing To Accept IPO Underpricing"**, Unpublished Work Paper, Page: 1 - 47.

Teker S, Ömer E., **"The Performance Of Ipos In Istanbul Stock Exchange In Year 2000"**. Doğu Üniversitesi Dergisi. c. 4. s. 1. (2003): 117-128.

Tınıç S.M., 1988, **"Anatomy of Initial Public Offerings Of Common Stock"**, The Journal Of Finance, Vol: XLIII, No: 4, Page: 789 - 822.

Tsang K.S., **"The relationship between Underpricing of Initial Public Offerings and the Reputation of the Underwriter"**. (2009). <http://dare.uva.nl/cgi/arno/show.cgi?fid=226823> [10.12.2015].

Türüdü E., **"Ülkemizde İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması"**. Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001.

Uşaklı S., 2010, **Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri**. İstanbul: Vedat Kitapçılık.

Uzun E., **"İMKB'de Fiyat Aralığı ile Talep Toplama ve Sabit Fiyatla Talep Toplam Yöntemleri ile İhraç Edilen Hisselerin Halka Arz Sonrası Getiri Performansı"**. İMKB Dergisi. c. 11. s. 43 (2008): 55-84.

Ünal O.K., **"Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar"**. Ankara, 1999. (Aktaran: Uşaklı, S. Mutlu. Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010.

Ünlü U., Ersoy E., **İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama Ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995 - 2008 İMKB Örneği**, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 23, Sayı: 2, Yıl: 2008, Sayfa: 243 - 258.

Yalama A., Yıldız B., Ünlü U., **İlk Halka Arzlarda Uzun Dönem Getirilerinin Tahmini: Yapay Sinir Ağları İle İmkb İçin Ampirik Bir Çalışma**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri Ve İstatistik Dergisi, Sayı:10, Yıl:2009, Sayfa: 29-47.

Yalçın K., **"Düşük Fiyatlama Olgusu ile Halka Arz Şekilleri ve Halka Arz Fiyatı Arasındaki İlişkinin Analizi: 1997- 2004 Dönemine Ait Bir İnceleme"**. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. c. 7. s. 2. (2006): 145-158.

YI J., **"Pre-Offering Earnings and The Long Run Performance of IPOs"**, University of Southern California, Faculty of Graduate School, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, Los Angeles, California, 1997.

Yıldız Ş., **Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı**. İstanbul, (1996): 297-300. (Aktaran: Adıgüzel, Burak. " Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlanması Veya Kaldırılması". Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi. c. XVIII. s. 1. (2014):1-48. http://webftp.gazi.edu.tr/hukuk/dergi/18_1_1.pdf [20.11.2015].

Yücel A., **"Halka Arzlarda Satış Yöntemleri, Halka Arzların Borsada Yapılmasına Yönelik Bir İhale Yöntem Önerisi"**. SPK Yeterlik Etüdü. İstanbul. (1998): 36-39. (Aktaran: Daştan, Duygu. "Halka Arzlarda Fiyatlandırma: 2004 – 2007 İMKB Örneği". Yüksek Lisans Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008).

Aracı Kuruluşlar ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri:5 No:46). Resmi Gazete, 24163, Eylül 2000.

Borsa İstanbul. Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme. http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf [17.04.2015].

Halka Açılma, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-10 (Ankara,2007): 10, <http://www.tml.web.tr/download/halka-acilma.pdf> [30.01.2015].

Halka Arzda Başarılı Olmanın Yolları. Deloitte. 2008. http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/DenetcininNotDefteri/Turkey-tr_fas_HalkaArz_140708.pdf [05.05.2015].

"İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (Seri II No:5.1)". Resmi Gazete, 28685, Haziran 2013.

Muhasebetürk. Halka Arz Etmek ve Borsada İşlem Görmek, 2008. <http://muhasebeturk.org/borsahakkinda-bilgiler-tiklayiniz/-halka-arz-veborsada-islem-gorme.html> [10.05.2015].

"Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VII No 128.1)". Resmi Gazete, 28685, Haziran 2013.

Sermaye Piyasası Kanunu (6362 S.K.). Resmi Gazete, 28513, Aralık 2012.

Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin EsaslarTebliği (II-5.2). Resmi Gazete, 28691, Haziran 2013.

Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu. SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2. Ankara, 2012.
<http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/14264/halkaarz.pdf> [22.10.2015].

Borsa İstanbul Bilgilendirme Kitapçığı, Mayıs 2014.

İMKB Bilgilendirme Kitapçığı, Kasım 2012.

SPK Bilgilendirme Kitapçığı, Şubat 2012.

www.deloitte.com 2008

www.spk.gov.tr 2010

EK 1 : Araştırmaya Konu Olan 1993 - 2014 Yılları Arası Veri Seti Analizi

Yıllar	Şirketin Ünvanı	Gerçekleşen Fiyat	Daily Return	Hasılat (USD)	İlk Gün Kapanış	Extra Cost	Arz Maliyeti	Cost Of Underpricing	Total Cost	%
1993	Ege Seramik	6.750,00	36%	6.692.143	9,20	9.121.391	234.225	2.429.248	2.663.473	40%
1993	Doğan Şirketler Grubu Hold.	5.200,00	12%	9.616.962	6,00	10.726.760	336.594	1.109.797	1.446.391	15%
1993	Koniteks Konfeksiyon	2.750,00	11%	380.420	3,05	421.924	13.315	41.504	54.819	14%
1993	Raks Elektronik	3.900,00	3%	7.652.153	4,00	7.848.049	267.825	195.895	463.720	6%
1993	Tat Konserve	7.500,00	11%	5.864.501	8,30	6.490.244	205.258	625.742	831.000	14%
1993	Finans Leasing	4.500,00	10%	10.428.918	4,95	11.471.810	365.012	1.042.892	1.407.904	14%
1993	Factofinans	7.000,00	10%	2.566.733	7,70	2.823.406	89.836	256.673	346.509	14%
1993	Anadolu Sigorta	11.500,00	9%	17.395.903	12,50	18.909.346	608.857	1.513.444	2.122.300	12%
1993	Usaş Uçak Servisi	32.000,00	11%	15.050.053	35,50	16.696.529	526.752	1.646.476	2.173.228	14%
1993	Aksu İplik	7.500,00	11%	16.969.055	8,30	18.779.653	593.917	1.810.598	2.404.515	14%
1993	Ege Profil	8.000,00	53%	2.403.788	12,25	3.680.921	84.133	1.277.133	1.361.265	57%
1994	Transtürk Fren Donanım	16.000,00	-61%	5.529.133	6,24	2.156.362	193.520	-3.372.771	-3.179.251	-58%
1994	Milpa Tic. ve Sın. Ürünler Pazarlama	45.000,00	-10%	16.071.747	40,50	14.464.573	562.511	-1.607.175	-1.044.664	-7%
1994	Atlas M.K.Y.O.	1.400,00	-11%	4.472.714	1,25	3.980.715	156.545	-491.998	-335.454	-8%
1994	Yapı Kredi Leasing	6.000,00	-10%	11.968.197	5,40	10.771.377	418.887	-1.196.820	-777.933	-6%
1994	Ihlas Holding	50.000,00	-10%	39.412.158	45,00	35.470.942	1.379.426	-3.941.216	-2.561.790	-7%
1994	Sabah Pazarlama	14.000,00	7%	7.039.259	15,00	7.541.862	246.374	502.603	748.977	11%
1994	Egeplast Ege Plastik	7.200,00	11%	2.820.928	8,00	3.134.050	98.732	313.123	411.855	15%
1994	Kerevitaş Gıda Sanayi	24.000,00	10%	5.741.459	26,50	6.339.719	200.951	598.260	799.211	14%
1994	Dardanel Önentaş Gıda	65.000,00	23%	25.147.629	80,00	30.951.702	880.167	5.804.073	6.684.240	27%
1994	Mutlu Akü ve Malzemeleri A.Ş.	45.000,00	0%	14.344.903	45,00	14.344.903	502.072	0	502.072	4%
1994	Borusan Birleşik Boru Fabrikaları A.Ş.	23.000,00	4%	20.172.814	24,00	21.050.331	706.048	877.517	1.583.566	8%

1994	Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5.000,00	12%	5.265.238	5,60	5.897.066	184.283	631.829	816.112	16%
1994	Viking Kağıt ve Selüloz A.Ş.	20.000,00	0%	7.229.714	20,00	7.229.714	253.040	0	253.040	4%
1994	Güneş Sigorta A.Ş.	17.000,00	3%	8.781.959	17,50	9.040.149	307.369	258.190	565.558	6%
1994	Tukaş Turgutlu Konservecilik A.Ş.	21.500,00	9%	8.383.421	23,50	9.163.079	293.420	779.658	1.073.078	13%
1994	Aksigorta A.Ş.	9.000,00	12%	18.496.191	10,10	20.756.426	647.367	2.260.235	2.907.601	16%
1994	Raks Elektrikli Ev Aletleri	16.500,00	0%	6.766.547	16,50	6.766.547	236.829	0	236.829	4%
1994	Sönmez Pamuklu Sanayii A.Ş.	4.000,00	10%	15.700.712	4,40	17.270.783	549.525	1.570.071	2.119.596	14%
1994	Çemtaş Çelik Makina San. A.Ş.	13,500 (AOF)	-4%	3.715.993	12,96	13	130.060	-3.715.980	-3.585.920	-96%
1995	Özfinans Factoring Hizmetleri A.Ş.	10.000,00	-79%	1.472.799	2,10	309.288	51.548	-1.163.511	-1.111.963	-76%
1995	Göltaş Göller Bölgesi Çimento A.Ş.	7.500,00	21%	6.109.239	9,10	7.412.340	213.823	1.303.101	1.516.924	25%
1995	Evren Menkul Kıym.Yat.Ort. A.Ş.	1.000,00	23%	5.815.362	1,23	7.152.896	203.538	1.337.533	1.541.071	27%
1995	Batıçim Batı Anadolu Çimento San. A.Ş.	13.000,00	31%	10.001.202	17,00	13.078.572	350.042	3.077.370	3.427.412	34%
1995	Söktaş Pamuk ve Tarım Ürün. Değ. A.Ş.	15.000,00	22%	4.476.864	18,25	5.447.000	156.690	970.136	1.126.827	25%
1995	Otokar Otobüs Karoseri Sanayii A.Ş.	25.500,00	24%	9.602.259	31,50	11.861.671	336.079	2.259.412	2.595.491	27%
1995	Friko-Pak Gıda Maddeleri A.Ş.	15.500,00	23%	4.171.551	19,00	5.113.487	146.004	941.936	1.087.940	26%
1995	Çbs Boya Kimya San. ve Tic. A.Ş.	6.800,00	10%	6.230.577	7,50	6.871.703	218.070	641.126	859.197	14%
1995	Global Menkul Değerler A.Ş.	9.750,00	-5%	26.474.547	9,26	25.150.819	926.609	-1.323.727	-397.118	-2%
1995	Bumerang Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.250,00	22%	265.669	1,53	325.178	9.298	59.510	68.808	26%
1995	Esem Spor Giyim	12.000,00	2%	10.969.423	12,25	11.197.587	383.930	228.164	612.094	6%

1995	Eczacıbaşı Yapı Gereçleri San. ve Tic. A.Ş.	6.500,00	23%	45.342.510	8,00	55.807.562	1.586.988	10.465.051	12.052.039	27%
1995	Tümteks Tekstil Sanayi ve Tic. A.Ş.	11.500,00	0%	9.361.336	11,50	9.361.336	327.647	0	327.647	4%
1995	Nergis Holding A.Ş.	7.000,00	-7%	19.546.703	6,51	18.178.433	684.135	-1.368.269	-684.135	-4%
1995	Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri TAŞ	4.500,00	1%	26.523.172	4,55	26.817.580	928.311	294.407	1.222.718	5%
1995	Kaplamın Ambalaj San.ve Tic. A.Ş.	11.500,00	2%	6.032.692	11,75	6.163.601	211.144	130.909	342.054	6%
1995	Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.000,00	23%	2.875.032	1,23	3.536.289	100.626	661.257	761.883	27%
1995	Haznedar Ateş Tuğla Sanayii A.Ş.	5.000,00	22%	2.065.660	6,10	2.520.106	72.298	454.445	526.743	26%
1996	UKİ Uluslararası Konfeksiyon A.Ş.	7.900,00	1%	2.357.622	8,00	2.388.272	82.517	30.649	113.166	5%
1996	ÇBS Printaş A.Ş.	5.750,00	-3%	3.069.381	5,58	2.977.299	107.428	-92.081	15.347	0%
1996	İş Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.400,00	24%	7.889.769	1,73	9.749.387	276.142	1.859.618	2.135.760	27%
1996	Akın Tekstil A.Ş.	4.900,00	12%	7.008.677	5,50	7.866.540	245.304	857.862	1.103.166	16%
1996	Mudurnu Tavukçuluk A.Ş.	7.500,00	23%	4.556.931	9,20	5.586.798	159.493	1.029.866	1.189.359	26%
1996	Konfrut Gıda A.Ş.	5.300,00	23%	4.751.172	6,50	5.826.837	166.291	1.075.665	1.241.956	26%
1996	Çarşı Büyük Mağazacılık A.Ş.	23.000,00	0%	6.608.014	23,00	6.608.014	231.280	0	231.280	4%
1996	ADEL Kalemçilik A.Ş.	16.750,00	22%	4.053.984	20,50	4.961.671	141.889	907.687	1.049.576	26%
1996	Avrasya Men. Kıy.Yat. Ort. A.Ş.	1.000,00	20%	150.497	1,20	180.597	5.267	30.099	35.367	24%
1996	Birlik Mensucat A.Ş.	4.000,00	-5%	2.912.943	3,80	2.767.296	101.953	-145.647	-43.694	-2%
1996	Yataş A.Ş.	26.000,00	-6%	11.120.484	24,44	10.453.255	389.217	-667.229	-278.012	-3%
1996	Alternatif Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.450,00	0%	2.066.608	1,45	2.066.608	72.331	0	72.331	4%
1996	Tansaş A.Ş.	9.500,00	24%	9.034.835	11,75	11.174.284	316.219	2.139.449	2.455.668	27%
1996	İhlas Ev Aletleri A.Ş.	13.000,00	25%	3.220.373	16,25	4.025.466	112.713	805.093	917.806	29%

1996	Bisaş Tekstil A.Ş.	5.200,00	12%	2.318.717	5,80	2.586.297	81.155	267.580	348.735	15%
1996	Sasa A.Ş.	7.200,00	3%	27.416.186	7,40	28.178.356	959.567	762.170	1.721.736	6%
1996	Çelebi Hava Servisi A.Ş.	21.000,00	23%	8.121.487	25,75	9.958.568	284.252	1.837.080	2.121.332	26%
1996	Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.050,00	-2%	2.165.730	1,03	2.122.415	75.801	-43.315	32.486	2%
1996	Alarko Gayrimen.Yat.Ort. A.Ş.	4.100,00	9%	19.081.903	4,45	20.711.498	667.867	1.629.595	2.297.461	12%
1996	Vakıf Gayrimen.Yat.Ort. A.Ş.	2.000,00	9%	2.342.359	2,18	2.553.172	81.983	210.812	292.795	13%
1997	Berdan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12.500,00	6%	10.025.666	13,25	10.627.206	350.898	601.540	952.438	10%
1997	Şekerbank T.A.Ş.	3.300,00	11%	7.773.852	3,65	8.598.657	272.085	824.806	1.096.890	14%
1997	Anadolu Isuzu Otomotiv San. ve Tic. A.Ş.	57.000,00	23%	14.582.332	70,00	17.908.562	510.382	3.326.230	3.836.612	26%
1997	Taç Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.100,00	19%	1.003.906	1,31	1.191.034	35.137	187.128	222.265	22%
1997	Meges Boya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	6.200,00	-2%	2.302.607	6,08	2.256.555	80.591	-46.052	34.539	2%
1997	Boyasan Tekstil San. ve Tic. A.Ş.	11.000,00	-14%	6.986.789	9,46	6.008.638	244.538	-978.150	-733.613	-11%
1997	EGS Egesser Giyim Sanayii İç ve Dış ticaret A.Ş.	11.500,00	9%	10.217.332	12,50	11.106.240	357.607	888.908	1.246.514	12%
1997	H.Ö. Sabancı Holding A.Ş.	5.400,00	15%	182.063.385	6,20	209.026.972	6.372.218	26.963.587	33.335.806	18%
1997	Ceylan Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	15.500,00	-18%	3.745.184	12,71	3.071.051	131.081	-674.133	-543.052	-15%
1997	Demisaş Döküm Emaye Mamulleri Sanayii A.Ş.	9.000,00	-3%	5.868.545	8,73	5.692.488	205.399	-176.056	29.343	0%
1997	Ray Sigorta A.Ş.	5.500,00	0%	3.534.331	5,50	3.534.331	123.702	0	123.702	4%
1997	Uzel Makina Sanayii A.Ş.	19.500,00	3%	42.364.610	20,00	43.449.144	1.482.761	1.084.534	2.567.295	6%
1997	Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Tic. A.Ş.	10.000,00	-14%	12.319.064	8,60	10.594.395	431.167	-1.724.669	-1.293.502	-11%
1997	Klimasan Klima Sanayi ve Ticaret A.Ş.	18.000,00	14%	8.308.204	20,50	9.462.213	290.787	1.154.009	1.444.797	17%

1997	Ünal Tarım Ürünleri İhracat ve Sanayi A.Ş.	12.000,00	8%	4.936.235	13,00	5.347.423	172.768	411.188	583.957	12%
1997	Ata Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.300,00	18%	917.603	1,53	1.079.927	32.116	162.324	194.440	21%
1997	Park Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	15.500,00	2%	30.615.124	15,75	31.108.028	1.071.529	492.903	1.564.433	5%
1997	Mensa Mensucat San. ve Tic. A.Ş.	7.000,00	-16%	8.824.993	5,88	7.412.994	308.875	-1.411.999	-1.103.124	-13%
1997	Toprak Finansal Kiralama A.Ş.	4.000,00	4%	1.491.054	4,15	1.546.968	52.187	55.915	108.101	7%
1997	Arat Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	19.500,00	10%	7.443.409	21,50	8.207.103	260.519	763.694	1.024.213	14%
1997	Kipa Kitle Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	6.200,00	-5%	7.521.548	5,89	7.145.470	263.254	-376.077	-112.823	-2%
1997	Çimbeton Hazır Beton ve Prefabrik Yapı Elemanları A.Ş.	4.200,00	7%	1.894.927	4,50	2.030.225	66.322	135.298	201.620	11%
1998	Efes Sınai Yatırım Holding A.Ş.	33.750,00	8%	93.550.591	36,50	101.174.964	3.274.271	7.624.373	10.898.644	12%
1998	Van-Et Entegre Et San. ve Tic. A.Ş.	4.500,00	20%	1.463.319	5,40	1.755.983	51.216	292.664	343.880	24%
1998	EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	6.750,00	1%	80.776.950	6,80	81.374.699	2.827.193	597.749	3.424.943	4%
1998	Vakko Tekstil ve Hazır Giyim San.İşlt. A.Ş.	13.750,00	13%	14.280.670	15,50	16.098.599	499.823	1.817.929	2.317.753	16%
1998	Penguen Gıda Sanayi A.Ş.	14.000,00	0%	6.873.696	14,00	6.873.696	240.579	0	240.579	4%
1998	Emek Elektrik Endüstrisi A.Ş.	8.500,00	22%	4.104.958	10,40	5.022.416	143.674	917.458	1.061.132	26%
1998	Bak Ambalaj A.Ş.	7.000,00	21%	6.761.717	8,50	8.210.753	236.660	1.449.036	1.685.696	25%
1998	Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yat. Ort. A.Ş.	3.500,00	21%	33.132.414	4,25	40.232.690	1.159.634	7.100.276	8.259.911	25%
1998	İdaş İstanbul Döşeme Sanayii A.Ş.	13.000,00	23%	2.497.215	16,00	3.073.572	87.403	576.357	663.760	27%
1998	Selçuk Gıda A.Ş.	3.000,00	22%	1.366.379	3,65	1.662.474	47.823	296.094	343.918	25%

1998	Arsan Tekstil Ticaret ve Sanayi A.Ş.	9.200,00	-3%	14.665.806	8,92	14.225.832	513.303	-439.974	73.329	0%
1998	Varlık Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.250,00	-2%	1.565.643	1,23	1.534.330	54.798	-31.313	23.485	2%
1998	Doğan Yayın Holding A.Ş.	3.600,00	0%	87.437.186	3,60	87.437.186	3.060.302	0	3.060.302	4%
1998	Metemteks Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8.500,00	-9%	2.206.155	7,74	2.007.601	77.215	-198.554	-121.339	-6%
1998	Serve Kırtasiye Sanayi ve Ticaret A.Ş.	7.000,00	10%	1.540.662	7,70	1.694.729	53.923	154.066	207.989	14%
1998	Alfa Menkul Değerler A.Ş.	1.900,00	-5%	1.872.315	1,81	1.778.699	65.531	-93.616	-28.085	-2%
1999	Ak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.500,00	12%	1.854.440	1,68	2.076.973	64.905	222.533	287.438	16%
1999	Yatırım Finansman Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.550,00	2%	414.220	1,58	422.256	14.498	8.036	22.534	5%
1999	GSD Holding A.Ş.	8.000,00	10%	4.135.709	8,80	4.549.280	144.750	413.571	558.321	14%
1999	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.400,00	24%	56.964.711	1,73	70.391.293	1.993.765	13.426.582	15.420.347	27%
1999	İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2.050,00	23%	7.591.715	2,53	9.368.935	265.710	1.777.220	2.042.930	27%
1999	Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2.500,00	22%	11.786.689	3,05	14.379.760	412.534	2.593.072	3.005.606	26%
1999	Goldaş Kuyumculuk Sanayi İthalat İhracat A.Ş.	11.000,00	23%	3.574.745	13,50	4.387.284	125.116	812.539	937.656	26%
1999	Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	22.000,00	22%	3.309.192	26,75	4.023.647	115.822	714.455	830.276	25%
2000	Yazıcılar Otomotiv ve Gıda Yat. ve Paz. San. ve Tic. A.Ş.	53.000,00	6%	120.763.798	56,00	127.599.029	4.226.733	6.835.231	11.061.964	9%
2000	Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.	46.000,00	12%	19.644.128	51,50	21.993.566	687.544	2.349.438	3.036.982	15%
2000	Nuh Çimento Sanayii A.Ş.	15.000,00	38%	22.257.901	20,75	30.789.355	779.027	8.531.453	9.310.480	42%
2000	Şeker Piliç ve Yem Sanayi Ticaret A.Ş.	16.000,00	0%	5.974.130	16,00	5.974.130	209.095	0	209.095	4%

2000	Anadolu Hayat Sigorta A.Ş.	26.000,00	19%	69.342.579	31,00	82.677.157	2.426.990	13.334.578	15.761.568	23%
2000	Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	8.400,00	10%	72.809.738	9,20	79.741.225	2.548.341	6.931.487	9.479.828	13%
2000	Lio Yağ San. ve Ticaret A.Ş.	12.500,00	0%	22.123.620	12,50	22.123.620	774.327	0	774.327	4%
2000	Alkim Alkali Kimya Sanayi	7.200,00	22%	16.438.734	8,80	20.091.421	575.356	3.652.687	4.228.042	26%
2000	İş Genel Finansal Kiralama A.Ş.	3.500,00	21%	15.000.034	4,25	18.214.542	525.001	3.214.507	3.739.509	25%
2000	Doğan Burda Rizzoli	100.000,00	5%	19.289.065	105,00	20.253.518	675.117	964.453	1.639.571	9%
2000	EGS Holding A.Ş.	2.300,00	19%	98.810.833	2,73	117.288.459	3.458.379	18.477.626	21.936.005	22%
2000	Ersu A.Ş.	9.500,00	-4%	3.265.054	9,12	3.134.451	114.277	-130.602	-16.325	-1%
2000	Soda Sanayi A.Ş.	7.200,00	22%	38.413.643	8,80	46.949.155	1.344.478	8.535.511	9.879.989	26%
2000	Batısöke Söke Çimento Sanayii A.Ş.	4.500,00	21%	20.950.692	5,45	25.373.383	733.274	4.422.691	5.155.965	25%
2000	Logo Yazılım ve Ticaret A.Ş.	29.000,00	22%	5.741.099	35,50	7.027.679	200.938	1.286.580	1.487.519	26%
2000	Sezginler Gıda San. ve Tic. A.Ş.	17.500,00	21%	27.391.299	21,25	33.261.255	958.695	5.869.955	6.828.651	25%
2000	Zorlu Enerji Elektrik Üret.Otoprodüktör Grubu A.Ş..Ş.	17.000,00	22%	54.790.900	20,75	66.877.773	1.917.682	12.086.873	14.004.554	26%
2000	Altınyığ Kombinaları A.Ş.	8.500,00	-14%	9.231.171	7,31	7.938.807	323.091	-1.292.364	-969.273	-11%
2000	Sınai Yatırım Bankası	3.100,00	6%	22.464.455	3,30	23.913.413	786.256	1.448.957	2.235.213	10%
2000	Dentaş Ambalaj ve Kağıt Sanayi A.Ş.	3.500,00	-4%	11.406.875	3,36	10.950.600	399.241	-456.275	-57.034	-1%
2000	Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.	30.000,00	-15%	14.562.164	25,50	12.377.840	509.676	-2.184.325	-1.674.649	-12%
2000	İpek Matbaacılık Sanayi veTicaret A.Ş.	16.500,00	8%	9.270.809	17,75	9.973.536	324.478	702.727	1.027.206	11%
2000	Ak Enerji Elektrik Üretimi Otoprodüktör Grubu A.Ş.	32.500,00	-6%	120.218.210	30,55	113.005.118	4.207.637	-7.213.093	-3.005.455	-3%
2000	Ayen Enerji A.Ş.	48.000,00	8%	51.568.293	52,00	55.863.932	1.804.890	4.295.639	6.100.529	12%

2000	Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2.800,00	23%	848.163	3,45	1.045.021	29.686	196.859	226.544	27%
2000	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	44.000,00	6%	1.780.308.942	46,50	1.881.430.489	62.310.813	101.121.548	163.432.361	9%
2000	Escort Computer Elektronik San. ve Tic.A.Ş.	23.500,00	1%	17.232.749	23,75	17.415.416	603.146	182.667	785.813	5%
2000	MenderesTekstil A.Ş.	15.000,00	-7%	8.298.611	13,95	7.717.708	290.451	-580.903	-290.451	-4%
2000	Tek-Art Turizm A.Ş.	28.000,00	2%	10.354.514	28,50	10.539.859	362.408	185.346	547.754	5%
2000	Favori Dinlenme Yerleri A.Ş.	2.750,00	7%	6.350.267	2,95	6.811.931	222.259	461.664	683.924	11%
2000	Sanko Pazarlama İthalat İhracat A.Ş.	16.000,00	2%	69.003.485	16,25	70.079.939	2.415.122	1.076.454	3.491.576	5%
2000	Link Bilgisayar Sistemleri Yazılımı ve Donanımı Sanayi ve Ticaret A.Ş.	25.500,00	24%	5.449.070	31,50	6.731.236	190.717	1.282.166	1.472.884	27%
2000	EGS Finansal Kiralama A.Ş.	2.600,00	0%	9.493.902	2,60	9.493.902	332.287	0	332.287	4%
2000	Arena Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	31.000,00	8%	13.518.562	33,50	14.608.158	473.150	1.089.596	1.562.746	12%
2000	Alkim Kağıt San. ve Tic. A.Ş.	3.350,00	4%	13.634.851	3,50	14.245.692	477.220	610.841	1.088.061	8%
2001	Sınai Yatırım Bankası Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.050,00	5%	242.654	1,10	254.205	8.493	11.550	20.043	8%
2002	Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.150,00	-2%	18.783.333	1,13	18.407.667	657.417	-375.667	281.750	1%
2002	Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş.	87.000,00	-8%	21.152.156	80,04	19.459.984	740.325	-1.692.172	-951.847	-4%
2002	Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	57.500,00	-18%	14.018.515	47,15	11.495.183	490.648	-2.523.333	-2.032.685	-15%
2002	Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş.	9.400,00	25%	2.271.685	11,75	2.839.606	79.509	567.921	647.430	29%

2003	Koza Davetiye Mağaza İşletmeleri ve İhracat A.Ş.	7.894,63	1%	8.534.740	7,94	8.588.509	298.716	53.769	352.485	4%
2003	Gersan Elektrik Ticaret Sanayi A.Ş.	3.100,00	5%	2.717.532	3,25	2.844.985	95.114	127.452	222.566	8%
2004	Fenerbahçe Sportif Hizmetler San. ve Tic. A.Ş.	10.500,00	22%	30.030.087	12,80	36.606.676	1.051.053	6.576.589	7.627.642	25%
2004	İnfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.160,00	22%	2.623.170	1,41	3.188.464	91.811	565.293	657.104	25%
2004	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2.800,00	12%	14.729.724	3,13	16.466.358	515.540	1.736.634	2.252.175	15%
2004	Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.850,00	-9%	2.800.874	1,68	2.548.795	98.031	-252.079	-154.048	-6%
2004	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	8.000,00	-4%	61.950.560	7,68	59.472.538	2.168.270	-2.478.022	-309.753	0%
2004	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	6.750,00	-4%	172.001.947	6,48	165.121.869	6.020.068	-6.880.078	-860.010	0%
2004	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4.500,00	0%	8.170.693	4,50	8.170.693	285.974	0	285.974	4%
2004	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	1.400,00	-4%	2.765.641	1,34	2.655.016	96.797	-110.626	-13.828	-1%
2004	PLASTİKKART Akıllı Kart İletişim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3.200,00	-4%	8.864.935	3,07	8.510.338	310.273	-354.597	-44.325	-1%
2004	Denizbank A.Ş.	2.875,00	7%	13.952.910	3,08	14.947.752	488.352	994.842	1.483.194	11%
2004	AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş.	14.500,00	-18%	17.468.296	11,89	14.324.003	611.390	-3.144.293	-2.532.903	-15%
2004	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	3.800,00	2%	21.640.157	3,86	21.982.071	757.405	341.914	1.099.320	5%

2005	Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş.	5,25	-2%	24.567.610	5,15	24.076.258	859.866	-491.352	368.514	2%
2005	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	40,00	9%	20.104.821	43,50	21.863.993	703.669	1.759.172	2.462.841	12%
2005	İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,12	-5%	4.038.004	1,06	3.836.104	141.330	-201.900	-60.570	-2%
2005	Evg Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,04	13%	2.139.394	1,17	2.406.818	74.879	267.424	342.303	16%
2005	BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	26,60	6%	21.418.663	28,25	22.746.620	749.653	1.327.957	2.077.610	10%
2005	Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.	3,40	12%	25.104.415	3,80	28.056.694	878.655	2.952.279	3.830.934	15%
2005	Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,10	3%	1.023.370	1,13	1.051.308	35.818	27.938	63.756	6%
2005	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	5,40	11%	2.765.487	6,00	3.072.732	96.792	307.246	404.038	15%
2005	Mert Gıda Giyim San.ve Tic. A.Ş.	3,00	19%	1.743.964.256	3,56	2.069.562.382	61.038.749	325.598.127	386.636.875	22%
2006	Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	4,00	21%	52.221.297	4,84	63.187.770	1.827.745	10.966.472	12.794.218	25%
2006	Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	3,50	22%	5.297.813	4,26	6.447.968	185.423	1.150.155	1.335.579	25%
2006	Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.	3,20	0%	143.545.120	3,20	143.545.120	5.024.079	0	5.024.079	4%
2006	Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	5,35	21%	181.845.377	6,50	220.942.133	6.364.588	39.096.756	45.461.344	25%
2006	Asya Katılım Bankası A.Ş.	3,50	22%	183.259.979	4,26	223.045.720	6.414.099	39.785.741	46.199.841	25%
2006	Coca-Cola İçecek A.Ş.	7,25	11%	318.308.697	8,05	353.418.147	11.140.804	35.109.449	46.250.254	15%
2006	Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	1,05	-1%	948.161	1,04	938.679	33.186	-9.482	23.704	3%

2006	Metro Menkul Kıymetler Y.O.	1,05	15%	1.881.894	1,21	2.168.694	65.866	286.801	352.667	19%
2006	Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,08	17%	2.060.398	1,26	2.403.866	72.114	343.468	415.582	20%
2006	Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,00	-7%	5.785.921	2,79	5.380.906	202.507	-405.014	-202.507	-4%
2006	Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	2,60	2%	12.584.072	2,64	12.777.867	440.443	193.795	634.237	5%
2006	Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	13%	2.282.424	1,13	2.579.139	79.885	296.715	376.600	17%
2006	Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	7%	2.869.975	1,07	3.070.873	100.449	200.898	301.347	11%
2006	Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4,36	-2%	16.573.529	4,27	16.242.059	580.074	-331.471	248.603	2%
2006	Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	-1%	1.036.866	0,99	1.026.498	36.290	-10.369	25.922	3%
2007	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	11,00	0%	322.356.047	11,00	322.356.047	11.282.462	0	11.282.462	4%
2007	Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,10	22%	5.595.930	1,34	6.816.962	195.858	1.221.032	1.416.890	25%
2007	Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,10	-4%	8.308.740	1,06	7.976.390	290.806	-332.350	-41.544	-1%
2007	Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort.	1,10	-6%	2.430.256	1,03	2.284.440	85.059	-145.815	-60.756	-3%
2007	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	8,00	11%	1.837.006.085	8,90	2.043.669.270	64.295.213	206.663.185	270.958.398	15%
2007	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hk.	2,80	20%	74.209.184	3,36	89.051.020	2.597.321	14.841.837	17.439.158	24%
2007	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	7,60	-2%	384.250.905	7,45	376.565.887	13.448.782	-7.685.018	5.763.764	1%
2007	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	4,10	21%	173.395.937	4,96	209.774.404	6.068.858	36.378.467	42.447.325	24%
2007	Tekfen Holding A.Ş.	5,70	5%	490.754.087	6,00	516.567.752	17.176.393	25.813.665	42.990.058	9%
2008	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	4,60	0%	1.873.081.209	4,62	1.881.135.458	65.557.842	8.054.249	73.612.092	4%

2008	Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	21%	3.838.952	1,21	4.645.131	134.363	806.180	940.543	25%
2009	Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	2,86	13%	6.908.183	3,22	7.777.923	241.786	869.740	1.111.527	16%
2010	KOZA ALTIN İŞLETMELERİ AŞ	36,80	-6%	435.502.959	34,59	409.372.781	15.242.604	-26.130.178	-10.887.574	-3%
2010	TSKB GYO A.Ş.	1,05	3%	39.775.348	1,08	40.912.923	1.392.137	1.137.575	2.529.712	6%
2010	LATEK LOJİSTİK TİCARET A.Ş.	3,96	5%	21.478.000	4,14	22.455.249	751.730	977.249	1.728.979	8%
2010	AKFEN HOLDİNG AŞ	12,50	7%	65.068.638	13,33	69.389.195	2.277.402	4.320.558	6.597.960	10%
2010	AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.	4,90	-3%	97.981.396	4,75	95.041.954	3.429.349	-2.939.442	489.907	0%
2010	MANGO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3,60	9%	8.881.585	3,92	9.671.157	310.855	789.573	1.100.428	12%
2010	İHLAS GAZETECİLİK A.Ş.	1,65	15%	27.618.565	1,90	31.802.777	966.650	4.184.213	5.150.862	19%
2010	ANEL ELEKTRİK PROJE TAAHHÜT VE TİC. A.Ş.	5,30	0%	61.709.802	5,30	61.709.802	2.159.843	0	2.159.843	4%
2010	EURO YATIRIM MENKUL DEĞERLER AŞ	1,71	22%	5.355.130	2,08	6.513.980	187.430	1.158.850	1.346.280	25%
2010	İDEALİST GAYRİMENKUL Y.O A.Ş.	1,27	21%	1.881.270	1,54	2.281.228	65.844	399.958	465.802	25%
2010	ÇEMAŞ DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.	2,14	9%	13.971.479	2,33	15.212.146	489.002	1.240.667	1.729.669	12%
2010	REYSAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1,00	0%	41.786.284	1,00	41.786.284	1.462.520	0	1.462.520	4%
2010	EKİZ YAĞ VE SABUN SANAYİİ A.Ş.	6,65	-17%	9.006.085	5,52	7.475.051	315.213	-1.531.034	-1.215.821	-14%
2010	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	1,58	22%	5.594.754	1,92	6.798.745	195.816	1.203.991	1.399.807	25%
2010	MARTI GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1,42	-3%	51.646.797	1,38	50.097.393	1.807.638	-1.549.404	258.234	0%
2010	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	7,30	-3%	288.827.127	7,08	280.162.313	10.108.949	-8.664.814	1.444.136	0%
2010	İHLAS YAYIN HOLDİNG A.Ş.	1,30	22%	53.014.184	1,58	64.433.440	1.855.496	11.419.255	13.274.752	25%

2010	KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	6,00	-3%	12.869.093	5,82	12.483.020	450.418	-386.073	64.345	0%
2010	UYUM GIDA ve İHTİYAÇ MADDELERİ SANAYİ ve TİCARET AŞ	8,75	-5%	36.931.592	8,31	35.085.012	1.292.606	-1.846.580	-553.974	-2%
2010	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1,70	12%	722.519.975	1,90	807.488.324	25.288.199	84.968.349	110.256.548	15%
2010	DO&CO RESTAURANTS AND CATERİNG AG	43,18	14%	90.475.969	49,20	103.088.319	3.166.659	12.612.350	15.779.009	17%
2010	Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	7,15	2%	12.121.711	7,26	12.308.385	424.260	186.674	610.934	5%
2011	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	4,25	21%	9.352.360	5,15	11.333.189	327.333	1.980.830	2.308.162	25%
2011	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda San. ve Tic. A.Ş.	6,10	21%	78.514.390	7,36	94.735.463	2.748.004	16.221.073	18.969.077	24%
2011	Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	4,13	17%	7.389.226	4,83	8.641.700	258.623	1.252.474	1.511.097	20%
2011	Bizim Toptan Satış Mağazaları AŞ	25,00	15%	252.636.898	28,85	291.542.980	8.842.291	38.906.082	47.748.374	19%
2011	Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.:	3,86	-17%	13.411.211	3,20	11.131.306	469.392	-2.279.906	-1.810.514	-14%
2011	Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş.	4,50	4%	57.171.515	4,70	59.709.930	2.001.003	2.538.415	4.539.418	8%
2011	Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	6,10	4%	121.949.503	6,35	126.949.433	4.268.233	4.999.930	9.268.162	8%

2011	Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,28	-3%	80.645.686	2,21	78.226.316	2.822.599	-2.419.371	403.228	1%
2011	Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri	6,00	10%	7.084.956	6,58	7.770.071	247.973	685.115	933.089	13%
2011	Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	3,30	4%	6.542.085	3,42	6.780.217	228.973	238.132	467.105	7%
2011	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,42	20%	15.466.316	2,90	18.533.287	541.321	3.066.971	3.608.292	23%
2011	Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hiz. San. ve Tic. A.Ş.	7,18	5%	13.395.522	7,54	14.066.638	468.843	671.116	1.139.959	9%
2011	Ataç İnşaat ve Sanayi A.Ş.	12,50	-1%	18.678.776	12,38	18.491.988	653.757	-186.788	466.969	3%
2011	Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri A.Ş.	3,55	17%	5.039.750	4,15	5.891.468	176.391	851.718	1.028.109	20%
2011	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	3,20	21%	7.180.254	3,87	8.683.800	251.309	1.503.545	1.754.854	24%
2011	Global Menkul Değerler A.Ş.	1,65	6%	10.219.882	1,75	10.839.207	357.696	619.325	977.021	10%
2011	Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	5,50	4%	16.789.792	5,70	17.400.940	587.643	611.148	1.198.791	7%
2011	Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş.	4,10	-4%	17.397.103	3,94	16.701.218	608.899	-695.884	-86.986	-1%
2011	Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	3,50	0%	6.299.118	3,51	6.317.386	220.469	18.267	238.737	4%
2011	Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	-33%	8.357.679	0,67	5.599.645	292.519	-2.758.034	-2.465.515	-30%
2011	İnfo Yatırım A.Ş.	1,75	7%	2.977.798	1,87	3.182.075	104.223	204.277	308.500	10%
2011	Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	7,75	-4%	38.825.734	7,44	37.272.705	1.358.901	-1.553.029	-194.129	0%
2011	A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret	2,50	0%	8.148.188	2,50	8.148.188	285.187	0	285.187	4%

	A.Ş.									
2011	Gentra Lojistik A.Ş.	2,90	19%	5.907.437	3,45	7.028.077	206.760	1.120.641	1.327.401	22%
2012	Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,50	0%	55.670.600	2,50	55.670.600	1.948.471	0	1.948.471	4%
2012	Taraf Gazetecilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4,30	-100%	3.924.029	0,00	0	137.341	-3.924.029	-3.786.688	-97%
2012	Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,04	21%	5.828.571	2,46	7.028.674	204.000	1.200.103	1.404.103	24%
2012	Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	2,30	21%	3.594.771	2,79	4.360.458	125.817	765.686	891.503	25%
2012	Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	3,56	-8%	6.054.422	3,28	5.570.068	211.905	-484.354	-272.449	-5%
2012	Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi Ticaret A.Ş.	4,00	-1%	14.400.000	3,96	14.256.000	504.000	-144.000	360.000	3%
2012	Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	7,75	-2%	54.821.618	7,60	53.725.186	1.918.757	-1.096.432	822.324	2%
2012	Polisan Holding A.Ş.	2,25	-5%	24.385.392	2,14	23.166.122	853.489	-1.219.270	-365.781	-2%
2012	Ar Tarım Organik Gıda A.Ş.	1,89	21%	8.274.596	2,29	10.025.501	289.611	1.750.905	2.040.515	25%
2012	TGS Dış Ticaret A.Ş.	5,60	-2%	7.609.109	5,49	7.456.927	266.319	-152.182	114.137	2%
2012	Flap Kongre Toplantı Hizmetleri Otomotiv ve Turizm A.Ş.	4,90	16%	10.849.709	5,70	12.621.467	379.740	1.771.758	2.151.497	20%
2012	Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.	10,90	13%	9.006.776	12,35	10.204.677	315.237	1.197.901	1.513.138	17%
2012	Karakaş Atlantis Kıymetli Madenler Kuyumculuk Telekomünikasyon Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,50	1%	22.970.378	2,52	23.154.142	803.963	183.763	987.726	4%
2012	Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş.	1,90	17%	3.674.439	2,22	4.293.215	128.605	618.776	747.381	20%

2012	Atlantik Petrol Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.	4,50	-1%	4.852.892	4,46	4.804.363	169.851	-48.529	121.322	2%
2012	Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	4,00	0%	67.514.347	4,02	67.851.919	2.363.002	337.572	2.700.574	4%
2013	Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,35	0%	141.683.168	1,35	141.683.168	4.958.911	0	4.958.911	4%
2013	Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,73	2%	19.644.636	2,78	20.004.133	687.562	359.497	1.047.059	5%
2013	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	18,40	2%	360.983.658	18,85	369.827.758	12.634.428	8.844.100	21.478.528	6%
2013	Royal Halı İplik Tekstil Mobilya San. Ve Tic. A.Ş.	4,45	-1%	42.636.359	4,41	42.209.995	1.492.273	-426.364	1.065.909	2%
2013	Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	5,00	1%	33.145.509	5,04	33.410.673	1.160.093	265.164	1.425.257	4%
2013	Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	4,70	0%	55.729.706	4,70	55.729.706	1.950.540	0	1.950.540	4%
2013	Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım ve Ticaret A.Ş.	2,60	-2%	22.727.273	2,55	-22.272.728	795.455	-45.000.001	-44.204.546	-195%
2013	Verusa Holding A.Ş.	11,30	10%	38.585.366	12,45	42.513.356	1.350.488	3.927.990	5.278.478	14%
2013	San-el Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Tic. A.Ş.	3,98	-6%	6.516.820	3,74	6.125.811	228.089	-391.009	-162.921	-3%
2014	Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş.	2,00	10%	9.341.429	2,20	10.275.572	326.950	934.143	1.261.093	14%
2014	Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,15	10%	8.892.169	1,27	9.819.622	311.226	927.453	1.238.679	14%
2014	RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sa. Tic. A.Ş.	13,00	-3%	12.354.478	12,61	11.983.844	432.407	-370.634	61.772	1%

2014	Tuğçelik Alüminyum ve Metal Mamülleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4,00	5%	13.388.161	4,19	14.024.099	468.586	635.938	1.104.523	8%
2014	Lider Faktoring A.Ş.	3,00	0%	6.368.525	3,00	6.368.525	222.898	0	222.898	4%

EK 2: Araştırmaya Konu Olan 1993 - 2014 Yılları İşletmelerin Aracılık Yüklenim Şekli, Halka Arz ve Satış Yöntemi

Yıl	Şirketin Ünvanı	Halka Arz Yöntemi	Aracılık Yüklenim Şekli	Satış Yöntemi
1993	Ege Seramik	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1993	Netaş Northern Electric	Ortak satışı	-	Borsada Satış
1993	Aktaş Elektrik	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1993	Doğan Şirketler Grubu Hold.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1993	Koniteks Konfeksiyon	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1993	Tat Konserve	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1993	Milliyet Gazetecilik	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1993	Finans Leasing	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1993	Factofinans	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1993	Anadolu Sigorta	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1993	Usaş Uçak Servisi	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1993	Ege Profil	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1993	Raks Elektronik	Sermaye artırımı	Best Effort	Borsada Satış
1993	Emsan Beşyıldız	Sermaye artırımı	Best Effort	Borsada Satış
1993	Aksu İplik	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1993	Aktif Finans Factoring	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1994	Transtürk Fren Donanım	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Milpa Tic. ve Sın. Ürünler Pazarlama	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Yapı Kredi Leasing	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Sabah Pazarlama	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1994	Egeplast Ege Plastik	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Bugün Yayıncılık A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1994	Mutlu Akü ve Malzemeleri A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Borusan Birleşik Boru Fabrikaları A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Viking Kağıt ve Selüloz A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Halk Sigorta Türk Anonim Şirketi	Ortak satışı	Best Effort	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Anadolu Biracılık Malt ve Gıda San. A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Güneş Sigorta A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Tukaş Turgutlu Konservecilik A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama

1994	Aksigorta A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1994	Sönmez Pamuklu Sanayii A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Çemtaş Çelik Makina San. A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1994	Emsan Paslanmaz Çelik	Sermaye artırımı	Best Effort	Sabit fiyatla talep toplama
1994	Atlas M.K.Y.O.	Sermaye artırımı	Best Effort	Sabit fiyatla talep toplama
1994	Ihlas Holding	Sermaye artırımı	Best Effort	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Çumra Kağıt	Sermaye artırımı	Best Effort	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Kerevitaş Gıda Sanayi	Sermaye artırımı	Best Effort	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Dardanel Önentaş Gıda	Sermaye artırımı	Best Effort	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1994	Karsu Tekstil Sanayii ve Ticaret A.Ş.	Sermaye artırımı	Best Effort	Borsada Satış
1994	Raks Elektrikli Ev Aletleri	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1995	Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1995	Otokar Otobüs Karoseri Sanayii A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Borova Yapı Endüstri A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1995	Ardem Pişirici ve Isıtıcı Cihazlar San. A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Commercial Union Sigorta A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Eczacıbaşı Yapı Gereçleri San. ve Tic. A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Alternatifbank	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri TAŞ	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Adana Çimento A.Ş. (B Grubu) *	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1995	Demir Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1995	Eminiş Ambalaj San. ve Tic. A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1995	Çbs Boya Kimya San. ve Tic. A.Ş.	Serm.Art./Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Esem Spor Giyim	Serm.Art./Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1995	Haznedar Ateş Tuğla Sanayii A.Ş.	Serm.Art./Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Özfinans Factoring Hizmetleri A.Ş.	Sermaye artırımı	Best Effort	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Rant Finansal Kiralama A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Göлтаş Göller Bölgesi Çimento A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1995	Evren Menkul Kıym.Yat.Ort. A.Ş.	Sermaye artırımı	Best Effort	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Batıçim Batı Anadolu Çimento San. A.Ş.	Sermaye artırımı	Best Effort	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1995	Söktaş Pamuk ve Tarım Ürün. Değ. A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Erbosan Erciyas Boru Sanayii ve Tic. A.Ş.	Sermaye artırımı	Best Effort	Borsada Satış
1995	Friigo-Pak Gıda Maddeleri A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Atlantis Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye artırımı	Best Effort	Borsada Satış

1995	Global Menkul Değerler A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1995	Tümteks Tekstil Sanayi ve Tic. A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Nergis Holding A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1995	Kaplamin Ambalaj San.ve Tic. A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1995	Bumerang Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Tedrici Kuruluş	Best Effort	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1995	Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Tedrici Kuruluş	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	İş Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	İş Bankası en iyi gayret, diğerleri bakiyeyi yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Finans Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1996	Çarşı Büyük Mağazacılık A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	İhlas Finans Kurumu A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1996	Alternatif Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Tansaş A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	İhlas Ev Aletleri A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Anadolu Gıda A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Sasa A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Çelebi Hava Servisi A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	UKİ Uluslararası Konfeksiyon A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Gimsan Gediz İplik A.Ş.	Sermaye artırımı	En İyi Gayret	Borsada Satış
1996	Akın Tekstil A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Mudurnu Tavukçuluk A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	ADEL Kalemçilik A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Avrasya Men. Kıy.Yat. Ort. A.Ş.	Sermaye artırımı	En İyi Gayret	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Birlik Mensucat A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	EGS Ege Giyim A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Yataş A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Bisaş Tekstil A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Borusan Yat. ve Paz. A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Alarko Gayrimen.Yat.Ort. A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Vakıf Gayrimen.Yat.Ort. A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret	Sabit fiyatla talep toplama
1996	ÇBS Printaş A.Ş.	Sermaye artırımı ve ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	Konfrut Gıda A.Ş.	Sermaye artırımı ve ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1996	İntermedya Yayıncılık A.Ş.	Sermaye artırımı ve ortak satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama

1997	Ray Sigorta A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Uzel Makina Sanayii A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Ata Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Toprak Finansal Kiralama A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Toprak Factoring A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Gümüşsuyu Halı ve Yer Kaplamaları San. ve Tic.A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Ceytaş Ceyhan Tekstil Sanayii A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Berdan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Şekerbank T.A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Anadolu Isuzu Otomotiv San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Taç Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
1997	Meges Boya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Bayraklı Boya ve Vernik Sanayii A.Ş.	Sermaye artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	EGS Egeler Giyim Sanayii İç ve Dış ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Apeks Dış Ticaret San. A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	H.Ö. Sabancı Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Ceylan Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Demisaş Döküm Emaye Mamulleri Sanayii A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Klimasan Klima Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Mazhar Zorlu Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Mensa Mensucat San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Kipa Kitle Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Çimbeton Hazır beton ve Prefabrik Yapı Elemanları A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Sevgi Özel Sağlık Hizmetleri A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Boyasan Tekstil San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Ünal Tarım Ürünleri İhracat ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Park Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1997	Arat Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Varlık Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bak.Yük.(Ata-Best Effort)	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Toprakbank A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	İdaş İstanbul Döşeme Sanayii A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Van-Et Entegre Et San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim (Vakif Yat. En iyi gayret)	Sabit fiyatla talep toplama

1998	Osmanlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Vakko Tekstil ve Hazır Giyim San.İşlt. A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Penguen Gıda Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Pastavilla Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Kardemir A.Ş.	Sermaye Artırımı	En iyi gayret	Borsada Satış
1998	Bak Ambalaj A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Selçuk Gıda A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Arsan Tekstil Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Metemteks Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Serve Kırtasiye Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Efes Sınai Yatırım Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Emek Elektrik Endüstrisi A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yat. Ort. A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Doğan Yayın Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1998	Alfa Menkul Değerler A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
1999	Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1999	Gedik Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
1999	Ak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
1999	Yatırım Finansman Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
1999	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı & Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
1999	GSD Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
1999	İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
1999	Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
1999	Goldaş Kuyumculuk Sanayi İthalat İhracat A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
1999	Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
2000	Yazıcılar Otomotiv ve Gıda Yat. ve Paz. San. ve Tic. A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Anadolu Hayat Sigorta A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Doğan Burda Rizzoli	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Batısöke Söke Çimento Sanayii A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi kısmen yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
2000	Nuh Çimento Sanayii A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Şeker Piliç ve Yem Sanayi Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama

2000	Alkim Alkali Kimya Sanayi	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	İş Genel Finansal Kiralama A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	EGS Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Ersu A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Logo Yazılım ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Sezginler Gıda San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Zorlu Enerji Elektrik Üret.Otoprodüktör Grubu A.Ş..Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Altınyığ Kombinaları A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Sınai Yatırım Bankası	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Dentaş Ambalaj ve Kağıt Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	İpek Matbaacılık Sanayi veTicaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi yüklenim	Borsada Satış
2000	Ak Enerji Elektrik Üretimi Otoprodüktör Grubu A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Escort Computer Elektronik San. ve Tic.A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	MenderesTekstil A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Favori Dinlenme Yerleri A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Link Bilgisayar Sistemleri Yazılımı ve Donanımı Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	EGS Finansal Kiralama A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Alkim Kağıt San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.	Sermaye artırımı&Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	Sermaye artırımı&Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Lio Yağ San. ve Ticaret A.Ş.	Sermaye artırımı&Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Soda Sanayi A.Ş.	Sermaye artırımı&Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Ayen Enerji A.Ş.	Sermaye artırımı&Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Tek-Art Turizm A.Ş.	Sermaye artırımı&Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Sanko Pazarlama İthalat İhracat A.ş.	Sermaye artırımı&Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2000	Arena Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye artırımı&Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	sabit fiyatla talep toplama
2001	Sınai Yatırım Bankası Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
2002	Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
2002	Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
2002	Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
2002	Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış

2003	Koza Davetiye Mağaza İşletmeleri ve İhracat A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2003	Gersan Elektrik Ticaret Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2004	Fenerbahçe Sportif Hizmetler San. ve Tic. A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
2004	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
2004	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
2004	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
2004	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
2004	PLASTİKKART Akıllı Kart İletişim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2004	Denizbank A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı birlikte.	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2004	AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı birlikte.	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
2004	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı birlikte.	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
2004	İnfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2004	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
2004	Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
2005	Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
2005	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2005	Evg Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2005	BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2005	Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2005	Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2005	İnfortrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2005	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplanması (4,75-5,93 YTL arası)
2005	Mert Gıda Giyim San.ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
2006	Coca-Cola İçecek A.Ş.	Ortak Satışı	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2006	Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2006	Metro Menkul Kıymetler Y.O.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2006	Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış

2006	Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2006	Tacirler yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı /Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2006	Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	Borsada Satış
2006	Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
2006	Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	13 aracı kurum bakiyeyi yüklenim bir aracı kurum en iyi gayret aracılığı	Sabit Fiyatla Talep Toplama
2006	Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış
2006	Asya Katılım Bankası A.Ş.	Sermaye Artırımı, (Ek satış: Ortak Satışı)	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2006	Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
2006	Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2006	Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	Bakiyeyi Kısmi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2006	Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama
2007	Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. Şirket sermayesini temsil eden payların %49'unu (4.900.000 YTL) bakiyeyi kısmen yüklenim yoluyla, diğer aracı kurumlar ise en iyi gayret aracılığı ile aracılık etmiştir.	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2007	Merkez B Tipi Men.Kıy. Yat.Ort.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim (1.500.000 YTL) ve En İyi Gayret Aracılığı (1.465.000 YTL)	Borsada Satış
2007	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	Ortak Satışı	En iyi gayret	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2007	Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
2007	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye artırımı	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2007	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2007	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hk.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2007	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2007	Tekfen Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
2008	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama

2008	Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	2.500.000 YTL Bakiyeyi Yüklenim 2.449.996 YTL En İyi Gayret aracılığı	Borsa Birincil Piyasada Satış
2009	Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	Sermaye Artışı	Bakiyeyi yüklenim	Borsada Satış
2010	KOZA ALTIN İŞLETMELERİ AŞ	Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	Fiyat aralığı ile talep toplama
2010	İHLAS GAZETECİLİK A.Ş.	Ortak Satışı	Kısmi Yüklenim	Fiyat aralığı ile talep toplama
2010	EURO YATIRIM MENKUL DEĞERLER AŞ	Ortak Satışı	En İyi Gayret	Borsada satış
2010	İDEALİST GAYRİMENKUL Y.O A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	Borsada satış
2010	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Ortak Satışı	-	Borsada satış
2010	İHLAS YAYIN HOLDİNG A.Ş.	Ortak Satışı	En İyi Gayret	sabit fiyatla ile talep toplama
2010	MANGO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi yüklenim	Borsada satış
2010	REYSAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	Sermaye Artırımı	Kısmi Yüklenim	Fiyat aralığı ile talep toplama
2010	MARTI GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi yüklenim	Fiyat aralığı ile talep toplama
2010	UYUM GIDA ve İHTİYAÇ MADDELERİ SANAYİ ve TİCARET AŞ	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret	Sabit fiyatla ile talep toplama
2010	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret	Fiyat aralığı ile talep toplama
2010	TSKB GYO A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	Fiyat aralığı ile talep toplama
2010	LATEK LOJİSTİK TİCARET A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	Borsada satış
2010	AKFEN HOLDİNG AŞ	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Kısmi Yüklenim	Fiyat aralığı ile talep toplama
2010	AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı		Fiyat aralığı ile talep toplama
2010	ANEL ELEKTRİK PROJE TAAHHÜT VE TİC. A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret	Fiyat aralığı ile talep toplama
2010	ÇEMAŞ DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	Borsada satış
2010	EKİZ YAĞ VE SABUN SANAYİİ A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret	Borsada satış
2010	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Kısmi Yüklenim	Fiyat aralığı ile talep toplama
2010	KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret	Sabit fiyatla ile talep toplama
2010	DO&CO RESTAURANTS AND CATERİNG AG	Sermaye Artırımı ve Ortak	En İyi Gayret	Tavan fiyat ile talep toplama

		Satışı		
2010	Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	Sabit fiyatla talep toplama
2011	Bizim Toptan Satış Mağazaları AŞ	Ortak satışı	Kısmi Bakiye Yüklenim	Fiyat aralığı ile talep toplama
2011	İnfo Yatırım A.Ş.	Ortak satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama
2011	Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	Sermaye Artırımı	Yoktur	Borsada satış
2011	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama
2011	Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hiz. San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama
2011	Ataç İnşaat ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı	Kısmi Bakiye Yüklenim	Fiyat aralığı ile talep toplama
2011	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama
2011	Global Menkul Değerler A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi yüklenim	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama
2011	Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi yüklenim	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama
2011	Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama
2011	Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Fiyat aralığı ile talep toplama
2011	A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	Kısmi Bakiye Yüklenim	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama
2011	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi yüklenim	Borsada satış
2011	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Fiyat aralığı ile talep toplama
2011	Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.:	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Yoktur	Borsada satış
2011	Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Kısmi Bakiye Yüklenim	Fiyat aralığı ile talep toplama
2011	Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Fiyat aralığı ile talep toplama
2011	Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Fiyat aralığı ile talep toplama

2011	Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Yoktur	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama
2011	Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil Piyasada fiyat teklifi alma yöntemiyle satış
2011	Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Fiyat aralığı ile talep toplama
2011	Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama
2011	Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama
2011	Gentra Lojistik A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama
2012	Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	Ortak Satışı	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığıyla Borsa dışında talep toplama
2012	Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama
2012	Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama
2012	Polisan Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama
2012	Ar Tarım Organik Gıda A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama
2012	TGS Dış Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama
2012	Karakaş Atlantis Kıymetli Madenler Kuyumculuk Telekomünikasyon Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama
2012	Atlantik Petrol Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama
2012	Taraf Gazetecilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Borsa Birincil Piyasada değişken Fiyatla talep toplama
2012	Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama
2012	Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama

2012	Flap Kongre Toplantı Hizmetleri Otomotiv ve Turizm A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama
2012	Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama
2012	Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama
2012	Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama
2012	Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama
2013	Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama
2013	Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama
2013	Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret Aracılığı	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama
2013	Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama
2013	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Fiyat aralığı ile talep toplama
2013	Royal Halı İplik Tekstil Mobilya San. Ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Fiyat aralığı ile talep toplama
2013	Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama
2013	Verusa Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret Aracılığı	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama
2013	San-el Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama
2014	Lider Faktoring A.Ş.	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsa Dışında Sabit Fiyatla Talep Toplama
2014	Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama
2014	Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama

2014	RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sa. Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama
2014	Tuğçelik Alüminyum ve Metal Mamülleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama