

**TC
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME YÖNETİMİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**HALKA ARZDA SATIŞ YÖNTEMLERİNİN
DÜŞÜK FİYATLANDIRMA AÇISINDAN
KARŞILAŞTIRILMASI: BİST'TE 2006-2013
YILLARI ARASINDA BİR UYGULAMA**

**FİLİZ OZAY
11713007**

**TEZ DANIŞMANI
YRD. DOÇ. DR. HALİL EMRE AKBAŞ**

**İSTANBUL
2014**

TC
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME YÖNETİMİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

HALKA ARZDA SATIŞ YÖNTEMLERİNİN
DÜŞÜK FİYATLANDIRMA AÇISINDAN
KARŞILAŞTIRILMASI: BİST'TE 2006-2013
YILLARI ARASINDA BİR UYGULAMA

FİLİZ OZAY
11713007

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih:

Tezin Savunulduğu Tarih: 18.03.2015

Tez Oy Birliği/Oy çokluğuyla başarılı bulunmuştur.

Unvan Ad Soyad	İmza
Tez Danışmanı : Yrd.-Doç. Dr. H. Emre AKIŞAŞ	
Jüri Üyeleri : Prof. Dr. Salih DUREZ	
Prof. Dr. Gurbüz GÖKGEN	

İSTANBUL
MART 2015

ÖZ

HALKA ARZDA SATIŞ YÖNTEMLERİNİN DÜŞÜK FİYATLANDIRMA AÇISINDAN KARŞILAŞTIRILMASI: BORSA İSTANBUL’DA 2006-2013 YILLARI ARASINDA BİR UYGULAMA

Filiz Ozay
Ekim, 2014

Bu çalışmada Türkiye’de 2006- 2013 yılları arasında halka açılan 97 şirkete ait veriler analiz edilerek, ilgili yıllarda ülkemizde düşük fiyatlandırmanın varlığı araştırılmış, düşük fiyatlandırmanın halka arzda kullanılan satış yöntemlerine göre değişiklik gösterip göstermediği incelenmiştir. Buna ek olarak hisse senetlerinin kapanış fiyatı ile ilk günkü toplam işlem hacmi verileri elde edilerek, veriler arasında bir ilişkinin olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Düşük fiyatlandırma olgusu, ilk gün ve ilk hafta anormal getirilerini kapsayan kısa dönem; birinci ay anormal getirilerini kapsayan orta dönem ve üçüncü ile altıncı ay anormal getirilerini kapsayan uzun dönem için ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre, kısa dönemde hisse senedi performanslarının yüksek olduğu, tüm yıllarda ortalama %7,51 ilk gün anormal getiri ve %14,10 ilk hafta anormal getiri elde edildiği görülmüştür. Orta dönemde ise ortalama anormal getiri oranı, %9,85 olarak hesaplanmıştır. Üçüncü ve altıncı ay verilerinin baz alındığı uzun dönemde de anormal getirilerin ortalamaları sırasıyla %9,57 ve %11,93 olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bulgulardan yola çıkarak 2006-2013 yılları arasında halka arz olunan hisse senetlerinin gerçeğe uygun değeri üzerinden fiyatlanmadığı ve ilgili yıllarda Borsa İstanbul’da düşük fiyatlandırmanın yapıldığı sonucuna ulaşılmıştır. Halka arzda kullanılan satış yöntemlerinin ise düşük fiyatlandırma üzerinde bir etkisinin olmadığı, yöntemlere göre elde edilen ortalama anormal getiriler sonucu oluşan farklılıkların rastlantısal olarak ortaya çıktığı sonucuna ulaşılmıştır. Hisse senetlerinin ilk günkü fiyatı ile işlem hacmi arasında ise pozitif yönlü zayıf bir ilişki tespit edilmiştir. Türkiye ve yurtdışı piyasalarında konu ile ilgili yapılmış çalışmaların bulunması ile birlikte, incelenen zaman aralığının ve fiyat performansını belirlemeye yönelik dönemlerin farklı belirlenmesi nedeniyle, bu çalışma ile literatüre katkı sağlanılacağı düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz, Düşük Fiyatlandırma, Halka Arzda Satış Yöntemleri, Borsa İstanbul

ABSTRACT

COMPARISON OF SALES METHODS IN PUBLIC OFFERING in TERMS of UNDERPRICING: an IMPLEMENTATION on BORSA İSTANBUL BETWEEN 2006-2013

**Filiz Ozay
October, 2014**

In this study, data about 97 companies had been offered to public between 2006-2013 was analyzed, and the existence of underpricing in our country within the given years was investigated; also an analysis was conducted whether underpricing changes according to the sales methods or not. In addition to this, the closing prices of stocks and the first day total transaction volume data is acquired and a research has been conducted whether there is a relationship among the data. The concept of underpricing was separately evaluated for the short term that covers the abnormal returns of first day and first week; for the medium term that covers the abnormal returns of the first month; and the long-term that covers the abnormal returns between third and sixth month. According to the findings of the study, it has been indicated that the stock performances in short-term are higher, in all years an average of 7.51 % abnormal return and 14,10 % first week abnormal return. In medium term, the average abnormal return rate is calculated as 9.85 %. In the long term, when the third and sixth month data is used, the average abnormal return rates are calculated as 9,57% and 11.93 %. When we look at the findings, we can say that the stocks offered to public between 2006 and 2013 were not priced upon their real prices and an underpricing was conducted in Borsa İstanbul in the related years. It was also concluded that the sales methods used in public offering did not have any kind of impact in underpricing; and that the differences existed as a result of average abnormal returns were just coincidental. A positive and weak relationship was determined between the first day prices of the stocks and the transaction volume. There are studies conducted about this subject in Turkey and in foreign markets, as the time period and price performance investigated has different periods, it has been thought that this study will contribute the literature.

Keywords: Initial Public Offering, Underpricing, Sales Techniques in Public Offering, Borsa İstanbul

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın hazırlanması süresi boyunca benden fikirlerini, bilgilerini, çok değerli zamanını ve desteğini esirgemeyen danışman hocam Yrd. Doç. Dr. Halil Emre Akbaş'a,

Her zaman ve her konuda beni destekleyen canım AİLEM'e, sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.

İstanbul; Ekim, 2014

Filiz OZAY

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLOLAR LİSTESİ	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ	ix
KISALTMALAR	x
1.GİRİŞ	1
2. HALKA ARZ.....	4
2. 1. Halka Arz Kavramı	4
2.2. Halka Arzın Türleri	6
2.2.1. Birinci El Piyasasında Halka Arz (Initial Public Offering- IPO).....	6
2.2.2. İkinci El Piyasasında Halka Arz (Secondary Offering- SPO)	7
2.2.3. Karma Halka Arzlar	7
2.3. İşletmeleri Halka Arza Yönlendiren Etmenler.....	8
2.4. Halka Arz Yöntemleri	10
2.4.1. Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Açılma (Ortaklardan Satış).....	11
2.4.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Açılma	13
2.4.3. Mevcut Payların Satışı ve Sermaye Artırımı Yöntemlerinin Birlikte Uygulanması	16
2.5. Hisse Senetlerinin Halka Arzında Satış Yöntemleri	16
2.5.1.Talep Toplama Yöntemi	17
2.5.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi	18
2.5.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplanması.....	19
2.5.1.3. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi.....	20
2.5.2. Talep Toplamaksızın Satış	20
2.5.3. Borsada Satış Yöntemi.....	21
2.6. Halka Arzda Aracılık Faaliyetleri	21
2.6.1. Halka Arza Aracılık Türleri	26
2.6.1.1 Aracılık Yüklenimi	26
2.6.1.2 En İyi Gayret Aracılığı.....	28
3. HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİ.....	29
3.1. Hisse Senetlerinin İlk Halka Arzında Fiyatlandırma	29
3.1.1. Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Etkili Olan Temel Faktörler	32
3.1.2. Düşük Fiyatlandırma.....	35
3.1.2.1. Düşük Fiyatlandırma Hipotezleri.....	36

3.1.2.2. Düşük Fiyatlandırma İle İlgili Literatür Araştırması	38
3.2. Hisse Senedi Fiyatı İle İşlem Hacmi Arasındaki İlişkinin Varlığı.....	46
3.2.1. Literatür Taraması.....	49
4. HALKA ARZDA SATIŞ YÖNTEMLERİNİN DÜŞÜK FİYATLANDIRMA AÇISINDAN KARŞILAŞTIRILMASI: BORSA İSTANBUL'DA 2006-2013 YILLARI ARASINDA BİR UYGULAMA	51
4.1. Araştırmanın Amacı Ve Önemi	52
4.2. Araştırmanın Hipotezleri.....	52
4.3. Veri Seti	53
4.4. Veri Analiz Teknikleri	54
4.5. Bulgu Ve Yorumlar.....	55
4.5.1 Düşük Fiyatlandırmanın Varlığının Tespit Edilmesi	58
4.5.1.1 Kısa Dönem İle İlgili Bulgular.....	58
4.5.1.2 Orta Dönem İle İlgili Bulgular.....	61
4.5.1.3 Uzun Dönem İle İlgili Bulgular	62
4.5.2 Halka Arzda Satış Yöntemleri ile Hisse Senetlerinin İlk Gün Getirileri Arasındaki Farklılığın İncelenmesi	68
4.5.3. Hisse Senedinin İlk Günlük Fiyatı ile Toplam İşlem Hacmi Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi	75
5.SONUÇ.....	78
KAYNAKÇA	82
EKLER.....	89
EK-1 2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Olan Şirketlere Ait Halka Arz Olma Bilgileri ve İlk Günlük Verileri	89
EK-2 2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Olan Şirketlere Ait 1. Hafta ve 1. Ay Hisse Senedi Verileri	98
EK-3 2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Olan Şirketlere Ait 3. Ay ve 6. Ay Hisse Senedi Verileri.....	107
ÖZGEÇMİŞ.....	117

TABLÖLAR LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1: İlk Gün Getirileri ve Düşük Fiyatlandırma Olgusunun Varlığına Dair Yapılmış Araştırmalar	40
Tablo 2: Yıllar İtibari İle İlk Gün En Düşük ve En Yüksek Ortalama Anormal Getiriler	59
Tablo 3: Yıllar İtibariyle İlk Hafta En Düşük ve En Yüksek Ortalama Anormal Getiriler	60
Tablo 4: Yıllar İtibariyle Birinci Ay En Düşük ve En Yüksek Ortalama Anormal Getiriler	62
Tablo 5: Tek Örneklem Kolmogorov-Smirnov Testi	66
Tablo 6: Tek Örneklem İstatistikleri.....	67
Tablo 7: Tek Örneklem T Testi	67
Tablo 8: 2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirketlerin Halka Arz Yöntemleri.....	69
Tablo 9: 2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirketlerin Satış Yöntemleri.....	70
Tablo 10: Anova Testi Sonucu	74
Tablo 11: Tek Örneklem Kolmogorov-Smirnov Testi Sonucu	76
Tablo 12: Hisse Senedinin İlk Günkü Fiyatı İle Toplam İşlem Hacmi Arasındaki İlişkinin Belirlenmesine Yönelik Korelasyon Analizi Sonucu	77

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No
Şekil 1:	İlk Gün Ortalama Anormal Getiriler 58
Şekil 2:	1. Hafta Ortalama Anormal Getiriler 60
Şekil 3:	1. Ay Ortalama Anormal Getiriler 61
Şekil 4:	3. Ay Ortalama Anormal Getiriler 62
Şekil 5:	6. Ay Ortalama Anormal Getiriler 63
Şekil 6:	Kısa, Orta ve Uzun Dönemlere Ait Ortalama Anormal Getiriler 64
Şekil 7:	2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirketlerin Halka Arz Sayıları ve Yöntemleri 69
Şekil 8:	2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirketlerin Satış Yöntemleri Yüzde Dağılımı 71
Şekil 9:	Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemlerine Göre Elde Edilen Ortalama Anormal Getiriler 72

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
A.Ş.	Anonim Şirket
BİST	Borsa İstanbul
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
GİP	Gelişen İşletmeler Piyasası
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
IPO	Initial Public Offering
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
PTT	Posta ve Telgraf Teşkilatı Genel Müdürlüğü
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SPO	Second Public Offering
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TÜYİD	Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği

1.GİRİŞ

Şirketlerin halka arz yoluyla finansman sağlaması, işletmeler için fon sağlamanın temel kaynaklarından birini oluşturmaktadır. Şirketler, halka arzla birlikte finansman sağlama, hisse senetlerine likidite kazandırma, yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından daha iyi tanınma, hisselerinin bir grubunu ellerinden çıkararak geniş yatırımcı kitlelerine ulaşma imkanı elde etmektedirler.

Halka açılarak özkaynaklarını artıran işletmeler, uzun vadeli kaynak temin edebileceklerinden, yatırımlarını da uzun vadeli alanlara yönlendirebileceklerdir. Bunun sonucu olarak da, temin ettikleri kaynakları ile yeni yatırımlar yapabilecek, değişen teknolojilere uyum gösterebilme, ürün ve pazar geliştirebilme şansı yakalayabileceklerdir. Halka açılma ile şirketler, sınırlı olarak yalnızca taraflarınca üstlenilmiş olan faaliyet riskini, çok sayıda yatırımcıya dağıtarak, hem risklerini hem de işletmeye tahsis ettikleri ve edecekleri sermaye miktarını azaltmış olacaklar ve bu sayede mevcut faaliyetleri dışındaki alanlara kaynak aktarabilecekler, faaliyet çeşitlenmesi yapmak suretiyle, ekonomik ve mali krizlere daha dayanıklı duruma gelebileceklerdir.

Düşük fiyatlandırma , hisse senedi piyasasında aktif rol oynamayan yatırımcıları ilk halka arzlara katılmaya ikna etmek için kullanılan etkili bir araçtır. Halka kapalı olan şirketler ihtiyaç duydukları sermaye ihtiyacını şirketlerini halka açık hale getirmek suretiyle karşılayabilirler. Bunun için yönetim kurulu tarafından belirlenen oranda hisse senetlerini yeni yatırımcılara halka arz yoluyla satarlar. Bu satış sırasında belirlenen fiyatlar, her zaman hisse senetlerinin gerçek değerini tam olarak yansıtmayabilir. Dolayısıyla halka açılmak isteyen bir firmanın, halka arzdan maksimum faydayı sağlayabilmesi için; hisse senetlerini gerçeğe uygun değeri üzerinden ihraç etmesi gerekmektedir.

Hisse senedi fiyatının doğru tespit edilmesinin başarılı bir halka arz için önemli olmasının yanı sıra, halka arz olunurken kullanılacak satış yönteminin seçimi de ihraççı firmaların üzerinde durması gereken unsurlar arasındadır. Bu amaçla, son

yıllarda halka arzlar konusunda yapılan akademik çalışmaların temel konularından biri de halka arz yöntemlerinin etkinliği olmuş ve yapılmış olan bir çok ampirik çalışmalar ile bu yöntemlerin birbirlerine olan üstünlüğü açıklanmaya çalışılmıştır. Halka arz yöntemlerinin etkinliğine yönelik bu araştırmalarda “Hangi halka arz yöntemi daha fazla düşük fiyatlandırmaya yol açmaktadır?” sorusunun cevabı bulunmaya çalışılmıştır. Ancak konuya ilişkin literatür incelendiğinde, ortaya konmuş ampirik çalışmalar sonucunda farklı cevaplar bulunduğu ve bu cevapların bizi tek bir sonuca götürmediği görülmektedir.

Hisse senetlerinin borsada işlem gördüğü ilk günde oluşan işlem hacmi ve işlem hacmini belirleyen unsurlar da finansal piyasalar için oldukça 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.

Tüm bu sonuçlardan yola çıkarak; bu çalışmada Türkiye’de 2006- 2013 yılları arasında halka açılan şirketler analiz edilerek, ilgili yıllarda ülkemizde düşük fiyatlandırmanın varlığı araştırılmış, düşük fiyatlandırmanın halka arzda kullanılan satış yöntemlerine göre değişiklik gösterip göstermediği incelenmiştir. Buna ek olarak hisse senetlerinin kapanış fiyatı ile ilk günkü toplam işlem hacmi verileri elde edilerek, veriler arasında bir ilişkinin olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın birinci ve ikinci bölümlerinde konuya ilişkin teorik bilgilere yer verilmiştir. Halka arz kavramı, halka arz türleri, halka arzın işletmeler açısından önemi, halka arz yöntemleri ile halka arzda kullanılan satış yöntemleri, halka arzda aracılık faaliyetleri ve halka arza aracılık türleri birinci bölümün temel konusunu oluştururken, ulaşılan teorik bilgiler Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurul tarafından yayınlanan Tebliğler ile desteklenmiştir.

İkinci bölümün konusunu ise, halka arz fiyatının belirlenmesi oluşturmaktadır. Bu başlık altında hisse senetlerinin ilk halka arzında fiyatlandırma, halka arz fiyatının belirlenmesinde etkili olan temel faktörler, düşük fiyatlandırma olgusu ile düşük fiyatlandırma hipotezleri ele alınmış, konu literatürde yapılmış benzer çalışmalarla desteklenmiştir. Ayrıca hisse senedi fiyatı ile işlem hacmi arasındaki ilişkinin

varlığını açıklamaya yönelik yapılmış çalışmalardan yola çıkarak konu ile ilgili bilgi verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, Türkiye'de 2006-2013 yılları arasında halka arz edilen 97 şirkete ait hisse senetlerinde düşük fiyatlandırma yapılıp yapılmadığını tespit edebilmek ve düşük fiyatlandırma düzeyinin halka arzda kullanılan satış yöntemlerine göre farklılık gösterip göstermediğini belirleyebilmek için; şirketlerin halka arz verileri istatistiki olarak analiz edilmiş, elde edilen bulgular ampirik düzeyde yorumlanmıştır. Verilerin analizinde SPSS 20.0 paket programı kullanılarak, Tek Örneklem T Testi ile Tek Yönlü Varyans Analizi yapılmıştır. Son olarak da hisse senetlerinin ilk günkü fiyatı ile toplam işlem hacmi arasındaki ilişkinin tespiti için Korelasyon Analizi Yapılmıştır. Elde edilen bulgular literatürdeki benzer çalışmalara ilişkin sonuçlar ışığında değerlendirilmiştir.

2. HALKA ARZ

Bu bölümde, halka arz kavramının daha iyi anlaşılması ve konunun daha iyi ifade edilebilmesi açısından ilk olarak halka arzla ilgili kavramsal tanımlama yapılmış ve halka arz türleri ele alınmıştır. Daha sonra halka arzın işletmeler açısından önemine değinilmiş ve işletmeleri halka arza yönlendiren etmenlerin neler olduğu incelenmiştir. Ardından konunun asıl amacını oluşturan, halka arz yöntemleri ile halka arzda kullanılan satış yöntemleri hakkında bilgi verilmiştir. Son olarak da halka arzda aracılık faaliyetleri ile halka arza aracılık türlerine değinilmiştir.

2. 1. Halka Arz Kavramı

Günümüz dünyasında ekonomik koşulların getirdiği ağır şartlar şirketlerin sermaye ihtiyacının doğmasına sebep olmaktadır. Bu ihtiyaç, uzun vadeli fon kaynağını etkin bir yoldan sağlanarak aynı zamanda ekonomik gelişimin desteklenmesi olarak doğmuştur. Bu kapsamda şirketler piyasadaki atıl fonlara erişebilmek için hisselerini belli oranlar ile halka satarak uzun vadeli kaynak elde edebilmektedir.

Halka arz kavramı , bir ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu alternatif bir finansman yöntemidir¹. Halka arz kısaca şöyle tanımlanabilir: "Hisse senetlerinin, çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışdır²".

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu' nun 3. Maddesinin (f) bendine göre ise halka arz³;

¹ Senem Mutlu Uşaklı, **Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri** (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010), 54.

² Muhasebetürk, Halka Arz Etmek ve Borsada İşlem Görmek, 2008, <http://muhasebeturk.org/borsahakkinda-bilgiler-tiklayiniz-/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme.html> [10.01.2014].

³ "Sermaye Piyasası Kanunu (6362 S.K.)" , **Resmi Gazete**, 28513(Aralık 2012) : 1.

“Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı ” ifade etmektedir.

“ Her türlü yoldan çağrıda bulunma” kavramı içinde yer alan “her türlü yol” tabiri; sözlü, yazılı veya elektronik ortam vasıtasıyla herhangi bir sermaye piyasası aracının satışı için halka çağrıda bulunulmasını ifade etmektedir. Kanuni tariftteki halka çağrı, sözlü veya yazılı bir şekilde, çok sayıda ve belirsiz kişilere, sermaye piyasası araçlarını satın almaları için her türlü yoldan duyuru yapılması anlamına gelmektedir. Bu duyuru yazılı basın, ve/veya medya aracılığı ile yapılabileceği gibi, el ilanları dağıtılması, yapıştırılması veya herhangi bir suretle dağıtılması, ilan panolarına asılması, internet ilanları ve hatta PTT kanalıyla dahi yapılabilir. Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3. Maddesinde yer alan “çağrı” kavramı, “davet” anlamına gelmektedir. Yapılan bu çağrı, tüm halka yöneltilebileceği gibi, belirli meslek sahiplerine veya belirli nitelikteki kişilere de yöneltilebilir⁴. Literatürde halka arz ve halka açılma olarak iki kavram göze çarpmaktadır. Halka arz, halka açılmaya göre daha geniş bir çerçeveye sahiptir. “Halka arz” , birden fazla kez halka satışı gerçekleştirilmiş hisse senetleri için kullanılmaktadır. Eğer halka arz, halka kapalı bir anonim ortaklık tarafından ilk defa yapılırsa, bu durum “Halka Açılma” olarak ifade edilmektedir⁵.

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 yükümlülüklerle tabi olurlar⁶.

Halka açık anonim ortaklık olmanın en önemli sonucu Sermaye Piyasası Kanunu’ na tabi olmak ve bu nedenle şirket paylarının Sermaye Piyasası Kurulu

⁴ Oğuz Kürşat Ünal, “ **Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**” (Ankara:1999), 23’ten aktaran Senem Mutlu Uşaklı, Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010), 55.

⁵ Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2** (Ankara, 2012), 5, <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/14264/halkaarz.pdf> [11.01.2014].

⁶ “Sermaye Piyasası Kanunu (6362 S.K.)”, **Resmi Gazete**, 28513 (Aralık 2012) : 11.

(Kurul) kaydına girmesidir. Payların Kurul kaydına girmesiyle birlikte halka açık anonim ortaklıklar, Sermaye Piyasası Mevzuatına ve Kurul kararlarına uymakla yükümlü hale gelirler⁷.

2.2. Halka Arzın Türleri

Gerçekleştirildiği piyasaya göre halka arz işleminin 3 ayrı türü bulunmaktadır. Bunlar; yeni ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının halka arzı (birinci el piyasasında halka arz), sermaye piyasası araçlarının bu araçları elinde bulunduran kimseler tarafından halka arz edilmeleri (ikinci el piyasasında halka arz) ve bu iki türün birleşiminden oluşan “ karma halka arz”lardır.

2.2.1. Birinci El Piyasasında Halka Arz (Initial Public Offering- IPO)

Birinci el piyasasında halka arz, yeni ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının halka satışını ifade eder. Bu piyasada fon talep edenler tarafından ihraç edilen hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçları tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmek isteyenlerle ilk kez buluşmaktadır⁸. 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. Birinci el piyasasında halka arz kavramının karşılığı, İngilizce’de "Initial Public Offering (IPO)" terimi oluşturmaktadır. Bu piyasada gerçekleştirilen halka arz işlemlerinin temel özelliği, satıştan elde edilen gelirin doğrudan ihraççının kasasına girmesidir. 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 taşırlar⁹.

⁷ age, 6.

⁸ Kürşat Göktürk, **Sermaye Piyasası Hukuku** (Eskişehir:TC. Anadolu Üniversitesi Yayını, 2013), 5, http://eogrenme.anadolu.edu.tr/_layouts/eLrnPoint/AofElrnPortal/GetEbook.aspx?c=HUK114U&s=1 [12.01.2014].

⁹ Tolga Ayoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri** (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008), 92- 100.

2.2.2. İkinci El Piyasasında Halka Arz (Secondary Offering- SPO)

İkinci el piyasasında halka arz, daha önce ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kimseler tarafından halka satılmasını ifade eder. Bu tür halka arz işlemleri için “portföyden satış” terimi de 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. Bu türdeki halka arz işlemleri İngilizce’de “secondary offering” ya da kısaca “SPO” olarak ifade edilmektedir¹⁰.

İkinci el piyasalarına tasarruf sahiplerinin güven duyması, piyasa istikrarı açısından önem arz etmektedir. 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 gereklidir¹¹.

2.2.3. Karma Halka Arzlar

Yukarıda belirtilen iki halka arz türü, yani birinci ve ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemleri tek bir halka arz işleminin bünyesinde birleştirebilir. Diğer bir ifadeyle, tek bir halka arz işlemi çerçevesinde hem ortaklığın sermaye artırımını yoluyla yeni ihraç ettiği hisse senetlerinin, hem de pay sahiplerinin portföylerinde bulunan payların halka satılabilmesi mümkündür. Bu türe, iki ana tür olan birinci ve ikinci el piyasası halka arzlarını tek bir satış süreci içerisinde birleştirdiğinden, “karma yöntem” adı verilmektedir¹².

¹⁰ age, 92-100.

¹¹ Göktürk, age, 5.

¹² Ayoğlu, age, 92- 100.

2.3. İşletmeleri Halka Arza Yönlendiren Etmenler

Küreselleşmenin getirdiği bir zorunluluk olarak, tüm sektörlerde hakim olabilmek ve rekabetin sert bir şekilde yaşandığı iş dünyasında ayakta kalabilmek için yeni yatırımlar yapmak zorunda olan şirketlere, sermaye piyasası, kaynak temini açısından önemli ölçüde fırsatlar sunmaktadır. Şirketler, halka arz yöntemiyle, sermayelerini daha da kuvvetlendirerek, gerek ulusal gerekse uluslararası şirketlerle rekabet edebilme açısından önemli bir avantaj elde etmiş olurlar¹³. Halka açılarak özkaynaklarını artıran işletmeler, uzun vadeli kaynak temin edebileceklerinden, yatırımlarını da uzun vadeli alanlara kanallandırmaktadırlar. Bunun sonucu olarak, temin ettikleri kaynakları yeni yatırımlar, değişen teknolojilere uyum, ürün ve pazar geliştirme faaliyetleri için tahsis edebilir hale geleceklerdir¹⁴. Halka arzın işletmelere sağladığı avantajları maddeler halinde aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- **Yeni Finansman Kaynağı:** Halka arzın temelindeki gerekçe, finansal nitelik taşımaktadır. Halka arzı gerçekleştiren ortaklıklar; üretim tesislerinin 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 içerisindeyler. Halka arz, çoğunlukla bu fon ihtiyacının ortaklığın iç kaynaklarından ya da mevcut pay sahiplerinden karşılanmasının mümkün olmadığı durumlarda gündeme gelen bir finansman sağlama yöntemidir¹⁵.
- **Likidite Sağlamak:** İşletmelerin halka arzıyla mevcut ortaklara önemli bir likidite imkanı sağlanmaktadır. Şirket hisselerinin borsada işlem görmeye başlaması, organize olmuş bir piyasada işlem görmesi demektir. Organize olmuş piyasada hisse senedi fiyatı, arz ve talebe göre oluşur. Hisseler bir değer kazanır. Borsadaki hisseler bir piyasa değerine sahip olduğundan,

¹³ Mustafa Özboyacı, “Halka Arzın Şirketlerin Performansı Üzerine Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama” (Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010), 3.

¹⁴ Sevinç Akbulak, **Şirketlerin Halka Açılması**, (Ankara: SPK Yeterlilik Etüdü), 9-10’ dan aktaran Yalçın Karatepe ve diğ., “Türkiye’de Birincil Halka Arz Uygulamalarının Analizi”, İktisat İşletme Finans (2002), 21.

¹⁵ Ayoğlu, **age**, 87.

yatırımcılar bu hisseleri bir teminat olarak görür. Sonuçta hisseleri kolaylıkla satabilirler ve hisselerle likidite kazandırabilirler¹⁶.

- **Kurumsallaşma:** Halka arz, şirketlere kurumsallaşma olanağı sağlamaktadır. Şirketlerin hisse senetlerini halka arz etmesi ve menkul kıymet borsalarında işlem görmeye başlamaları, Sermaye Piyasası Kurulu ve Borsa İstanbul'un (BİST) incelemelerini içeren bir süreç dahilinde gerçekleşmektedir. Ayrıca şirketler işlem görmeye başlamalarından sonra mali tablolarını belirli dönemlerde bağımsız denetim kuruluşlarına denetletirmekte, ortakları ve kamuoyunu düzenli olarak bilgilendirmekte, Sermaye Piyasası Kurulu ve BİST'in sürekli denetimine tabi tutulmaktadır. Bu çerçevede halka açılma ve hisse senetlerinin menkul kıymetler borsasında işlem görmesinin sağlanması ile şirketler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaştırma süreçlerini hızlandırmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşabilmektedir¹⁷.
- **Globalleşme:** Şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmeye başlaması ile birlikte, şirketler yabancı ülkelerde de kolayca menkul kıymet ihraç edebilir ve o ülkede menkul kıymetlerini kote ettirerek işlem görmesini sağlayabilirler. Böylece, yurt dışı piyasalara erişebilirler. Menkul kıymetleri bir Borsa'da kote olan şirketlerin yabancı ortak bulması ve ortak girişim kurabilme imkânları artmaktadır¹⁸.
- **Kredibilite:** İhraç edilen menkul kıymetin, iyi bir performans göstermesi durumunda, şirketin gelecekte finansman sağlayabilmesi daha kolay hale gelebilecek ve bu durum da şirketin; tüketiciler, satıcılar ve kredi verenlerin gözünde itibarının artmasını sağlayacaktır. Şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi şirketlere daha ucuz ve kolay kredi bulma imkânı oluşturan önemli avantajlardandır. Şirketler, halka arz

¹⁶ Hatice Gereklioğlu Düzakın, "İMKB'de Halka İlk Arzdan Sonra Hisse Senetlerinin Performansının Ölçümü ve Düşük Fiyatlandırmayla İlgili Yaklaşımlarının Firmalar ve Bunlara Aracılık Eden Kurumlar Açısından Değerlendirilmesi" (Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998)' den aktaran Gökçe Yıldız Sağlam, "Halka Arzda Düşük Fiyatlandırmaya Aracılık Türü, Arz Yılı ve Aracı Kurum Etkileri: İMKB'de Bir İnceleme" (Yüksek Lisans Tezi, Osmangazi Üniversitesi, 2007), 4.

¹⁷ Karatepe, **age**, 22-23.

¹⁸ Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, 3, http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf [17.01.2014].

olduktan sonra, borsada işlem görmeye başlamalarıyla birlikte yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından daha fazla tanınır hale gelirler. Bu süreç içerisinde gösterdikleri performanslara paralel olarak da halka arzdan önceki finansmanlarından daha güçlü bir finansman yapısına sahip olurlar. Başka bir ifadeyle, halka arz, şirketler açısından önemli bir finansman kaynağı oluşturmanın yanında, şirketin kredibilitesi açısından oldukça büyük bir önem arz etmektedir¹⁹.

- **Şirketlerin Tanıtımı:** Halka açılmanın önemli avantajlarından bir diğeri de, şirketin geniş ölçüde tanınmasını sağlamasıdır. Basın yayın kuruluşları, veri yayın kuruluşları ve diğer görsel yayınlar aracılığıyla, Borsa'nın şeffaflık ve kamuoyu aydınlatma fonksiyonu çerçevesinde, yurt içi ve yurt dışında bulunan yatırımcılara, hisse senetleri borsada işlem görmekte olan şirketler hakkında bilgi aktarımı sağlanmaktadır²⁰. 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 gelişmeleri daha yakından takip ederek, edindiği bilgileri halka duyuracaktır.
- **İkincil Halka Arz ve Sermaye Arttırma İmkânı:** Şirketler, paylarını halka arz ettikten sonra ortaya çıkan kaynak gereksinimlerini mevcut ortaklarının rüçhan haklarını kısmen veya tamamen kısıtlamak suretiyle gerçekleştirecekleri “İkincil Halka Arz” yoluyla karşılayabilecekleri gibi yapacakları sermaye artırımını ile de karşılayabilirler²¹.

2.4. Halka Arz Yöntemleri

Herhangi bir ortaklığın halka açık şirket olarak tanımlanması aşağıdaki durumlarda söz konusu olmaktadır:

¹⁹ Özboyacı, **age**, 4.

²⁰ Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, 3, http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf [17.01.2014].

²¹ Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2** (Ankara, 2012), 9, <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/14264/halkaarz.pdf> [17.01.2014].

- Ortaklığın kuruluşunda şirket halka açık olarak kurulabilir. Dolayısıyla halka açılma, kuruluş sırasında gerçekleştirilir²².
- Faaliyetine devam etmekte olan ortaklığın mevcut pay sahipleri, sahip oldukları payların bir kısmını halka satarak, ortağı bulundukları şirketin halka açılmasına neden olabilirler.
- Yine faaliyetine devam etmekte olan bir ortaklığın halka açılması, şirketin sermaye artırımına gitmesi durumunda ortaya çıkabilir.
- 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Madde 16'ya göre; ortak sayısının 500'den fazla olduğu anonim ortaklıklar, halka açık kabul edilmektedir²³.

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 uygulanır. 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 etmektedir²⁴.

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

2.4.1. Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Açılma (Ortaklardan Satış)

Bu yöntemde, daha önceden ihraç edilmiş paylar, söz konusu paylara sahip gerçek ve tüzel kişiler tarafından doğrudan Borsa' da ya da Borsa dışında halka arz edilmektedir. Şirket tarafından yeni pay ihraç edilmesi söz konusu değildir²⁵.

Bu yöntemde halka açılma ile elde edilen hasılatlar, halka arzı gerçekleştiren firmaya değil de, hisse senetlerini satan ortaklara ait olacaktır. Dolayısıyla, bu ortaklar elde

²² Nurhan Aydın, **Finansal Yönetim** (Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, 2004), 16
<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> [30.01.2014].

²³ "Sermaye Piyasası Kanunu (6362 S.K.)", **Resmi Gazete**, 28513 (Aralık 2012) : 11.

²⁴ Gökçe Yıldız Sağlam, "Halka Arzda Düşük Fiyatlandırmaya Aracılık Türü, Arz Yılı ve Aracı Kurum Etkileri:İMKB'de Bir İnceleme" (Yüksek Lisans Tezi, Osmangazi Üniversitesi, 2007), 5.

²⁵ SPK, s.4. <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=73&fn=73.pdf> [01.02.2014].

ettikleri fonları istedikleri yerlerde kullanabilirler²⁶. Böylece, halka arz edilen hisse senetlerini alan yatırımcıların sağladıkları fonların, hisse senetlerini aldıkları firma tarafından kullanılmama tehlikesi vardır. 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.

Mevcut payların satışı yoluyla halka açılmada sırasıyla aşağıdaki işlemler uygulanmaktadır²⁷:

- Söz konusunu payını satacak ortak, yönetim kurulunun bu yöndeki kararını alarak veya almadan paylarını satabilirler. 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.
- Payını satacak ortak veya ortaklar, bir aracı kurumla aracılık sözleşmesi yapmak zorundadır. Dolayısıyla Kurul'a başvuru, sözleşme yapılan aracı kurum tarafından yapılmaktadır. Aynı zamanda halka arz edilecek senetlerin, Borsa'daki pazarlardan birinde işlem görmesi talebi ile Borsa'nın istediği belgelerle birlikte kotasyon veya pazara kayıt talebi ile BİST'e de başvurulması gerekmektedir.
- Halka arz edilen senetlerin SPK kaydına alınmasına ilişkin olarak Kurul'ca yapılan inceleme sonucunda hazırlanan izahname uygun bulunduğunda, on beş gün içerisinde Ticaret Sicili Gazetesi'nde tescil ve ilan edilir. İzahnamenin tescilinin arkasından, izahnamenin özeti niteliğindeki bir sirküler de gazetelerde yayınlanır.
- Halka arz edilen senetlerin satışında, SPK düzenlemesi uyarınca, belirli satış yöntemlerinin kullanılması gerekir. Satış işlemleri ise sözleşme yapılan aracı kurumca gerçekleştirilir ve satış işleminden sonra sözleşmede belirtilen süre içerisinde toplanan hasılat aracı kuruluş tarafından, paylarını satan ortak veya ortaklara ödenir.

²⁶ Halka Açılma, **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-10** (Ankara,2007): 10, <http://www.tml.web.tr/download/halka-acilma.pdf> [30.01.2014].

²⁷ Karatepe ve diğ., **age**, 23.

- Mevcut payların halka arzına ilişkin olarak başvuru hükümleri “Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği” nin 6. Maddesinde aşağıdaki gibi belirtilmiştir²⁸.

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.

2.4.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Açılma

Sermaye artırımı, işletmelerin yeni hisse senedi ihraç ederek mevcut ödenmiş/çıkarılmış sermayelerinin arttırılmasıdır. İşletmeler, sermaye artırımı yoluyla halka açılabilirler. Sermaye artırımına gidilmesinde iki seçenek vardır²⁹:

- Şirket genel kurulu, mevcut ortakların yeni pay alma –rüşhan hakkı- haklarını kısıtlayabilir. Kısıtlama, tamamen veya kısmen olabilir. Bu durumda artan sermaye kısmı nedeniyle, mevcut ortakların kısıtlanan rüşhan haklarına karşılık gelen payları, halka arz edilerek şirket halka açılabilir.
- İkincisi, rüşhan hakkı kısıtlanmadan mevcut ortakların kullanmadıkları rüşhan haklarının satışı suretiyle, yani rüşhan haklarından arta kalan paylar arz edilerek şirketin halka açılması sağlanabilir.

²⁸ “Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VII No 128.1)”, **Resmî Gazete**, 28685(22 Haziran 2013) : 6.

²⁹ Şükrü Yıldız, **Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı** (İstanbul ,1996): 297-300'den aktaran Burak Adıgüzel," Anonim Şirketlerde Rüşhan Hakkının Sınırlanması Veya Kaldırılması", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, c. XVIII, s.1 (2014) : 3, http://webftp.gazi.edu.tr/hukuk/dergi/18_1_1.pdf [20.03.2014].

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 belirtilmiştir³⁰:

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 artırılmasına 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 GİP’te işlem görecektir 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 artırılabilecek sermayeyi temsil eden paylardan satılmayanlara ilişkin satın alma taahhütnamesi verilmesi zorunludur.

Eğer işletme daha önce halka arz gerçekleştirmiş ise, yapılacak işlemler işletmenin hangi türde sermaye sistemine sahip olduğuna göre değişmektedir.

Türkiye ‘de mevzuat gereği iki türde sermaye sistemi vardır: Kayıtlı ve esas sermaye sistemi. Kayıtlı sermaye sistemi, şirket yönetim kurullarına sermaye artırımlarında belli bir serbestlik verir. Şöyle ki, genel kurullarından arttırabilecekleri sermaye için bir maksimum limit (sermaye tavanı) isteyen yönetim kurulu, bu tavanı aşmamak ve en az beş yıl içerisinde de o tavana ulaşmak kaydı ile, istediği zamanda, ister bir kerede ister bir kaç sermaye artırımı yoluyla, tavan miktarına kadar sermayelerini yükseltebilirler³¹.

Esas sermaye sisteminde ise bir sermaye tavanı yoktur. Şirketin ödenmiş sermayesi ancak ve ancak genel kurulun alacağı zaman ve artırım miktarı kararına göre zamanında bir kerede yapılır³².

³⁰ “Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VII No 128.1)",

Resmî Gazete, 28685(22 Haziran 2013) : 7.

³¹ Güray Küçükkoçaoğlu, Sermaye Sistemi- Bedelli, Bedelsiz ve Temettü Dağıtımında Hisse Senedi Fiyatlaması Ders Notları (Ankara: Başkent Üniversitesi):5.

³² **age**, 5.

Halka açık ortaklıkların sermaye artırımı yöntemiyle halka arz gerçekleştirecekleri durumda sermaye sistemine göre yapılacak işlemler “Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği” nin 12. Maddesinde belirtilmiştir³³:

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 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 artırılacak sermayeyi temsil eden paylardan satılmayanlara ilişkin satın alma taahhütnamesi verilmesi zorunludur.

Kurul’ a başvurulduktan sonra yapılan inceleme sonunda hisse senetlerinin kayda alınmasına karar verilmişse onaylanan izahname 15 gün içerisinde Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi’ nde ilan edilmektedir. Ardından halka arz işlemi, belirlenen satış yöntemiyle gerçekleştirilir. Satış süresi sonunda aracılık sözleşmesine göre, satılmayan kısım aracı kurum tarafından belirtilen satış fiyatı üzerinden satın alınır ya da en iyi gayret sözleşmesi yapılmışsa satılmayan kısım şirkete iade edilir. Tümü satılmışsa satışı yürüten aracı kurum, aracılık sözleşmesinde belirtilen süre içerisinde satış hasılatını ortaklığa ödemekle yükümlüdür³⁴.

Bu yöntemde, elde edilen hasılatlar firmanın kasasına girmektedir ve firmanın belirlediği büyüme stratejileri doğrultusunda kullanılmaktadır. Bu durum yatırımcı

³³ “Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VII No 128.1)", **Resmî Gazete**, 28685 (22 Haziran 2013) : 12.

³⁴ Karatepe, **age**, 24.

için iyi bir seçenek olmaktadır, çünkü yatırımcıların sağladığı fonlar firmanın finansal durumunu güçlendirmek için kullanılacaktır³⁵.

2.4.3. Mevcut Payların Satışı ve Sermaye Artırımı Yöntemlerinin Birlikte Uygulanması

Yukarıda belirtilen her iki yöntemin birlikte kullanılması imkanı mevcuttur. Bu sayede hem ortak hem de firma halka arz yoluyla kaynak elde edebilecektir.

Bir anonim ortaklık sermaye artırımına giderek çıkarmış olduğu yeni hisse senetlerini halka arz ederken, aynı zamanda ortakların elinde bulunan mevcut hisse senetlerini de halka arz etme yoluna gidebilir. Bu durumda karma yöntem söz konusu olmaktadır. Bu yöntem ile halka açılmanın söz konusu olabilmesi için gerekli işlemler hakkında herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu yöntemle halka arz işlemi çok fazla gerçekleşmemekle birlikte, bu yöntemin kullanılması da mümkündür³⁶.

2.5. Hisse Senetlerinin Halka Arzında Satış Yöntemleri

Sermaye Piyasası Kanunu, sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını kurallarla düzenleyerek, yatırımcıların ihraççılar tarafından yanıltılmasını önlemeye çalışmıştır. Bu nedenle ortaklıklar, sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında Sermaye Piyasası Kurulu'nun koymuş olduğu satış yöntemlerine ilişkin kurallara uymak zorundadır. Tasarruf sahiplerine hisse senedi satış işlemleri "Sermaye Piyasası Araçları'nın Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği"ndeki hükümler çerçevesinde yerine getirilir.

Satış yönteminin seçiminde başarılı bir halka arz gerçekleştirmek için tasarlanan strateji önemli bir rol oynar. Aracı kuruluş önderliğinde oluşturulmasında yarar bulunan bu strateji ile yurt içi ve yurt dışı satışlarda fiyat ve miktar olarak en başarılı noktaya ulaşılması hedeflenir. Yöntem seçiminde halka arzın büyüklüğü, birincil derecede önem taşır. Hisse senetleri halka arz edilecek ortaklığın iç ve dış kamuoyu

³⁵ Seda Çavuşoğlu, "Halka Arzların Başarısızlık Sebepleri: Coca-Cola İçecek Örnek Olay İncelemesi" (Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008), 22.

³⁶ Özboyacı, **age**, 11.

önündeki tanınmışlığı, saygınlığı gibi hususlar da satış yönteminin belirlenmesinde etkili olur³⁷.

Hisse senetlerinin halka arzında satış yöntemleri üçe ayrılmaktadır: 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. Prensip olarak, her bir ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi, bu üç satış yönteminden bir tanesini kendi ihtiyacına bağlı olarak seçebilir.

Bu konu “Sermaye Piyasası Araçları’ nın Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği” nin 5. Maddesinde şu şekilde ifade edilmektedir³⁸:

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 ihraççının 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 kullanımı zorunlu kılınmıştır. Bu tebliğin 17. maddesinde "Niteliği belirlenmiş ortaklıklarca halka arz edilecek paylar için uygulanacak satış yöntemleri" ayrıca belirtilmiş ve ilgili maddede aşağıdaki ifade kullanılmıştır³⁹:

" Payları borsada işlem gören ortaklıkların borsada işlem sırası 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 anlaşılacağı üzere “ niteliği belirlenmiş ortaklıkların” dışında kalan ortaklıkların halka arzında fiyat, satış ve dağıtım esasları serbestçe belirlenebilir. Bu maddenin birinci fıkrasında belirlenen ortaklıkların borsada satış yöntemini, üçüncü fıkrada belirtilen ortaklıkların ise talep toplama yöntemini kullanması zorunludur.

2.5.1.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

³⁷ Reha Tanör, **Halka Arz** (İstanbul: Beta: 2000), 331-332.

³⁸“Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (II-5.2)”, **Resmi Gazete**, 28691 (Haziran 2013): 3.

³⁹“Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (II-5.2)”, **Resmi Gazete**, 28691 (Haziran 2013): 3.

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".

Talep toplama yoluyla satış yönteminde, yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin talepleri bu Tebliğin ekindeki talep formunun düzenlenmesi suretiyle toplanır ve satış işlemi talep toplandıktan sonra izahnamede belirlenen usul ve esaslara göre gerçekleştirilir⁴⁰. Bunun anlamı, 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 bildirilmesidir. 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 almaktadır⁴¹.

Bu tebliğin 10. Maddesine göre talep toplama süresi, en az iki iş günü en fazla üç iş günüdür. Satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına talep toplama süresi içerisinde yeterli talep gelmesi durumunda dahi bu sürenin sonuna kadar talep toplamaya devam edilir⁴².

Talep toplama yönteminin türleri olan sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi yoluyla talep toplama ve fiyat aralığı yolu ile talep toplama aşağıdaki bölümlerde açıklanmaktadır.

2.5.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi

Bu yöntemde, satışa sunulan hisse senedi için hissedar veya ihraççı sabit bir fiyat belirlemektedir. Sabit fiyatla talep toplama yöntemi, uygulamada en fazla rağbet edilen ve tercih edilen halka arzda satış yöntemini oluşturmaktadır. Bu yöntemde satışa sunulan hisse senetleri için ihraççı ya da pay sahibi ile aracı kuruluş (varsa

⁴⁰“Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (II-5.2)”, Resmi Gazete, 28691 (Haziran 2013): 3.

⁴¹ Tanör, **age**, 336.

⁴²“ Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (II-5.2)”, Resmi Gazete, 28691 (Haziran 2013): 3.

konsorsiyum lideri) arasında yapılan değerlendirmeler sonucunda tek bir fiyat kararlaştırılır. Bu fiyat, sirküler ve izahname vasıtasıyla aracılar duyurulmaktadır⁴³.

Talep toplama süresinden sonra, hisse senetlerine göre talebin az olması durumunda tüm istekler karşılanabilecektir. Fakat arz edilen hisse senedi, tüm talebe göre yetersiz kalmış ise özellikli bir dağıtım yöntemi uygulanmaktadır. Dağıtım esasına göre satışa sunulan toplam tutar, talep sayısına bölünmektedir. Kalan tutar ise, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek aynı şekilde dağıtılmaktadır. Dağıtım işlemine tüm satışa sunulan hisse senetleri bitinceye kadar devam edilmektedir⁴⁴.

2.5.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplanması

Bu yöntemde ise ihraççı veya hissedar tarafından asgari bir fiyat belirlenmektedir. Yatırımcılar, bu fiyatı baz alarak bunun üstündeki fiyatlara ve istedikleri miktara ilişkin taleplerini, talep formunu düzenleyerek bildirmektedir. Satışa sunulan hisse senetlerinden almak isteyen yatırımcıların, istedikleri miktara ilişkin teklif verdikleri fiyat üzerinden bedeli, sirkülerde belirtilen bankaya belirtilen sürede yatırmaları gerekmektedir. Talep toplama süresinin bitiminden itibaren ise talep formlarını alan aracı kuruluş, dağıtım yapmaktadır⁴⁵.

Toplanan teklifler, en yüksek fiyat teklifinden en düşük fiyat teklifine doğru olmak üzere, her fiyat düzeyinde talep edilen miktarlar ile birikimli miktarları gösteren bir tabloya dönüştürülmektedir. Birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabildiği fiyat, satış fiyatı olarak belirlenmekte ve hisse senetlerinin dağıtımında bu fiyatı karşılayan teklifler dikkate alınmaktadır. Belirlenen fiyat düzeyinde talep edilen toplam hisse senedi miktarının satışa sunulandan fazla olması durumunda, en yüksek fiyatlı talepten başlamak suretiyle dağıtım işlemi yapılmaktadır. Oluşan fiyat seviyesinde birden fazla yatırımcının karşılanamayan talebi olması durumunda, yatırımcılar arasında dağıtım, talep miktarı ile orantılı olarak yapılmaktadır. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda bir alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilmekte, ortaya çıkan miktarın bu alt sınırın altında kalması

⁴³ Sudi Apak, **Finansal Yönetim Cilt 1. Sermaye Piyasaları** (İstanbul: Papatya Yayıncılık, 2009), 227.

⁴⁴ **age**, 227

⁴⁵ **age**, 228

halinde, yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılmakta ve bu miktarlar tekrar dağıtımına tabi tutulmaktadır⁴⁶.

2.5.1.3. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi

Hisse senetlerinin halka arzında fiyat aralığı yolu ile talep toplanması halinde, hisse senetleri için aralarındaki fark %20'yi geçmemek kaydıyla, bir taban ve bir tavan fiyatı belirlenir, tavan fiyat üzerinden talep toplanır. Bu yöntemde gerçekleşen fiyat ile tavan fiyat arasındaki fark yatırımcılara iade edilir⁴⁷. Bu yöntemde aracı kuruluş öncelikle potansiyel yatırımcılarla görüşmekte ve sabit fiyat ile talep toplama yönteminden farklı olarak tek bir fiyat üzerinden değil, bir alt sınır üzerinden yapılmaktadır. Yatırımcılar bu fiyatı baz alarak bunun üzerindeki fiyatlara ve istedikleri miktara ilişkin taleplerini bildirmektedir. Aracı kuruluşun alt sınır belirtmeksizin fiyat toplayıp daha sonra halka arz fiyatını belirlemesi de karşılaşılan bir uygulamadır. Toplanan teklifler, en yüksek fiyat teklifinden başlayarak sıralanmakta ve en çok hisse senedinin satılabildiği fiyat hisse senedinin satış fiyatı olarak belirlenmektedir. Yani, bu yöntemde hem hisse senedi fiyatı, hem de yatırımcıların kimlikleri değişkendir⁴⁸.

2.5.2. Talep Toplamaksızın Satış

Talep toplamaksızın satış yöntemi, 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 satışdır⁴⁹. Dolayısıyla bu yöntemde, sermaye piyasası araçları, ihraççı ya da aracı kuruluş tarafından, belirli bir fiyat belirlenmek suretiyle talep toplanmaksızın satışa sunulur.

⁴⁶ Ayoğlu, **age**, 153.

⁴⁷ **age**, 155.

⁴⁸ Alper Yücel, "Halka Arzlarda Satış Yöntemleri, Halka Arzların Borsada Yapılmasına Yönelik Bir İhale Yöntem Önerisi", **SPK Yeterlik Etüdü** (İstanbul:1998) , 36-39 den aktaran Duygu Daştan, "Halka Arzlarda Fiyatlandırma: 2004 – 2007 İMKB Örneği" (Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,2008), 26.

⁴⁹ " Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (II-5.2)", Resmi Gazete, 28691 (Haziran 2013): 3.

Bu yöntemin uygulanması halinde; tasarruf sahipleri, sirkülerde belirtilen süre içinde pay bedellerini bir bankada açılan özel hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar. Talep toplama yönteminin kullanılması durumunda, yeterli talepte bulunulmaması halinde, talep dışı kalan paylar için talep toplamaksızın satış yöntemi uygulanmaktadır⁵⁰.

2.5.3. Borsada Satış Yöntemi

Yukarıda açıklanan prosedürler hisse senetlerinin aracı kuruluşlar tarafından Borsa dışında halka arz edilmesine ilişkin prosedürdürler. Şirketler, diledikleri takdirde hisse senetlerini Borsa’ da birincil piyasada da halka arz edebilirler⁵¹.

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 etmektedir⁵².

Borsada satış halka arz yönteminin kullanılması için Borsa’ya başvurulması ve başvurunun Borsa Yönetim Kurulu’nca kabulü 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 gerçekleştirilir⁵³.

2.6. 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 şunlardır⁵⁴:

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

a) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi

⁵⁰ Senem Mutlu Uşaklı, **age**, 189-190.

⁵¹ Borsa İstanbul, **Halka Arz ve Borsada İşlem Görme**, 15.

http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf [10.04.2013].

⁵²“Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği Seri II No:5.2”, **Resmi Gazete**, 28691 (Haziran 2013): 3.

⁵³ Borsa İstanbul, **age**, 15.

⁵⁴ Sermaye Piyasası Kanunu (6362 S.K.)” , **Resmi Gazete**, 28513(Aralık 2012): 3.

- 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

Ayrıca Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4. Maddesi'nde yetkili kuruluş şu şekilde tanımlanmaktadır⁵⁵: "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 maddelerinden anlaşılacağı üzere; 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.).

Halka arzların bir kısmı tek bir aracı kuruluş tarafından gerçekleştirilirken; birden fazla aracı kuruluş tarafından yapılan halka arzlar da vardır. 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 etmektedir⁵⁶.

Halka arz, şirketler tarafından sık yapılmadığından, hisselerini halka arz edecek şirketlerin, kendisi ile yatırımcılar arasında ilişki kuracak, satışı gerçekleştirecek ve şirketin amaçları doğrultusunda aracılık yapacak doğru aracı kuruluşu seçimi büyük

⁵⁵"Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği Seri II No:5.2", **Resmi Gazete**, 28691 (Haziran 2013): 3.

⁵⁶ Sudi Apak, **age**, 239.

önem arz etmektedir. Bir aracı kuruluşun seçiminde şirketlerin dikkat etmesi gereken unsurlar şu şekildedir⁵⁷:

- Başlangıç olarak aracı kuruluşun, özellikle yönetici aracı kurumun, tanınmışlık derecesi seçimde önem taşımaktadır. Bunun sebebi yatırımcılarla bağlantılıdır. Yatırımcılar genellikle daha önceden bilinmeyen bir hisse senedini seçerken, satışa aracılık eden aracı kurum veya yatırım bankasının yeteneğine ve tanınmışlık derecesine güvenmektedir.
- Bir ihracın başarısına, ihraç edilen menkul kıymetin fiyatının doğru olarak tespit edilmesine bakılarak karar verilmektedir. Söz konusu başarı, aracı kurum firmasının aynı endüstri kolunda veya ihraççı firma ile aynı özelliklere sahip başka şirketlerin halka arzlarında kazandığı deneyime bağlı olmaktadır.
- Halka arza aracılık yapan kurumun genellikle araştırma konusunda başarılı elemanlara sahip olması beklenmektedir. Çünkü yatırımcılar, ihraççı şirket hakkında doğru ve kolay bilgiye aracı kuruluş vasıtasıyla ulaşabileceklerini düşünmektedirler.
- Aracılık yapan kurumların ihraç edilen menkul kıymetleri dağıtacakları yatırımcı profili değişiktir. İhraççı firma, aracı kurum firmasının müşteri profiline de dikkat etmek zorundadır. Çünkü bu olay, menkul kıymetlerin piyasa sonrası performansları ile ilgili olmaktadır.
- Menkul kıymetlerin dağıtımı 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

⁵⁷ age, 239-240.

de önemlidir. Çünkü firma, halka açık hale geldikten sonra danışmanlık hizmetlerine sürekli ihtiyaç duyacaktır.

Hisse senetlerinin halka arz edilmesi ile ilgili olarak ihraççı ve/veya hissedar ile birlikte ihraç fiyatı, miktarı ile halka arz sürecinin belirlenmesine yönelik çalışmalar yapılması, izahname ve kayıt başvurusu için sunulacak bilgi ve belgelerin tamamlanarak Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuruda bulunulması, bu belgelerde yer alacak bilgilerin doğruluğunun sağlanmasını temin ederek her türlü danışmanlık hizmetinden yararlanılması, konsorsiyum oluşturulması, gişe hizmetleri vermek üzere bir satış grubu oluşturulması, talep toplanması, halka arz edilecek hisse senetlerinin satışına ve tanıtımına yönelik olarak yurt içi ve yurt dışı organizasyonlar düzenlenmesi ve satışın organize edilmesi gibi kurumsal finansman faaliyetlerinin yürütülmesi ve benzeri faaliyetleri ile aracılık sözleşmesinde belirlenen diğer yükümlülüklerin yerine getirilmesi halka arza aracılık faaliyeti kapsamındadır⁵⁸.

Aracı kuruluş, halka arzı izahname ve sirkülerden belirlenen ve belirtilen şekilde gerçekleştirmek zorundadır. Bu zorunluluk Seri II No: 5.2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde 28. maddesinde şu şekilde ifade edilmektedir⁵⁹: "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 tanımlanmıştır⁶⁰:

"İzahname;İhraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecekt 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

⁵⁸ Sevinç Akbulak, Yavuz Akbulak, Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, (İstanbul: Beta, 2004): 112.

⁵⁹"Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği Seri II No:5.2", **Resmi Gazete**, 28691 (Haziran 2013): 3.

⁶⁰ "İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği Seri II No:5.1", **Resmi Gazete**, 28685 (Haziran 2013): 4.

tanımlanabilir. Sirküler, basılı bir metindir, izahnamenin ve gerekli görülmesi halinde ihraççı ortaklığın esas sözleşmesinin önemli maddelerini kapsar⁶¹.

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

Yukarıda bahsi geçen kanun ve tebliğ maddelerinden de anlaşılacağı üzere; izahname ve sirküler, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından müştereken imzalanır. Kanunun bu düzenlemeyi öngörmekteki 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 çalışılmaktadır⁶².

Hisse senetlerinin halka arzında ve satışında gerek hukuksal yükümlülüklerin gerek finansal gerekliliklerin yerine getirilerek taraflar ve kamu düzeni açısından verimli ve başarılı bir çarkın işletilmesi ve tamamlanmasında aracı kuruluşların rolü çok büyüktür. Aracı kuruluşların sahip olduğu çok önemli bir yükümlülük de aracı kuruluşlarla ilgili bazı kişilerin konumu dolayısıyla gündeme gelir. Buna göre, hisse senetlerinin halka arzı yoluyla satışında bunları ihraç eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, Murahhas Müdürler, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ile bunların eşleri ve birinci derecede akrabaları söz konusu hisse senetlerini doğrudan veya dolaylı olarak satın alamazlar. Bu konuda sorumluluk, aracı kuruluşa aittir. Görüldüğü gibi halka arzlarda herhangi bir yanlış anlaşılmaya yol açmamak amacıyla bu işte görev alan ya da görev alanlara

⁶¹ Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukuku'nun Esasları** (İstanbul: 1982): 'den aktaran Tolga Aydoğdu, Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008), 119.

⁶² Tolga Aydoğdu, **age**, 129.

yakın olan genişçe bir kitle söz konusu halka arzdan yararlanma olanağından yoksun bırakılmıştır. Bu yasağa uyulmamasından, aracı kuruluşlar sorumlu tutulmaktadır⁶³.

2.6.1. Halka Arza Aracılık Türleri

Halka arza aracılık, aracı kuruluşların ihraççılara bulundukları taahhütlerin kapsamına göre farklı türlerde olabilmektedir. 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 bulunmaktadır⁶⁴.

2.6.1.1 Aracılık Yüklenimi

Bu aracılık türünde menkul kıymeti ihraç eden ortaklık, tüm ihraç ettiği menkul kıymet satışını bedeli karşılığında aracı kuruluşa devretmektedir. Böylece menkul kıymet satışının riskini aracı kuruluş üstlenmektedir. Aracı kuruluş ise konsorsiyum oluşturarak almış olduğu riski dağıtabilmektedir. Bu yöntemde aracı kuruluş tarafından ihraççı şirkete, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının tamamının veya belirli bir kısmının satılacağı taahhüt edilmektedir⁶⁵.

Yukarıda da bahsedildiği üzere, Kurul'un Seri: V, No: 46 Sayılı Tebliği'nin 38. maddesine göre aracılık yüklenimi üçe ayrılmaktadır⁶⁶:

- **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

⁶³ Tanör, **age**, 363.

⁶⁴ "Aracı Kuruluşlar ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Seri:5 No:46", **Resmi Gazete**, 24163(Eylül 2000): 38.

⁶⁵ Yalçın Karatepe, **age**, 23.

⁶⁶ "Aracı Kuruluşlar ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Seri:5 No:46", **Resmi Gazete**, 24163(Eylül 2000): 38.

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 satılamayan kısmının bir kısmının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının satışı yapan ihraççı firmaya taahhüt edilmesine kısmen bakiyeyi yüklenim denir. Sermaye piyasası araçlarının bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasının satışı yapan ihraççı firmaya taahhüt edilmesine de kısmen tümünü yüklenim denir.

Bakiyeyi yüklenim aracılık türünde, belirlenen süre içerisinde sermaye piyasası araçlarının tamamının satılması halinde aracı kuruluşun ihraççıya karşı ayrıca bir yükümlülüğü doğmaz. Sermaye piyasası araçlarının tamamının satılamadığı durumda ise, aracı kuruluş satılamayan kısmın tamamının bedelini nakden ihraççıya öder. Başka bir ifadeyle; aracı kuruluş, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık ettiği gibi, satılmayan kısmı satın almayı da garanti eder⁶⁷.

Tümünü yüklenim sözleşmesinde ise; aracı kuruluş, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının bedellerini satış başlamadan önce tam ve nakden ödemek suretiyle tamamını satın almayı taahhüt etmekle birlikte, aynı zamanda satın aldığı bu sermaye piyasası araçlarını halka tekrar satmayı da taahhüt etmektedir. Dolayısıyla aracı kuruluş, hem ihraççı ile yatırımcılar arasında sermaye piyasası araçlarının alım satımına vesile olmakta, hem de dolaylı olarak aracılık yapmaktadır. Aracı kuruluş, tümünü yüklenimde kendi nam ve hesabına alıp satarken, yatırım amacıyla değil, ticari amaçla hareket etmektedir. Tümünü yüklenim sözleşmesinde, aracı kuruluş aynı zamanda halka arza yönelik çalışmalar yapmakta, Kurul'a yapılacak başvuruda danışmanlık hizmetleri vermekte ve konsorsiyum oluşturmaktadır⁶⁸.

⁶⁷ Mustafa Sencer Kara, "Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması" (Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006), 120.

⁶⁸ age, 124.

2.6.1.2 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 yöntemi⁶⁹;

“En İyi Gayret Aracılığı, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılamayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını" ifade eder şeklinde tanımlanmıştır.

En iyi gayret aracılığı yapıldığında, aracı kurum tarafından satılan sermaye piyasası araçlarına ait bedellerin, en geç satış süresinin bitimini izleyen iş gününün sonunda nakden ve tamamen ödenmesi gerekmektedir. Eğer aracılık sözleşmesinde bedelin ödenmesi konusunda bir süre tayin edilmişse, ödeme sözleşmede belirtilen sürede yapılacaktır⁷⁰.

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, ülkemizde en çok tercih edilen aracılık yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yöntemle halka arza aracılığın yaygın olmasının en büyük nedeni ise, hisse ihraç eden şirketlerin hisse senetleri fiyatlandırılırken en yüksek değerin belirlenmesinde ısrarcı olmalıdır. Dolayısıyla aracı kuruluşlar menkul kıymetlerin satılamama riskini üzerlerine almak istemeyeceklerinden, en iyi gayret aracılığı yöntemini tercih etmektedirler⁷¹.

⁶⁹ "Aracı Kuruluşlar ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Seri:5 No:46", **Resmi Gazete**, 24163(Eylül 2000): 38.

⁷⁰ Yalçın Karatepe, **age**, 25.

⁷¹ Sevinç Akbulak, **age**, 115.

3. HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİ

İşletmeler açısından önemli bir alternatif finansman kaynağı olan halka arzın başarılı bir şekilde gerçekleşmesi için hisse senetlerinin doğru fiyatlandırılması büyük önem arz etmektedir. Bu bölümde, hisse senetlerinin ilk halka arzında fiyatlandırmanın nasıl olması gerektiğinden bahsedilmiş, ardından halka arz fiyatının belirlenmesinde etkili olan temel faktörler ele alınmış ve düşük fiyatlandırma olgusu açıklanmaya çalışılmıştır. Düşük fiyatlandırma olgusunun finansal piyasalar açısından önemi ve çalışmanın asıl amacını oluşturması gereği, düşük fiyatlandırma hipotezleri incelenmiş ve literatürde yer alan düşük fiyatlandırma çalışmalarına yer verilmiştir. Son olarak da araştırmanın diğer bir konusunu oluşturan hisse senedi fiyatı ile işlem hacmi arasındaki ilişki ele alınmış ve konu ile ilgili literatürde yapılmış çalışmalara değinilmiştir.

3.1. Hisse Senetlerinin İlk Halka Arzında Fiyatlandırma

Halka açık şirketlerin hisse senetlerinin alınıp satıldığı piyasaların güven içinde çalışması bu piyasanın devamlılığı ve istikrarı açısından oldukça önemlidir. Halka arzların başarısını etkileyen en önemli unsurlardan biri doğru fiyatlamadır. Dolayısıyla hisse senedinin değerlendirme aşaması büyük önem arz etmektedir. Bir şirketin hisse senetlerini halka arz etme yoluyla finansman sağlaması, ancak uygun zamanda doğru bir fiyatlamayla mümkün olabilir. Bir şirketin halka açılma prosedüründe belki de en zor karar verme süreci, ihraç edilecek hisse senedinin satış fiyatını belirleme sürecidir. Düşük fiyatlandırılan bir hisse senedi yatırımcıların ilgisini çekebileceği gibi, “düşük fiyatlandırma”nın yüksek oranda yapılması şirketin potansiyel kazancından kayıp olarak ortaya çıkacaktır. Yüksek fiyatlandırılan hisse senedi ise yatırımcısını zarara uğratacak fakat şirkete ilave bir kazanç

sağlayacaktır. Buna karşın firmanın gelecek dönemlerdeki halka arzlarının olumsuz etkilenmesine neden olabilecektir⁷².

Halka arz olunan hisse senetlerinin fiyatlanmasında öncelikle üç aktörün rolü büyüktür. Bunlardan ilki, halka arzı gerçekleştiren ihraççı firmadır. İhraççı firma genelde firmaya nakit akımlarını maksimize edecek en yüksek fiyattan hisse senetlerini satmak ister. İkinci aktör, yatırımcılardır. Yatırımcıların temel beklentisi, kısa sürede yüksek kazanç sağlayan düşük fiyatlanmış hisse senetlerine yatırım yapabilmektir. Üçüncü ve son aktör ise aracı kurumlardır. İhraççı firma ile yatırımcılar arasında aracılık rolünü üstlenen bu kurumların genelde düştükleri bir ikilem vardır. Halka arzı yüklenen veya arza aracılık eden bir aracı kurum, halka arz fiyatını çok düşük belirlediğinde, hisse senetlerinin borsada işlem görmesiyle hisse senedi fiyatında hissedilir bir yükselme olur ve bu durum ihraççı firmanın potansiyel kazancını kayba dönüştürür, ayrıca aracı kurumun daha düşük komisyon geliri elde etmesi sonucunu doğurmaktadır. Bu durum aynı zamanda aracı kurumun bir sonraki halka arzlarda diğer ihraççı firmalar tarafından tercih edilmemesi riskine de sebep olmaktadır. İhraççı tarafından başarısız, ancak yatırımcı tarafından başarılı sayılan bu tür halka arzlarda aslında amaç her iki tarafı da memnun etmek olacağına göre halka arzda belirlenen fiyatın önemi çok büyüktür⁷³.

Diğer yandan, aracı kurumun halka arz fiyatını yüksek belirlediği durumlarda, yatırımcılar hisseleri almaktan kaçınacak, bu da halka arzın başarısız geçmesine, eğer yüklenim varsa aracı kurumun kalan payları satın almasına sebep olacaktır. Yüksek fiyatlamamanın diğer bir sonucu ise piyasada hisse senetlerinin işlem görmesinin ardından fiyatta hissedilir bir düşüşün hisse senedini alan yatırımcılarda parasal kayba sebep olmasıdır⁷⁴.

Halka açılmaların en yoğun olduğu dönemin borsa endeksinin en yüksek olduğu dönemler olduğu görülmektedir. Halka arzların yapılabilmesi için, piyasa koşullarının iyi olması gerekmektedir⁷⁵. Bu da ancak fiyatlar yükseldiğinde söz

⁷² Suat Teker, Ömer Ekit, "The Performance Of Ipos In Istanbul Stock Exchange In Year 2000", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, c.4, s.1 (2003):118.

⁷³ Mehmet Cihangir, Elif İlkut Kandil, "Türkiye’de Borsaya Yeni Kote İşletmelerin Halka İlk Arzda Uyguladıkları Düşük Fiyatlandırma Olgusunun Test Edilmesi ve Nedenleri Üzerine Bir Değerlendirme (01.01.2003 - 30.06.2008 Dönemi)", 167, <http://www.mufad.org/journal/attachments/article/185/13.pdf> [04.20.2014].

⁷⁴ **age**, 167.

⁷⁵ Ahmet Başpınar, "Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri" (Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008), 22-23.

konusu olabilmektedir. Bir diğ er yandan, borsada kazanç ancak d    k fiyattan alınırsa olabilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, yatırımcının çıkarı d    k fiyattan almak,  irket sahiplerinin çıkarı ise y  ksek fiyattan satmaktır. Bu iki fiyat arasında denge oluşturmak ve arayı bulmak ise aracıya d    mektedir. Ancak son d  nemde ger ekle  en halka arzlar, halka arz fiyatının belirlenmesinde piyasanın gerekli g  rd  ğ u esnekliğı sağlamadığını ortaya koymakta ve halka arzların istenilen b  y  kl  k ve başarıyla tamamlanamaması sonucunun ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Hisse senedi satın alan yatırımcıların tek beklentisi, şirketin piyasa değerinin artması ve bunun sonucunda da hisse senedi fiyatının artmasıdır. Bu nedenle, halka arzda hisse senedi fiyatının gerçek değerinin üzerinde belirlenmesi, hisse senedi satın alanların daha yolun başında kaybetmeleri anlamına gelmektedir.

Yatırımcılar halka arzda, şirketin b  y  me ve getiri sağlama potansiyelini, şirketin bulunduğu sektörün mevcut durumunu, pazardaki gelişmeleri, sektör ve şirketin fırsat ve risklerini iyi incelemeli ve bu y  nde hareket edip karar vermelidir. Ayrıca, halka arz edilecek şirketin kamuoyu tarafından nasıl algılandığına dikkat edilmelidir. Şirketin ve sahiplerinin kamuoyu tarafından belli     lerde tanınır olması ve sağlam, g  venilir olarak algılanmaları, başarılı halka arzlar gerçekleştirmede destekleyici unsurlardır. Hisse senedinin fiyatının g    l   ve istikrarlı olması i  in şirketin hikayesini iyi anlatması, kendini doğru tanıtması gereklidir⁷⁶.

Sermaye piyasasının olumlu y  nde gelişebilmesi açısından halka arzların başarısı önem teşkil etmektedir. Halka arzların başarısını etkileyen ana unsurlar; fiyatlandırma, aracı kuruluşlar, pazarlama ve zamanlama olarak sıralanabilir⁷⁷.

Bir halka arzın başarılı olarak nitelendirilebilmesinin en temel şartı, yatırımcıların almak istedikleri, halka arza konu olan kurumların satmaya razı oldukları, hisse senedine olan talebi artıracak, halka açıldıktan sonra borsada hisse senedinin performansını d    rmeyecek ve halka arz edilen şirkete en y  ksek satış hasılatını kazandıracak fiyat d  zeyinin tespit edilmesidir. Hisse senedi fiyatının çok y  ksek veya çok d    k belirlenmesi, piyasada çeşitli tarafların zararlarıyla sonuçlanacaktır. Eğer fiyat çok y  ksek belirlenmi  se, halka arz başarısız olabilecek ve bu arzdan vazgeçilmesi gerekecektir. Bu da hem halka arz edilecek şirketin hem de halka arza

⁷⁶ Seda  avuşoğlu, **age**, 95.

⁷⁷ **age**, 38-94.

aracılık eden kuruluşun itibarının zedelenmesine sebep olacaktır. Fiyatın gerçek piyasa fiyatının altında belirlenmesi ise halka arza konu olan şirketin mevcut hissedarlarını alternatif bir maliyetle karşı karşıya bırakacak ve yine aracı kuruluşun itibarında zedelenme meydana gelecektir. Söz konusu kazanç ve kayıplar ise azımsanmayacak ölçülerde olabilmektedir. İşte basit gibi görünen halka arz sürecini karmaşıklaştıran bu ikilem, halka arzların performanslarının hassas dengeler üzerinde oturmasına neden olmaktadır⁷⁸.

Yukarıda bahsedilen tüm bu nedenlerden dolayı , halka arz fiyatının doğru belirlenebilmesi finans alanında sıkça tartışılan bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla düşük fiyatlandırma olgusunu açıklamadan önce, hisse senetlerinin fiyatlandırılmasında göz önüne alınması gereken faktörlere değinilmesi gerekmektedir.

3.1.1. Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Etkili Olan Temel Faktörler

Halka ilk arzlarda henüz ikincil bir piyasanın oluşmamış olması fiyatlandırma sürecinin en önemli zorluklarındanıdır. Bu açıdan bakıldığında halka açılmayı planlayan bir şirketin halka arz fiyatını belirlerken ilk başvuracağı yöntemin, benzer şirketlerin hisse senedi piyasasını değerlendirmek olması makul bir davranış olacaktır . Böylelikle şirketinin halka açık olması durumunda performansının ne yönde seyredeceği hakkında bir fikre sahip olunabilir. Çünkü şirket hisse senetlerine ne kadar değer biçerse biçsin, piyasada benzer herhangi bir şirketin hisse senetlerinin fiyatının daha düşük olması durumunda bu yeni arzın, yatırımcı tarafından ilgi görmeme ihtimali söz konusu olacaktır. Bu yöntem halka ilk defa arz olunan şirketler için bir referans sağlaması açısından oldukça önemlidir. Dolayısıyla, halka arza konu olan şirket öncelikle piyasa araştırmasına gitmeli, kendisiyle karşılaştırılabilir nitelikteki şirketlerin hisse senedi piyasasını takip etmelidir⁷⁹.

Halka arzın büyüklüğü de fiyatı etkileyen faktörler arasındadır. Çünkü halka arzın ne büyüklükte olduğuna göre hisse senedinin fiyatı, yatırımcılar tarafından farklı algılanabilmektedir. Halka arzın düşük oranda gerçekleşmesi, şirket performansından büyük pay sahiplerinin ortaklık haklarını paylaşmak istemeyecek kadar memnun

⁷⁸ Hüseyin Güler, “Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi” (Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2010), 111- 113.

⁷⁹ "Halka Arzda Başarılı Olmanın Yolları" (Deloitte,2008): 7, http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/DenetçininNotDefteri/Turkey-tr_fas_HalkaArz_140708.pdf [05.05.2014].

oldukları şeklinde değerlendirilebilir. Ya da yatırımcılar bu düşük halka arz oranının nedenini, büyük pay sahiplerinin ortaklığın yönetimini ve kazancını paylaşmak istemedikleri şeklinde de algılayabilirler. Bu açılarından halka açılma oranı fiyat belirlenmesinde etkili olmaktadır. Ülkemizde yapılmış olan bir araştırmaya göre BİST’te gerçekleşen halka arzlarda, arz oranının oldukça düşük tutulduğu görülmekte ve buna sebep olarak mevcut pay sahiplerinin yönetim kontrolünün küçük yatırımcıya geçmesini istememeleri gösterilmektedir⁸⁰. Yine aynı çalışmada, şirket hisse senedi fiyatı belirlenirken, şirketin yönetim fonksiyonu da dahil edilerek değerlendirildiğini, ancak hisselerin yönetim hakkı içermediğini, bu açıdan halka arz oranının düşük tutulmasının aslında yatırımcıya karşı yapılmış bir haksızlık olduğu da öne sürülmektedir⁸¹.

Halka arz fiyatının belirlenmesinde etkili olan üçüncü bir etken ise, halka arz edilecek varlığın büyüklüğüdür. Varlık büyüklüğü daha fazla olan şirketlerin uzun vadede piyasadaki devamlılıklarına ilişkin belirsizlik daha az olacağından, büyük firmalar için düşük fiyatlandırma eğiliminin de daha az olması beklenmektedir. Ayrıca bu konumdaki şirketlerin halka arzında hisse senetlerine birincil piyasada daha çok talep gelecek ve yatırımcı söz konusu hisse senetlerini ikincil piyasada halka arz fiyatından daha yüksek bir fiyata satabilecektir. Ancak söz konusu şirketlerin halka arz fiyatını belirlerken olması gerekenden daha yüksek bir fiyatla yatırımcının karşısına çıkması durumunda ise halka arza olan ilgide azaltıcı etki söz konusu olacak ve arz başarısızlıkla sonuçlanacaktır. Dolayısıyla arzın başarılı gerçekleşmesinde önemli etkiye sahip olan varlık büyüklüğü dikkate alınmalı, fiyat belirlenirken her iki durum da göz ardı edilmemeli ve denge doğru kurulmaya çalışılmalıdır⁸².

Halka arz şekli de fiyat belirlenirken göz önüne alınması gerekli faktörlerdendir. İlk halka arzlar sermaye artırımını ya da ortakların satışı yöntemlerinden biriyle veya iki yöntemin birlikte kullanılması şeklinde gerçekleşebilir. Sermaye artırımını yönteminde halka arz ile elde edilecek sermaye doğrudan şirketin kasasına girecekken, ortak satışında bu gelir ortağın kendisine ait olacaktır. Sermaye artırımını ile halka arzdan gelecek olan gelir şirket yatırımlarında kullanılabilecekken ve şirketin büyümesine

⁸⁰ Ozan Savaşkan, “Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı”, **SPK Yeterlilik Etüdü** (Ankara:2005), 33,

<http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=381&ct=f&action=displayfile> [25.04.2014]

⁸¹ **age**, 33.

⁸² Daştan, **age**, 12.

olanak sağlayabilecekken, ikinci durumda şirketin yeni bir yatırım yapmasına imkan sağlanamayacak, bu da şirketin geleceği hakkında daha fazla belirsizliğe yol açacaktır. Belirsizliğin artması ise, düşük fiyatlandırmayı artırıcı etkiye sahiptir⁸³.

Halka arz edilecek şirketin yaşı da fiyatlandırmayı etkileyen bir diğer faktördür. Şirketin uzun süredir piyasada var olduğunu bilen yatırımcıların bu şirketlerin performanslarına olan güveninin ve bunun beraberinde şirket hisselerine olan talebinin de piyasada henüz var olan işletmelerin hisselerine olan taleplerinden daha fazla olması beklenebilir. Ancak bu durumdaki köklü şirketlerin yatırımcıların gözündeki olumlu imajlarının farkında olmaları ve hisse senetlerinin fiyatını yüksek belirlenme yönünde hareket etmeleri durumuyla da karşı karşıya kalınabilir. Dolayısıyla ilk halka arzlarda şirketlerin yaşı değerlendirilirken dikkatli davranılması önemlidir.⁸⁴

Halka arzların performanslarına etki edebilecek diğer bir değişken ise, halka arzın gerçekleştiği dönemdeki piyasanın durumudur. Piyasada halka arzdan önce yaşanabilecek yükselişler veya düşüşler, hisse senedinin ilk işlem günündeki performansı üzerinde etkili olabilmektedir. Piyasanın ortalama getirisi, ilk halka arz fiyatının belirlenmesi ile alım satımın ilk günü arasındaki süreçte yükselebilir. Bu durum halka arz fiyatını düşük belirlenmiş gibi gösterebilir⁸⁵. Başka bir ifadeyle, fiyat belirlenmesi ve halka arz günü arasında geçen sürede piyasada oluşabilecek bir değişiklik halka arz fiyatının gerçekçi belirlenmemiş gibi görünmesine sebep olacaktır. Bu durum da fiyat belirlenirken piyasaların titizlikle takip edilmesini gerektirmektedir. Zaman içerisinde şirketlerin karları ne kadar çok dalgalanmışsa yatırımcı bu şirketin hisse senetlerini o derece riskli bulacak ve bu da yeterli talebin oluşmamasına sebep olacaktır. Dolayısıyla şirketin vaat ettiği kar ne kadar yüksek olursa olsun yıllar itibarıyla standart sapmanın fazlalığı hisse senetlerinin fiyatını düşürücü etkiye sahip olacaktır⁸⁶. Dolayısıyla şirketlerin halka arz fiyatını belirlerken bulundukları dönemdeki piyasa getirisinden hareket etmeleri gerekmektedir.

⁸³ Ünlü, Ersoy, **age**, 250

⁸⁴ **age**, 250.

⁸⁵ Çavuşoğlu, **age**, 50.

⁸⁶ Daştan, **age**, 15.

3.1.2. Düşük Fiyatlandırma

Halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin kısa vadede yatırımcısına normalin üzerinde getiri sağlaması, diğer bir ifadeyle hisse senetlerinin düşük değerlendirilerek ihraç edilmesi “düşük fiyatlama” olgusu olarak isimlendirilir⁸⁷. Düşük fiyatlandırma, halka arzdan sonra yatırımcılar tarafından ilk anda elde edilen pozitif kazanç olarak da tanımlanabilir⁸⁸. Düşük fiyatlandırma, halka ilk defa arz edilecek hisse senetleri için halka arz sürecinde belirlenen fiyatla, halka arzından sonra piyasada işlem görmeye başlaması ile oluşan fiyat arasındaki negatif fark olarak da açıklanabilir. Düşük fiyatlandırmaya yönelik pek çok teori ortaya atılmıştır. Knopf ve Teall'in (1999) de belirttiği üzere, bu teorilere göre düşük fiyatlandırma genellikle, arza konu olan hisse senetlerinin sahibi olan firmalara ait riskin bir bedeli olarak ifade edilmektedir⁸⁹. Booth ve Smith ise, hisse senedi fiyatlarının, firmaların beklenen performanslarıyla ilgili gizli bilgilerin tamamını yansıtmaması durumunda halka arzı gerçekleştiren yatırım bankalarının itibarını riske attığını savunmuşlardır. Bu açıdan ele alındığında düşük fiyatlandırma, halka arza aracılık eden kuruluşların hem itibarlarını artırmakta hem de edindikleri mevcut alının korunmasını sağlamaktadır⁹⁰.

Uluslararası çalışmalar ve ülkemizde yapılan çalışmalar, dünyadaki ilk halka arzlarda hisse senetlerinin büyük oranda değerinin altında satışa sunulduğunu ortaya koymuştur. Halka arzlarda düşük fiyatlandırmaya yönelik literatür incelendiğinde, düşük fiyatlandırmayı açıklamaya yönelik olarak birçok kuram ileri sürüldüğü görülmektedir ve genel bulgu, aracı kurumların halka arz satışlarını garantileyebilmek ve halka arzı başarılı göstermek için arza konu hisse senetlerinin fiyatlarını genelde düşük fiyatlandırıdıkları yönündedir⁹¹.

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

⁸⁷ Kürşat Yalçiner, "Düşük Fiyatlama Olgusu ile Halka Arz Şekiller 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): 146.

⁸⁸ Ahmet Kurtaran, " İlk Halka Arzlardaki Düşük Fiyatlandırmanın İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' nda Değerlendirilmesi", **İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, c.22, s.1 (2008): 407.

⁸⁹ John D.Knopf ve John L.Teall, "The IPO Effect and Measurement of Risk", **Journal of Financial and Strategic Decisions**, c.12, s.2 (1999) :51.

⁹⁰ Kurtaran, **age**, 408.

⁹¹ Çavuşoğlu, **age**, 62.

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 etmektedir⁹².

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

3.1.2.1. Düşük Fiyatlandırma Hipotezleri

Literatür bilgileri genellikle halka arzların düşük fiyatlandırılmasının bilinçli bir uygulama olduğuna işaret etmektedir. Bu uygulamanın sebebinin dayandırıldığı pek çok hipotez mevcuttur.

Bu hipotezlerden en çok dile getirileni *Riskten Kaçınan Aracı Kuruluş Hipotezidir* (Risk Averse Underwriter Hypothesis). Bu hipoteze göre halka arzın başarısızlıkla sonuçlanması riskinden kaçınan aracı kuruluşlar hisse senetlerinin fiyatını bilerek düşük tutmaktadırlar. Aracı kuruluşlar düşük fiyatlandırma yaparak hem daha az risk almayı hem de aracılık yükleniminden doğan maliyetleri azaltmayı amaçlamaktadırlar. Bununla birlikte, yüksek fiyatlandırma yapılması durumunda oluşabilecek zararlara da katlanmak zorunda kalmayacaklardır⁹³.

Diğer bir hipotez ise *Tek Alıcı Güç Hipotezidir* (Monopsony-Power Hypothesis). Bu hipoteze göre küçük ölçekli ve yeni faaliyete geçmiş şirketlerin pazarlık güçleri olmayacağından halka arzlarını kabul eden yatırım bankaları hisse senetlerini düşük fiyatlandırmaktadır. Yatırım bankaları, piyasa koşullarına ilişkin önemli bilgilere sahip olmalarının sağladığı avantaj ile, daha az çaba harcayarak halka arzı

⁹² Apak, age, 245.

⁹³ Koon-Sang Tsang, " The relationship between Underpricing of Initial Public Offerings and the Reputation of the Underwriter" (2009): 10, <http://dare.uva.nl/cgi/arno/show.cgi?fid=226823> [20.06.2014].

gerçekleştirecek bu tür firmaları düşük fiyatlandırma konusunda ikna etme yeteneğine sahiptirler⁹⁴.

Spekülatif Şişkinlik Hipotezine (Speculative Bubble Hypothesis) göre ise halka arzların düşük fiyatlanmış gibi görünmesine yol açan etken; ilk halka arzın , piyasaların yüksek getiri sağladığı sıcak arz dönemlerinde yapılmasıdır. “Sıcak Arz Piyasaları”nda ilk halka arzdan sonra yapılacak bir spekülasyon nedeniyle birincil piyasadan yeteri kadar hisse senedi alamayan yatırımcılar, hisse senetlerini ikincil piyasadan satın alma yoluna gideceklerdir. Böylece arz edilen hisse senedine olan talebin mevcut arzdan fazla olması nedeniyle, hisse senedinin fiyatında geçici spekülatif bir şişkinlik oluşmaktadır. Spekülatif şişkinlik hipotezine göre, ilk halka arzların bu pozitif yüksek başlangıç getirileri, şişkinliğin patlamasıyla birlikte negatif düşük getirilere dönüşecektir⁹⁵.

Asimetrik Bilgi Hipotezi'nde (Asymmetric Information Hypothesis), iki çeşit bilgi asimetrisinden bahsedilmektedir. İlk asimetri, halka arz olunan şirket ve aracı kurum arasındadır. Burada halka arzı gerçekleştirecek şirket, yeterli bilgi sahibi olmadığından aracı kuruluşun belirleyeceği halka arz fiyatı karşısında savunmasız kalmakta ve düşük fiyatlandırmayı kabul etmektedir. İkinci çeşitte ise asimetri, yatırımcılar arasında gerçekleşmektedir. Burada bilgili yatırımcının halka arz sonrası fiyatının, halka arz fiyatını fazlasıyla aşacağına dair bilgi edindiği ve böylece karlı arzlardan bilgisiz yatırımcıyı dışladığından bahsedilmektedir. Bilgisiz yatırımcılar, ters seçim korkusuyla halka arz edilen hisse senetlerini birincil piyasadan almaktan vazgeçerek talebin düşmesine neden olabilecekleri gibi, karlı olmayan ilk arzlardan elde ettikleri yüksek fiyatlı hisse senetlerini elden çıkararak ikincil piyasada arzın artmasına da sebep olabilmektedirler. Bu nedenle aracı kuruluşlar, bilgisiz yatırımcıyı korumak ve piyasada kalmalarını sağlamak amacıyla hisse senetlerini gerçek değerlerinden daha düşük bir fiyatla halka arz etmeyi seçebilmektedirler⁹⁶.

Aracı Kuruluşun İtibarı ile Sinyal Verme Hipotezine (Signalling by Underwriter Reputation) göre ise yatırımcı, aracı kuruluşun itibarından yola çıkarak halka arz konusunda fikir edinir. Bu tip aracı kuruluşlar, halka arz piyasalarında yatırımcılarla olan uzun süreli iş ilişkilerine bağlı olarak bir itibar geliştirirler. Bununla birlikte bu

⁹⁴ Jay R. Ritter, "Initial Public Offerings", **Contemporary Finance Digest**, vol. 2, no. 1 (1998): 9.

⁹⁵ Koon-Sang Tsang, **age**, 12, <http://dare.uva.nl/cgi/arno/show.cgi?fid=226823> [20.06.2014].

⁹⁶ Franklin Allen, Gerald R. Faulhaber, "Signaling By Underpricing In The IPO Market", **Journal of Financial Economics**, s. 23 (1989): 303-304.

aracı kuruluşlar, şirketin ilk halka arz fiyatını finansal potansiyeli ile istikrarlı bir şekilde sürdürüp sürdüremeyeceğine dair içeriden edindikleri bilgi vasıtasıyla, hangi arzların daha düşük riskli olduklarını belirler ve bu arzları üstlenirler⁹⁷. Düşük riskli ortaklıklar ise yatırımcılara bilgi sağlamak amacıyla, arzları için piyasanın en yüksek itibara sahip aracı kuruluşlarını seçerek ne kadar düşük riskli bir yapıya sahip olduklarını gösterme yoluna giderler. İtibarı yüksek aracı kuruluşlar da hisse senedinin ilk halka arz fiyatını yüksek belirler. Sonuç olarak yüklenicinin piyasadaki itibarı ne kadar yüksek olursa hisse senedinin ilk halka arz fiyatı o kadar yüksek, yatırımcıların piyasa getirisinin üstünde elde edebileceği anormal getiri o kadar düşük olur. Burada bilgili yatırımcılar daha çok spekülasyon arzlarıyla ilgilenir ve böylece bu arzlarda hisse senetleri düşük fiyatlanır⁹⁸.

Hisse senetlerinin ilk halka arzında düşük fiyatlandırma stratejisinin ortaklığın niteliğinin bir sinyali olduğunun varsayıldığı bir başka hipotez *Ortaklığın Niteliğinin Göstergesi Olarak Düşük Fiyatlandırma Hipotezidir* (Underpricing as a Signal of Firm Quality). Bu hipoteze göre; finansal yapısı güçlü olan ortaklıklar, hem gelecekteki yeni arzları için potansiyel talebi arttırmak hem de hisse senetlerinin halka arzdan sonraki yüksek fiyat artışlarından yararlanabilmek için hisse senetlerinin ilk halka arzında düşük fiyatlandırmaya gitmeyi tercih etmektedirler⁹⁹.

Bazı çalışmalara göre ise düşük fiyatlandırma aslında piyasanın yapısından kaynaklanmaktadır. *Düşük Fiyatlandırmanın Kaynağı Olarak Piyasa Yapısını* (Market Structure as a Source of Underpricing) gösteren açıklamalar, birincil ve ikincil piyasalar arasındaki geçişliliğin sınırlılığına dayanmaktadır. Buna göre halka arzlar ne kadar cazip olursa talep ikincil piyasadan o kadar çok birincil piyasaya kayacaktır düşüncesiyle hisse senedi fiyatları gerçek değerlerinin altında belirlenmektedir¹⁰⁰.

3.1.2.2. Düşük Fiyatlandırma İle İlgili Literatür Araştırması

Uluslararası literatürde ilk kez halka arz edilen şirketler ile ilgili birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların çoğunda odaklanılan konulardan biri ise düşük

⁹⁷ Halil İ. Bulut, Fikret Çankaya, Bünyamin Er, "Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı Ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İmkb Örneği", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, c. 11, s. 1 (2009): 105.

⁹⁸ Daştan, **age**, 32.

⁹⁹ Karen C. Denning, Stephen P. Ferris, Glenn Wolfe, " IPO underpricing, Firm Quality and Subsequent Reissuance Activity", **The Journal of Small Business Finance**, s. 2(1) (1992): 72.

¹⁰⁰ Daştan, **age**, 33.

fiyatlamadır. İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin ortalama getirileri ve fiyat performansları üzerine yapılan araştırmaların sonuçlarına göre, araştırma yapılan piyasaların büyük  o unlu unda ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldı ı gözlenmektedir. Düşük fiyatlandırma olgusunu ilk olarak ele alanlardan Logue (1973) ve Ibbotson (1975), halka arzda hisse senetlerinin düşük fiyatla satıldığını ve ilk işlem gününde hisse fiyatlarında gözle görülür bir yükselme olduğunu dile getirmişlerdir. 1960’lardan bugüne doğru, düşük fiyatlama Amerika’da ortalama olarak %19 civarında gerçekleşmiş ve dünya genelinde yıllar itibariyle bu oran; 1960’larda %21, 1970’lerde %12, 1980’lerde %16, 1990’larda %21 ve 2000’lerin başlarında (internet firmalarının halka arzının da etkisiyle) %40 olarak g r lm řt r¹⁰¹. Ancak hisse senetleri halka arz olunan firmaların uygun g rd   düşük fiyatlama (masada bırakılan para) düzeyi zaman içinde değişim göstermiştir. Bu değişimin nedenleri konusunda en başta gelen  alışmalar Ljungqvist ve Wilhelm (2003) ile Ritter ve Loughran (2003) tarafından yapılmıştır. Yapılan çalışmalara göre, düşük fiyatlama düzeyinin zaman içinde değişmesinin    nedeni vardır. Bunlar: “Risk Kompozisyonunun Değişmesi Hipotezi”, “G d lerin Tekrar Düzenlenmesi Hipotezi” ve “Firma Amaç Fonksiyonunun Değişmesi Hipotezi”dir. Yazarlar, düşük fiyatlamadaki değişimin “Risk Kompozisyonunun Değişmesi Hipotezi”nden ziyade diğer ikisinden kaynaklandığını ifade etmişlerdir. G d lerin tekrar düzenlenmesi hipotezine göre; zaman içinde firma yöneticilerinin halka arz gerçekleşirken hisse senedi tahsisinden pay alma oranı artmış, bu durumda yöneticiler daha yüksek halka arz fiyatı için aracı kurumla pazarlık yapma konusunda isteksiz davranmış ve halka açılan firma daha fazla düşük fiyatlamayı kabul etmek durumunda kalmıştır. Firma amaç fonksiyonunun değişmesi hipotezine göre ise; firmalar halka arzın başarısı için zaman içinde piyasada güvenilir aracı kurumlarla çalışmayı tercih etmiş, bu aracı kurumların geçmişte seçmiş oldukları fiyatlama politikasını göz önüne almamış ve böylelikle halka açılan firmalar daha fazla düşük fiyatlamaya maruz kalmıştır¹⁰². Uluslar arası literatür incelemesi yapıldığında

¹⁰¹Alexander Ljungqvist, Felicia C. Marston, and William J. Wilhelm Jr., "Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendations", **Journal of Business** 75 (2005): 213-243'den aktaran Ahmet Başpınar, "Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Ba lı  ıkar İlişkileri" (Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,2008),63.

¹⁰² age, 63.

ortalama ilk gün getirileri ve düşük fiyatlandırma olgusunun varlığına dair yapılan bazı araştırmalar Tablo 1 'de görülmektedir¹⁰³.

Tablo 1: İlk Gün Getirileri ve Düşük Fiyatlandırma Olgusunun Varlığına Dair Yapılmış Araştırmalar

Periyod	Halka Arz Sayısı	Yazarlar	Ülke	Ortalama İlk Gün Getiriler
1959-2006	3986	Dimson;Lewis	İngiltere	%16.8
1960-2007	15649	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	ABD	%18.0
1971-2006	96	Aussenegg	Avusturya	%6.5
1976-2005	363	Nounis, Kazantzis & Thomas	Yunanistan	%25.1
1978-2006	652	Ljungqvist; Rocholl; Ritter	Almanya	%26.9
1979-2006	180	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito	Brezilya	%48,7
1980-2006	350	Isa, Yong	Malezya	%69.6
1980-2006	406	Rydquist, Schuster, Simonov;Ritter	İsveç	%27.3
1980-2006	1312	Chen	Tayvan	%37.2
1983-2006	686	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack;Chahine; Ritter	Fransa	%10.7

¹⁰³ Ulaş Ünlü, Ersan Ersoy, "İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995- 2008 İMKB Örneği", Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, c.23, s.2 (2008): 244- 245.

Tablo 1-devam

1983-2006	147	Kunz,Drobetz, Kammermann & Walchli; Ritter	İsviçre	%29.3
1984-2006	114	Manigart DuMortier; Ritter	Belçika	%13.5
1984-2006	145	Jakobsen, Sorensen	Danimarka	%8.1
1986-2006	128	Ansotegui, Fabrogat, Otera	İspanya	%10.9
1987-1994	88	Eijgenhuijsen	Meksika	%15.9
1987-2006	123	Sullivan & Unite; Ritter Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien	Filipinler	%21.2
1987-2007	459	Ekkayokkaya Pengniti	Tayland	%36.9
1989-2006	114	Ikoku; Achua	Nijerya	%12.7
1990-2005	1394	Chen, Choi and Jiang	Çin	%164.5
1991-1994	20	Eijgenhuijsen & van der Valk	Arjantin	%4.4
1991-2006	224	Jelic, Briston;Ritter	Polonya	%22.9
1991-2004	279	Bagherzadeh	İran	%22.4
1999-2006	40	Ritter	Rusya	%4.2

Ulaş Ünlü, Ersan Ersoy, "İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995- 2008 İMKB Örneği", Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, c.23, s.2 (2008): 245'den uyarlandı.

Türkiye’de düşük fiyatlandırma ile ilgili olarak yapılan çalışmalardan bazıları ise şunlardır:

- Güzelhan ve Ağar tarafından Ocak 1989- Mart 1991 dönemindeki 36 halka arzı kapsayan çalışmada, birincil halka arzlarda ilk gün %2.6, ilk hafta %9.5, ilk ay yine %9.5 oranında ortalama anormal getiri sağladığından hareketle, Türkiye’de bu dönemde düşük fiyatlandırma olduğu sonucuna varılmıştır¹⁰⁴.
- Aydoğan ve Yıldırım tarafından 1989- 1991 yılları arasında gerçekleştirilen çalışmada 33 halka arz ele alınmış ve hisse senetlerinin ilk gün getirisinin %1.2 olduğu tespit edilmiştir¹⁰⁵.
- Özer, Kasım 1989 ile Nisan 1994 döneminde ilk defa halka arz edilen 89 hisse senedinin performansını araştırmıştır. Sonuçlar halka arz sonrası ilk üç gün içinde hisse senetlerinin istatistiksel olarak piyasa getirisinin üzerinde getiri sağladığını, ilk üç günden sonraki getirilerin ise piyasa getirisinden farklı olmadığını göstermektedir¹⁰⁶.
- Kıymaz tarafından yapılan Türkiye’de 1990- 1995 yılları arasında halka arz edilen mali sektördeki 39 şirketin hisselerinin uzun dönem performans analizi çalışmasında, finansal kuruluşların bir bütün olarak 30 aylık dönemde %11’lik bir getiri sağladığı belirlenmiştir¹⁰⁷.
- Durukan, 1990- 1997 yılları arasında ilk halka arz edilen 173 hisse senetlik bir örneklem kullanmış ilk gün getirileri ise %14,61 olarak tespit etmiştir¹⁰⁸.
- Türüdü, 01.01.1999 ve 30.04.2000 tarihleri arasında halka ilk kez arz edilen 21 firmaya ait hisse senetlerinin günlük %14.49, haftalık %27.11, aylık %67.12 ve 6 aylık %78.12 ortalama anormal getiri sağladığını

¹⁰⁴ Hayal Güzelhan, Mediha Ayar, "İlk Halka Arzlarda Hisse Senedi Performansı", **İşletme Finans Dergisi**, s.68-69 (2001): 51-59.

¹⁰⁵ Yıldırım Aydoğan, **İlk Defa Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansı**, DPT 3. İzmir İktisat Kongresi Tebliğleri (1992): 9-17.

¹⁰⁶ Bengi Özer, "Price Performance Of Initial Public Offerings In Turkey", **Sermaye Piyasası Kurumu Yayını**, Yayın No: 128 (Ankara:1999)'dan aktaran Ulaş Ünlü, Ersan Ersoy, "İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995- 2008 İMKB Örneği", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, c.23, s.2 (2008): 245.

¹⁰⁷ Halil Kıymaz, 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.

¹⁰⁸ M.Banu Durukan "The Relationship between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of the Istanbul Stock Exchange", **Managerial Finance** (2002):18-38.

hesaplayarak Türkiye’de düşük fiyatlandırmanın olduğu sonucuna ulaşmıştır¹⁰⁹.

- Teker ve Ekit tarafından yapılan ve Borsa İstanbul’da (eski adıyla İMKB) 2000 yılında halka ilk defa arzı gerçekleştirilen 34 firmanın halka arzın ilk gününde yatırımcılarına normalüstü getiri sağladığı belirlenmiştir¹¹⁰.
- Ünlü ve Ersoy, 1995- 2005 döneminde halka ilk arzı yapılan 141 firma üzerinde gerçekleşen araştırmalarında BİST’te ilk gün düşük fiyatlandırma olduğunu göstermişlerdir¹¹¹.

Dünya literatüründe halka arzda satış yöntemlerinin düşük fiyatlandırmayla olan ilişkisini inceleyen birkaç araştırma ise şu şekildedir:

- Loughran, Ritter ve Rydqvist’in çalışması dünya genelinde pek çok borsada gerçekleşen halka arzların kısa ve uzun dönem performanslarına dair ilk uluslar arası bulguları ortaya koymaktadır. Çalışmaya göre, sabit fiyatla talep toplama yönteminde düşük fiyatlama daha yüksek boyutta görülmektedir¹¹².
- Benveniste ve Busaba (1997), riskten kaçınan firmalar tarafından daha ziyade sabit fiyatla talep toplama yönteminin seçildiğini; buna karşın fiyat teklifi alma yönteminin daha fazla hasılat yaratabilme ve daha fazla hisse satışına imkan sağlayabilmesine rağmen daha fazla risk içerdiğini söylemektedir¹¹³.
- Aorsio, Giudici ve Paleari (2000), Giudici ve Paleari’nin (2001), 1985-1999 yılları arasında Milan borsasında yer alan firmalar üzerine yaptığı ampirik çalışmalar, fiyat teklifi alma yöntemine göre yapılan halka arzlarda düşük fiyatlamanın nispeten daha düşük olduğu (fiyat teklifi alma

¹⁰⁹ Engin Türüdü, “Ülkemizde İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması” (Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001), 128.

¹¹⁰ Teker, Ekit, **age**, 117.

¹¹¹ Ünlü, Ersoy, **age**, 243- 258.

¹¹² Tim Loughran , Jay R. Ritter, Kristian Rydqvist., "Initial Public Offerings: International Insights", **Pacific-Basin Finance Journal**, vol. 2, issue 2-3 (1994) : 165-199.

¹¹³ Lawrence M.Benveniste, 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.

yöntemi yüzde 8.32; sabit fiyat yöntemi yüzde 28.33) sonucuna ulaşılmıştır¹¹⁴.

- Sherman (2000) sabit fiyatla talep toplama yönteminin (fiyat aralığı yöntemini de içeren bir karma yöntem içerisinde kullanılmış olsa bile) tamamıyla fiyat aralığı yöntemi kullanılmış bir halka arza kıyasla daha yüksek bir düşük fiyatlamaya sebep olduğunu göstermektedir¹¹⁵.
- Ljungqvist, Jenkinson ve Wilhelm (2000) 1992-1999 yılları arasında, dünya genelinde 61 borsada gerçekleşen 2 051 halka arza ilişkin bilgileri içeren bir veri seti kullanarak yaptıkları çalışmada sabit fiyatla talep toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemlerinin doğrudan ve dolaylı halka arz maliyetlerini ele almıştır. Buna göre, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminin doğrudan maliyeti, sabit fiyatla talep toplama yönteminin doğrudan maliyetinin iki katı civarındadır. Ancak, sabit fiyatla talep toplama yöntemi, daha maliyetli olan fiyat teklifi alma yöntemine göre daha az düşük fiyatlama sağlamaktadır. Buna rağmen, sabit fiyatla talep toplama yöntemi halen oldukça geniş bir uygulama alanı olan yöntemdir. Fiyat teklifi alma yöntemine kıyasla sabit fiyatla talep toplama yöntemi; fiyat teklifi alma maliyetlerinden kaçınan, bireysel yatırımcıya hisse dağıtan aracı kurumlar için düşük maliyetli ve etkin bir yoldur¹¹⁶.
- Pandey'in çalışmasında 1999-2003 yılları arasında Hindistan'da gerçekleşen 84 halka arz (20'si fiyat teklifi alma ve 64'ü sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle) analiz edilmiş ve sabit fiyatla talep toplanan halka arzlarda düşük fiyatlamamanın daha yüksek olduğu görülmüştür. Bununla birlikte aynı çalışmada sabit fiyat yönteminin daha çok, halka açılma oranı yüksek ve elde edilen hasılatın düşük olduğu firmalar tarafından, fiyat

¹¹⁴ Roberto Arosio, Giancarlo Giudici, Stefano Paleari, "Underpricing and Money "Left on the Table" in Italian IPOs", Working Paper, **Politecnico di Milano - Dipartimento di Economia e Produzione**, (2000)'den aktaran Güray Küçükkocaoğlu, Ayşegül Alagöz, " İMKB'de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi", Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi, c.24, s.2 (2009): 71.

¹¹⁵ Ann E.Sherman, IPOs and Long Term Relationships: An Advantage of Book Building, **Review of Financial Studies**, s.13 (2000) : 697-714.

¹¹⁶ Alexander P.Ljungqvist ve diğ, "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 [15.05.2014].

teklifi alma yönteminin ise halka açılma oranının düşük ancak halka arzdan edilen hasılatın büyük olduğu firmalar tarafından tercih edildiği gösterilmiştir¹¹⁷.

- Gajewski ve Gresse'nin 15 Avrupa ülkesinde 1995- 2004 yılları arasında yapılan halka arzların örneklem olarak seçildiği çalışmalarında, fiyat teklifi alma yoluyla ve diğer yöntemlerle yapılan halka arzlar düşük fiyatlama ve likidite açısından karşılaştırılmış ve fiyat teklifi alma yoluyla yapılan halka arzlarda düşük fiyatlamının ve likiditenin diğer yöntemlerle yapılan halka arzlara göre daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada yapılan analizde fiyat teklifi alma yoluyla yapılan halka arzlardaki ortalama düşük fiyatlama %3,39, diğer yöntemlerle yapılan halka arzlardaki düşük fiyatlama ise ortalama %9,64 düzeyinde bulunmuştur¹¹⁸.

Türkiye'de halka arzda satış yöntemlerinin düşük fiyatlandırmayla olan ilişkisini inceleyen çalışmalardan birkaçı ise şu şekildedir:

- Ünlü ve Ersoy'un çalışmasında 1995- 2008 yılları arasında İMKB'de yapılan halka arzlarda düşük fiyatlamının varlığı ve halka arz sonrası hisse performansını etkileyen faktörler araştırılmış ve 20 yaşından büyük firmalarda ve sabit fiyatla talep toplanan halka arzlarda düşük fiyatlamının daha yüksek olduğu gösterilmiştir. Söz konusu çalışmada sabit fiyatla talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama yöntemleri için bulunan ilk gün düşük fiyatlama ortalaması sırasıyla %7,2 ve %2,2 olarak hesaplanmıştır¹¹⁹.
- Küçükkocaoğlu'nun çalışmasında 1993-2005 yılları arasında kullanılan 3 farklı halka arz yöntemi (fiyat teklifi alma, sabit fiyat ve borsada satış yöntemleri) karşılaştırılmış ve 3 yöntem için sırasıyla %11,47, %7,01 ve %15,68 oranlarında ilk gün düşük fiyatlaması tespit edilmiştir. Bununla

¹¹⁷ Ajay Pandey, " **Initial Returns, Long Run Performance and Characteristics of Issuers: Differences in Indian IPOs Following Fixed Price and Book Building Processes**" (2004) :19-20, <http://iimahd.ernet.in/assets/snippets/workingpaperpdf/2005-01-07ajay.pdf> [20.05.2014].

¹¹⁸ Jean Francois Gajewski, Carole Gresse, "A Survey of the European IPO Market", **ECMI Paper**, s.2 (August 2006)'dan aktaran Erkin Uzun, "Aftermarket Performances Of Book Building And Fixed Price Offerings On The Istanbul Stock Exchange , the ISE review" (ISTANBUL STOCK EXCHANGE), volume.11, s.43 (2009): 56.

¹¹⁹ Ünlü, Ersoy, **age**, 243-258.

birlikte sabit fiyatla talep toplama yönteminin piyasadaki bilgilerin düşük fiyatlama üzerindeki etkisini kontrol etmede borsada satış yöntemine göre daha üstün olduğu da belirtilmiştir¹²⁰.

- Uzun, 2004-2007 yılları arasında sabit fiyat yöntemiyle ihraç edilen 13 ve fiyat aralığı yöntemiyle ihraç edilen 15 firmaya ilişkin hisselerin ihraç sonrası performansları incelemiş ve sabit fiyatla talep toplanan 13 halka arzın ortalama ilk gün getirisini %2,43 , fiyat aralığı ile talep toplanan halka arzlar için ise bu oranı %10,31 olarak hesaplamıştır. Elde edilen bu bulgulardan yola çıkarak, sabit fiyat yöntemiyle yapılan halka arzların piyasa göre getirilerinin analizinde belirsizliğin daha yüksek ortalama getirilerin daha düşük olduğu sonucuna ulaşmıştır¹²¹.

3.2. Hisse Senedi Fiyatı İle İşlem Hacmi Arasındaki İlişkinin Varlığı

Sermaye piyasalarında, menkul kıymetlere ilişkin birbirinden bağımsız çok çeşitli haber kaynakları bulunmaktadır. Birbirinden farklı teknik ve metotları kullanan analistler, ilgili haber kaynaklarından faydalanarak, birbirinden bağımsız ve farklı beklentiler geliştirmek suretiyle değerlendirmeler yaparlar. Bu sebeple uzmanlar, belirli bir menkul kıymet üzerinde, farklı farklı yargılara ulaşabilirler. Oluşan yargılar pazara alım ya da satım emirleri şeklinde yansır ve uzmanların yeni bilgilerden yararlanarak oluşturdukları yeni değerler, yeni fiyatların oluşmasını gerektirir. Dolayısıyla pazara yeni gelen bilgi alım ve satım emirleri şeklinde pazara yansır ve pazarda statik (durağan) olmayan bir denge oluşturur¹²². Piyasaya ulaşan bilginin özel veya genel nitelikli olmasına göre tüm endeks veya hisse senedi bazında fiyat-işlem hacmi arasında üç türlü etkiye sahip olacağı söylenebilir. İlk olarak piyasaya ulaşan bilginin işlem hacminde bir etki meydana getireceği ve hemen ardından bu etkinin hisse fiyatına yansıtacağı düşünülür. Fakat tam tersi olarak pozitif geri besleme hipotezi doğrultusunda, yatırımcıların fiyatların düşüş ve yükselişini takip ederek alım ve satıma geçecekleri, bu durumun da ikincil bir etki

¹²⁰ Güray Küçükocaoğlu, "Underpricing in Turkey: A Comparison of the IPO Methods", **International Research Journal of Finance and Economics**, ISSN 1450-2887, Issue 13 (2008):179.

¹²¹ Erkin UZUN, " İMKB’de Fiyat Aralığı ile Talep Toplama ve Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemleri ile İhraç Edilen Hisselerin Halka Arz Sonrası Getiri Performansı", **İMKB Dergisi**, c. 11, s. 43 (2008): 69-75.

¹²² Murat Kıyılar, "Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi -Test Edilmesi", **Sermaye Piyasası Kurulu**, Yayın No:86 (Ankara, 1997): 34-36.

olarak işlem hacminde bir yükselişe sebep olacağı düşünülür. Üçüncü etki olarak da fiyat ve hacim arasında çift yönlü bir ilişki olup iki değişkenin birlikte hareket edeceği düşünülmektedir. Sermaye piyasalarına yönelik olarak yapılan çalışmalarda; sadece tek değişken olarak hisse fiyatına odaklanmak yerine, hisse fiyatı ve işlem hacmi değişkenleri arasındaki dinamik ilişki ele alınarak fiyat-hacim ilişkisine yönelik daha fazla bilgi elde edilebildiği görülmektedir¹²³. Fiyat hacim arasındaki dinamik ilişkiyi belirlemek üzere yapılan çalışmaların çoğu fiyat-hacim arasında eş zamanlı bir ilişkinin varlığı üzerine odaklanmıştır. Son yıllarda yapılan ampirik çalışmalarda fiyat hacim ilişkisinin dinamik bir yapıya sahip olduğu üzerinde birleşilmiş ve daha çok günlük hisse senedi fiyatı ve hacmi üzerinde nedensellik ilişkisi aranmaya başlanmıştır¹²⁴.

Hisse senedi piyasalarına yönelik olarak yapılan ve yatırımcılar için büyük önem arz eden fiyat-hacim ilişkilerini önemli kılan, dört temel unsurdan bahsedilebilir. Bu unsurlar özetle şunlardır ¹²⁵:

- Fiyat-hacim ilişkisi finansal piyasaların iç yapısı gereği önemlidir. Bu konu hakkında yapılan bütün çalışmalar piyasadaki bilgi akışına, bu akışın nasıl işlediğine ve piyasaya ulaşan bilgilere fiyatların nasıl uyum sağlayacağına dayanmaktadır.
- Finansal piyasalarda fiyat- hacim arasında bir ilişkinin varlığı ve bu ilişkinin yönü tespit edilebildiği takdirde fiyat-hacim ilişkileri kullanılarak yapılan öngörü ve volatilité tahminleri daha etkin olacaktır.
- Fiyat-hacim ilişkisi, fiyatlardaki spekülâtif hareketlerin belirlenebilmesi açısından kantitatif bulguların elde edilmesi yönünde önem taşımaktadır.
- Fiyat-hacim ilişkisi, finansal piyasaların içinde bulunduğu bekleyişleri ve bu bağlamda da gelecekte oluşacak piyasa yapısının oluşumunu etkileyebilme gücüne sahip olması bakımından önemlidir.

¹²³ Bekir Elmas, M. Sinan Temurlenk, "Hisse Senedi Fiyatı-İşlem Hacmi Arasındaki Granger Nedensellik: İMKB’de Hisse Bazlı Bir Analiz", **İMKB Dergisi**, c:11, s:43 (2008): 2.

¹²⁴ **age**, 2.

¹²⁵ Ali Bayrakdaroglu, Şaban Nazlıoğlu, "Hisse Senedi Fiyat-Hacim İlişkisi: İMKB’de İşlem Gören Bankalar İçin Doğrusal ve Doğrusal Olmayan Granger Nedensellik Analizi", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, c.24 (2009): 85-109.

Literatürdeki bu konuda yapılmış olan çalışmalarda, gelişmiş ülkelerde özellikle ABD’de hisse senedi fiyatları ve işlem hacmi arasında pozitif bir korelasyon olduğu tespit edilmiştir¹²⁶. Karpof tarafından yapılan bir araştırmada, bu çalışmalar özetlenerek hisse senedi fiyatları ve işlem hacmi arasındaki ilişkinin neden önemli olduğuna dair dört farklı açıklama sunulmuştur¹²⁷:

- Fiyat-hacim ilişkilerinden yola çıkılarak piyasanın genel yapısı hakkında bilgi edinilebilir. Fiyat-hacim ilişkisini konu alan modeller; piyasaya giren bilginin akış hızı, bu bilginin nasıl yayıldığı, piyasa fiyatlarının bu bilgilerin ne kadarını içerdiği ve piyasanın büyüklüğü ile piyasanın genel yapısına ait pek çok faktörü göz önünde bulundurmaktadır. Dolayısıyla fiyat ve hacim arasındaki ampirik ilişkilere değinen çalışmalar piyasa yapısındaki farklı hipotezleri de kendi içersinde test etmektedir.
- Fiyat-hacim ilişkilerini konu edinen vaka çalışmalarından önemli varsayımlarda bulunmak mümkündür. Örneğin, fiyatlarda meydana gelen değişimler piyasaya yeni bir bilgi girişi olduğuna işaret ederken, buna karşılık gelen işlem hacmindeki değişimin derecesi de yatırımcılar arasında bu yeni bilginin ne kadar benzer kabul edildiğine yönelik bir kanıt oluşturabilir.
- Fiyat-hacim ilişkileri, fiyatların ne kadar spekülatif olabileceği konusunda da fikir verebilir. Borsada yüksek getiri elde etme ya da büyük kayıplar yaşanma ihtimali yüksektir. Fiyatların varyansındaki değişimler işlem hacmi tarafından açıklanabilir.
- Fiyat-hacim ilişkileri vadeli işlemler piyasası için büyük bir önem taşımaktadır. Fiyatlardaki değişkenlik, vadeli işlem sözleşmesinin işlem hacmini oldukça etkilemektedir. Vadeli işlem kontratının teslim zamanı ise hem işlem hacmini hem de fiyatlardaki değişkenliği açıklamaktadır.

¹²⁶ Gökür Umutlu, " İşlem Hacmi Ve Fiyat Değişimleri Arasındaki Nedensellik Ve Dinamik İlişkiler: İMKB’de Bir Ampirik İnceleme", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** c.10 s.1 (2008): 231.

¹²⁷ Jonathan M. Karpoff (1987), "The Relation between Price Changes and Trading Volume: A Survey", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 22, no.1, 109-126'dan aktaran Gökür Umutlu, " İşlem Hacmi Ve Fiyat Değişimleri Arasındaki Nedensellik Ve Dinamik İlişkiler: İMKB’de Bir Ampirik İnceleme", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, c.10, s.1 (2008): 231-232.

Hisse fiyatı ve işlem hacmi arasındaki ilişkinin tespiti hem ticaret stratejisi geliştirmede bir temel oluşturabileceği gibi hem de piyasanın etkinliği konusunda yapılacak çalışmalar için yararlı olabilecektir¹²⁸.

3.2.1. Literatür Taraması

Literatür incelendiğinde hisse senedi fiyatı-işlem hacmi arasındaki ilişkinin bir çok uygulamalı araştırmaya konu olduğu görülmektedir. Dünya borsalarına yönelik yapılan başlıca çalışmalardan Rogalski (1978), Smirlock ve Starks (1988) ve Jain ve Joh (1988) yaptıkları çalışmalarda fiyattan işlem hacmine doğru tek yönlü bir Granger nedensellik ilişkisinin bulunduğunu tespit etmişlerdir. Hiemstra ve Jones'in (1994) makalelerinde New York borsasında oluşan günlük verileri kullanarak fiyat hacim ilişkisinin varlığı Granger nedensellik testleri ile araştırılmış ve çift yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Anderson (1996) New York borsasında günlük verileri kullanarak yaptığı çalışmasında getiri oynaklığı ile ticaret hacmi arasında pozitif bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Chen, Firth, and Rui (2001) New York, Tokyo, London, Paris, Toronto, Milan, Zurich, Amsterdam, and Hong Kong olmak üzere 9 ülke borsalarında yaptıkları çalışmalarında hisse getirileri ile ticaret hacmi arasında pozitif bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir. Fan, Groenwold, and Wu (2003) Çin borsasında enerji sektörü için yaptıkları çalışmalarında fiyattan işlem hacmine doğru bir nedensellik ilişkisi tespit etmişlerdir. Rashid (2007) Karachi (Pakistan) borsasında günlük verileri kullanarak yaptığı çalışmasında hem fiyattan işlem hacmine hem de işlem hacminden fiyata doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığını tespit etmiştir¹²⁹.

Türkiye piyasaları için hisse senedi getirisi ile işlem hacmi değişimi arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırıldığı çalışmalar incelendiğinde ise şu sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir: Gökçe (2002), günlük endeks değerleriyle işlem hacmi değerlerini kullanarak yaptığı çalışmasında, fiyat değişimlerinin işlem hacmindeki değişikliklerin Granger nedeni olduğu, dolayısıyla ilişkinin yönünün fiyattan işlem hacmine doğru olduğu sonucuna varmıştır. Yörük, Erdem ve Erdem (2006), Türk bankacılık sektörüne yönelik yaptıkları çalışmalarında doğrusal Granger nedensellik sonucu olarak işlem hacminden fiyata doğru güçlü bir ilişki bulunurken, doğrusal olmayan Granger nedensellik testinde ise fiyat-hacim arasında çift yönlü bir ilişki

¹²⁸Elmas, Temurlenk, *age*, 3.

¹²⁹ *age*, 3.

tespit etmişlerdir. Bildik ve Günay (2008) çalışmalarında, hisse senetlerinin endekse dahil olsunlar veya olmasınlar bir olay olduğunda bu olaydan pozitif veya negatif olarak etkilenmekte olduğunu aynı zamanda işlem hacmi ve hacim oynaklığının bu olaydan anlamlı bir şekilde etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır. Akar'ın (2008) BİST 100 endeks fiyatlarıyla net yabancı işlem hacmi arasında nedensellik ilişkisinin varlığını aylık veriler kullanarak incelediği çalışmasında, elde edilen sonuçlar iki yönlü nedenselliğe işaret etmekle birlikte, endeks fiyatından net yabancı işlem hacmine doğru istatistiksel olarak daha güçlü bir nedensellik olduğunu göstermektedir¹³⁰. Elmas ve Temurlenk (2008) BİST30 endeksine dahil olan çeşitli sektörlerden 9 hisse senedi için Ocak 2003-Aralık 2007 döneminde gerçekleşen 21 seanslık verileri kullanarak fiyat-hacim nedensellik ilişkisinin varlığını araştırmışlardır. Çalışmada kullanılan dokuz şirketin yedisi için fiyat değişiminden işlem hacmine doğru tek taraflı bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Umutlu (2008) Türkiye’de 2002-2007 dönemini kapsayan BİST Ulusal Tüm endeksinin kapanış değerleri ile işlem hacmi değerleri arasındaki nedensellik ilişkisinin dinamik boyutlarını belirlemek amacıyla VAR (Vektör Oto Regresif) modelini kullanmıştır. Çalışmada uygulanan Granger nedensellik testi sonuçlarına göre Türkiye’de fiyat değişimlerinden işlem hacmi değişimlerine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

¹³⁰ Atilla Gökçe, “İMKB’de Fiyat–Hacim İlişkisi: Granger Nedensellik Testi”, **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, s.3 (2002):8-43.

4. HALKA ARZDA SATIŞ YÖNTEMLERİNİN DÜŞÜK FİYATLANDIRMA AÇISINDAN KARŞILAŞTIRILMASI: BORSA İSTANBUL'DA 2006-2013 YILLARI ARASINDA BİR UYGULAMA

Ülkemizde 2008 yılında Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Sermaye Piyasası Kurulu , Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası arasında imzalanan protokol çerçevesinde Halka Arz Seferberliği başlatılmış ve bu işbirliği ile borsada işlem gören Türk şirket sayısının artırılması amaçlanmıştır. Halka arzların artması ile firmaların sermaye piyasasının sunduğu olanaklardan yararlanmalarını sağlamak ve bu yolla daha fazla fon sağlama imkanı oluşturmak hedeflenmiştir. Bu amaçla, 2010 yılı itibariyle, halka arz sürecinin daha kolay ve hızlı hale getirilmesi için yürütülen etkinlikler yoğunluk kazanmıştır ve 2010 yılında toplam 22 şirketin payları halka arz olmuştur.

Daha önceki bölümlerde de belirtildiği üzere, şirketlerin hisselerini halka arz etmesi yoluyla kaynak sağlaması, ancak doğru fiyatlamamanın yapılması ve yatırımcıların elde edeceği kazancın cezbedici düzeyde olması durumunda kalıcı olabilir. Bu açıdan birincil halka arzlarda şirketin ve hisse senedinin değerinin doğru tespit edilebilmesi oldukça önemlidir. Her ne kadar ülkemizde halka arzları teşvik edici çalışmalar yapılıyor olsa da, önemli olan şirketlerin sadece halka açılması değil, doğru satış yöntemi belirleyerek doğru fiyatı tespit edebilmeleri ve halka arzda başarıyı sağlayabilmeleridir.

Çalışmanın son kısmını oluşturan bu bölümde, öncelikli olarak araştırmanın amacı ve öneminden bahsedilmiş, ardından konu ile ilgili ileri sürülen araştırma hipotezlerine yer verilmiştir. Daha sonra araştırmanın uygulama alanını oluşturan veri seti ile elde edilen verilerin analizinde kullanılan tekniklere değinilmiştir. Son olarak ise, araştırma sonucunda ulaşılan bulgular incelenmiş ve bu bulgulara ilişkin yorumlar ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

4.1. Araştırmanın Amacı Ve Önemi

Çalışmanın amacı, 2006- 2013 yılları arasında halka ilk kez arz edilen şirketlerin ilk gün verilerinden yararlanarak, ilgili dönemde ülkemizde düşük fiyatlandırma olgusunun varlığının tespit edilmesi, halka arzın birinci haftası, birinci, üçüncü ve altıncı ayı sonunda oluşan anormal getirilerin tespit edilerek düşük fiyatlandırmanın kısa, orta ve uzun dönemdeki varlığının değerlendirilmesi, elde edilen anormal getirilerinin halka arzda kullanılan satış yöntemlerine göre değişip değişmediğinin ortaya çıkarılmasıdır. Bir başka ifadeyle, düşük fiyatlandırmanın halka arzda kullanılan satış yöntemleri açısından farklılık gösterip göstermediğinin bulunmasıdır.

Aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleşen halka açılma, doğru fiyatlandırma yapıldığında oldukça güçlü bir finans kaynağıdır. Hisseler ilk defa halka arz edilirken şirketlerin, yatırımcının ilgili hisse için ödemeyi öngördüğü fiyatı bilmesi söz konusu değildir. Doğru fiyatlandırma, ancak aracı kurumların şirketleri doğru yönlendirmesiyle gerçekleşir. Aracı kurumlar halka arzdan sonra hisselerin tamamının satılmaması gibi risklere karşı kendilerini garantiye almak için şirketleri farklı yönlendirebilir. Buna göre, piyasada henüz bilinmeyen bir şirketin hisselerini ilk defa pazarlayacak olan aracı kurum, halka arzın başarısız olma olasılığını ve buna bağlı ortaya çıkacak zararları en aza indirmek amacıyla hisselerin halka arz fiyatını düşük tutma eğilimindedir. Bu bakımdan yapılan bu araştırma, belirtilen yıllar arasında düşük fiyatlandırma olup olmadığının kanıtlanması açısından büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmada ayrıca hisse senedinin ilk günkü kapanış fiyatı ve toplam işlem hacmi arasında ilişki olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

4.2. Araştırmanın Hipotezleri

Araştırmada öncelikli olarak belirlenen yıllar arasında ilk kez halka arz edilen şirketler için düşük fiyatlandırmanın varlığı analiz edilecektir. Bir hisse senedinin t dönemindeki anormal getirisi, halka ilk kez arzı gerçekleşen hisse senedinin ham getirisinden, o dönem için elde edilen BIST Ulusal 100 Endeksi'nin getirisinin çıkartılmasıyla elde edilmektedir. Belirli bir dönem için elde edilen pozitif anormal getiri ise, o dönem içerisinde düşük fiyatlandırmanın olduğunu ifade etmektedir. Bu nedenle belirtilen yıllar arasında düşük fiyatlandırma olup olmadığını araştırmak amacıyla kurulan hipotez aşağıdaki gibidir:

H0: 2006- 2013 yılları arasında ilk kez halka edilen şirketlerde ilk işlem gününde pozitif anormal getiri elde etmek mümkün değildir.

H1: 2006- 2013 yılları arasında ilk kez halka edilen şirketlerde ilk işlem gününde pozitif anormal getiri elde etmek mümkündür. Diğer bir ifadeyle;

H0: Ortalama Anormal Getiri ≤ 0

H1: Ortalama Anormal Getiri > 0

H0 hipotezi, ilk gün sonunda ortalama anormal getirinin 0 olacağını yani, pozitif bir anormal getiri elde edilemediği belirtmektedir. H1 hipotezi ise pozitif anormal getiri elde etmenin mümkün olduğunu yani halka ilk kez arz edilen şirketlerin hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığını göstermektedir. Düşük fiyatlandırılmanın varlığının tespit edilmesi durumunda ise, halka arzda satış yöntemlerinin düşük fiyatlandırma üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla kurulan hipotez ise şu şekildedir:

H0: Düşük fiyatlandırma açısından 2006- 2013 yılları arasında halka ilk kez arz edilen şirketlerin halka arzda kullanılan satış yöntemleri arasında anlamlı bir farklılık yoktur.

H1: Düşük fiyatlandırma açısından 2006- 2013 yılları arasında halka ilk kez arz edilen şirketlerin halka arzda kullanılan satış yöntemleri arasında anlamlı bir farklılık vardır.

Hisse senedinin ilk günlük kapanış fiyatıyla toplam işlem hacmi arasındaki ilişkinin derecesini ve yönünü ölçmek amacıyla kurulan hipotez ise şu şekildedir:

H0: Hisse senedinin ilk günlük kapanış fiyatıyla toplam işlem hacmi arasında ilişki yoktur.

H1: Hisse senedinin ilk günlük kapanış fiyatıyla toplam işlem hacmi arasında ilişki vardır.

4.3. Veri Seti

Araştırmanın veri setini, BİST'te 2006- 2013 yılları arasında halka ilk kez arzı gerçekleştirilen 99 şirket oluşturmaktadır. Ancak, 2013 yılı kasım ayında halka arz olan Verusa Holding A.Ş. ile aralık ayında halka arz olan San-el Mühendislik

Elektrik Taahhüt Sanayi ve Tic. A.Ş. 'nin altıncı aydaki kapanış fiyatı verileri henüz oluşmadığından, bu iki şirket kapsam dışı bırakılmıştır.

Araştırmada, belirtilen yıllar arasında halka arzı gerçekleştirilen şirketlere ait veriler, Borsa İstanbul (BIST) internet sitesinden alınmıştır. Bu yıllarda hangi şirketlerin halka arz olduğu ve bu şirketlerin halka arzına dair bilgilere ulaşmak amacıyla BIST'in internet sitesindeki “Birincil Halka Arz Verileri” bölümünden yararlanılmıştır. Araştırma için gerekli olan şirketlerin halka arz oranları, halka arz tarihleri, Borsa’da ilk işlem görme tarihleri, halka arz şekilleri, aracılık türleri, halka arzda kullanılan satış yöntemleri ve halka arz fiyat bilgileri elde edilmiştir. BİST’in internet sitesinde “Hisse Senetleri Piyasası Verileri” bölümündeki “Bülten Verileri” kısmından ise şirketlerin Borsa’da ilk işlem görme tarihlerinden yararlanılarak hisse senetlerinin ilk gün açılış fiyatına, kapanış fiyatına ve ilk günkü toplam işlem hacmi değerlerine ulaşılmıştır. Düşük fiyatlandırmanın dönemler itibariyle varlığını sürdürüp sürdürmediğini inceleyebilmek için de , ilk işlem gününü takip eden birinci hafta, birinci ay, üçüncü ve altıncı aya ait kapanış fiyatı bilgilerine ulaşılmıştır. Son olarak, anormal getirileri hesaplayabilmek için BIST'te " Endeksler" bölümünde yer alan "Endeks Verileri" başlığı altındaki "Fiyat Endeksi" bölümünden yararlanarak ilgili tarihlere ait fiyat endekslerine ulaşılmıştır.

4.4. Veri Analiz Teknikleri

Araştırmanın hipotezlerini test etmek amacıyla SPSS 20.0 programı kullanılmış ve verilere aşağıdaki testler uygulanmıştır:

- **Normallik Testi:** Elde edilen verilerin normal dağılıp dağılmadığını tespit etmek ve bu verilere parametrik testlerin mi yoksa parametrik olmayan testlerin mi uygulanacağı sorusuna yanıt vermek amacıyla normallik testi yapılmıştır¹³¹.
- **Tek Örneklem T-Testi:** Normallik testi sonucu verilerin normal dağılıma uygunluğunun tespitinin ardından, hesaplanan ortalama anormal getirinin

¹³¹ Remzi Altunışık ve diğ., **Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri SPSS Uygulamalı**, 6. bs. (Sakarya: Yayıncılık, 2010) , 161-165.

istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını belirlemek amacıyla tek örneklem t testi kullanılmıştır¹³².

- **Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) :** Anormal getirilerin, halka arzda kullanılan satış yöntemine göre farklılık gösterip göstermediğinin kanıtlanması amacıyla tek yönlü varyans analizi (ANOVA) kullanılmıştır¹³³.
- **Korelasyon Analizi :** Hisse senedinin ilk günlük kapanış fiyatıyla toplam işlem hacmi arasındaki ilişkinin derecesini ve yönünü ölçmek amacıyla Korelasyon Analizi yapılmıştır. Verilerin normal dağılıma uymaması nedeniyle Spearman Korelasyon katsayısı kullanılarak değerlendirme yapılmıştır¹³⁴.

4.5. Bulgu Ve Yorumlar

Çalışmanın analiz kısmı üç aşamalı olarak yapılmıştır. İlk aşamada, seçilen hisse senetlerinde kısa, orta ve uzun dönemde düşük fiyatlandırmanın varlığı araştırılmıştır. İkinci aşamada, düşük fiyatlandırmanın halka arzda kullanılan satış yöntemlerine göre farklılık gösterip göstermediğine bakılmıştır. Son aşamada ise hisse senedi ilk gün fiyatı ile toplam işlem hacmi arasındaki ilişkinin varlığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Düşük fiyatlandırmanın varlığını ortaya koymak amacıyla ilgili hisse senetlerinin ilk gün, ilk hafta, birinci, üçüncü ve altıncı aydaki ham, endeks ve anormal getirileri hesaplanmıştır. Hisselerin ilk gün, ilk hafta, birinci, üçüncü ve altıncı ay sonundaki fiyat performansları hesaplanmıştır. Bunun için çalışma örneği kapsamındaki hisse senetlerinin ham, endeks ve anormal getirileri ampirik düzeyde incelenmiştir. Tüm getiriler ilk gün, ilk hafta, birinci, üçüncü ve altıncı ay için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Literatürde kısa dönem olarak kabul edilen süre, genellikle halka arz sonrasındaki ilk işlem günü ile bunu takip eden birkaç gün veya birkaç haftadır (Menemencioğlu, 2003). Bu çalışmada da kısa dönem, ilk halka arz sonrasındaki ilk işlem günü ve ilk halka arzı takip eden birinci hafta olarak seçilmiştir. Ancak orta ve uzun dönem belirlenirken, Türkiye'deki yatırımcıların hisse senetlerini elde tutma süreçleri

¹³² age, 180-185.

¹³³ age, 197-203.

¹³⁴ age, 226-230.

araştırılmış, ağırlıklı olarak (%52,4) yatırımcıların hisseleri 1 hafta ile 8 hafta arasında ellerinde tuttıkları, 3 aydan daha fazla süre ile senetleri ellerinde tutan yatırımcı oranının %24,2 olduğu görülmüştür¹³⁵. 2013 yılında yayınlanan Borsa Trendleri raporunda da, yerli yatırımcıların hisse senetlerini en uzun elde tutma sürelerinin 83 günden 65 güne düştüğü belirtilmiştir¹³⁶. Dolayısıyla bu çalışmada orta dönem, ilk halka arzı takip eden birinci ay; uzun dönem ise ilk halka arzı takip eden üçüncü ve altıncı ay olarak belirlenmiştir.

Belirlenen periyot tanımlarına göre çalışma örneğine ait ham, endeks ve anormal getiriler hesaplandıktan sonra ilgili hisse senetlerinde düşük fiyatlandırma olup olmadığı araştırılmıştır. Bunun için literatürde yapılan çalışmalarda kullanılan yöntemler baz alınmıştır. Logue (1973), Baron (1982), Aggarwal ve Rivoli (1990), Ritter (1991), Güzelhan ve Açar (1991), Artidi (1996), Kıymaz (1997, 2000), Ertürk Bennett (1998), Tille (2000), Gegin (2001), Türüdü (2001) gibi birçok araştırmacı, çalışmalarında öncelikle ham getirileri, beraberinde endeks getirilerini ve son olarak ham getirilerden endeks getirilerinin etkisini arındırarak anormal getiriye hesaplamışlardır.

Bu doğrultuda ilk olarak tüm şirketlerin Borsa’da ilk işlem gördükleri günün sonundaki ham getirileri hesaplanır. Şirketlerin ham getirileri aşağıdaki formülle hesaplanır¹³⁷:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}} \times 100 \quad (1)$$

Buradaki;

$R_{i,t}$ => i hisse senedinin t günündeki ham getirisi

¹³⁵ Yusuf Demir, Tahsin Akçakanat, Ahmet Songur, "Yatırımcıların Psikolojik Eğilimleri ve Yatırım Davranışları Arasındaki İlişki: İMKB Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama", **Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, c.10, s.1 (2011): 127.

¹³⁶ TÜYİD Yatırımcı İlişkileri Derneği, MKK, **Borsa Trendleri Raporu**, s.7 (Ocak-Aralık 2013): 17 https://www.mkk.com.tr/wps/wcm/connect/3dca7533-e850-45f4-8796-8d35aefdf632/BIST_Trendleri_Raporu_VII.pdf?MOD=AJPERES [02.02.2014].

¹³⁷ Hakan Menemencioglu, "İMKB’de halka arz edilen hisse senetlerinde düşük fiyatlama olgusu ve sene/ sektör bazında uygulama" (Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2003)’den aktaran Gökçe Yıldız Sağlam, "Halka Arzda Düşük Fiyatlandırmaya Aracılık Türü, Arz Yılı ve Aracı Kurum Etkileri: İMKB’de Bir İnceleme" (Yüksek Lisans Tezi, Osmangazi Üniversitesi, 2007), 293.

$P_{i,t}$ => i hisse senedinin t günündeki kapanış fiyatı (hisse senedinin ilk işlem günü sonundaki kapanış fiyatı)

$P_{i,t-1}$ => i hisse senedinin halka arz fiyatıdır.

Bu şekilde hesaplanan ham getiriler piyasadaki genel ivmeyi de içermektedir. Getirilerin piyasanın genel hareketinden arındırılması, pazara ve risklere göre düzeltilmesi amacıyla endeks getirilerinin hesaplanması gerekmektedir. Endeks getirisi hesaplanmasında BIST-Ulusal 100 endeksinden yararlanılır ve 2 numaralı formül kullanılır¹³⁸.

$$EG_{i,t} = \frac{(E_{i,t} - E_{i,t-1})}{E_{i,t-1}} \times 100 \quad (2)$$

Bu formüldeki;

$EG_{i,t}$ => i hisse senedinin t günündeki endeks getirisi

$E_{i,t}$ => i hisse senedinin t günündeki BİST- Ulusal 100 endeksi

$E_{i,t-1}$ => i hisse senedinin t-1 günündeki BİST- Ulusal 100 endeksidir.

Endeks getirisini hesaplarken t günü şirketin Borsa’da ilk işlem gördüğü günü, t-1 ise ilk işlem gününden bir önceki günü ifade etmektedir. Şirketlerin ilk işlem günü sonundaki ham ve endeks getirileri hesaplandıktan sonra 3 numaralı formül kullanılarak anormal getiriler (düzeltilmiş getiriler) elde edilir:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - EG_{i,t} \quad (3)$$

3 numaralı formüldeki , $AR_{i,t}$, i hisse senedinin t günündeki anormal getirisidir.

Benzer şekilde n hisse senedinden oluşan bir grup hisse senedi için piyasa getirisine göre ortalama anormal getiriler (4) numaralı formül ile bulunmuştur;

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{n} \sum AR_{i,t} \quad (4)$$

2006- 2013 yılları arasında halka arz edilen 99 şirketin ünvanı, halka arz tarihi, Borsa’da işlem görme tarihi, halka arz şekli, halka arzda kullanılan satış yöntemi,

¹³⁸ Güray Küçükkocaoğlu, Ayşegül Alagöz, "Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme", **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, c.8, s.2 (2006):11

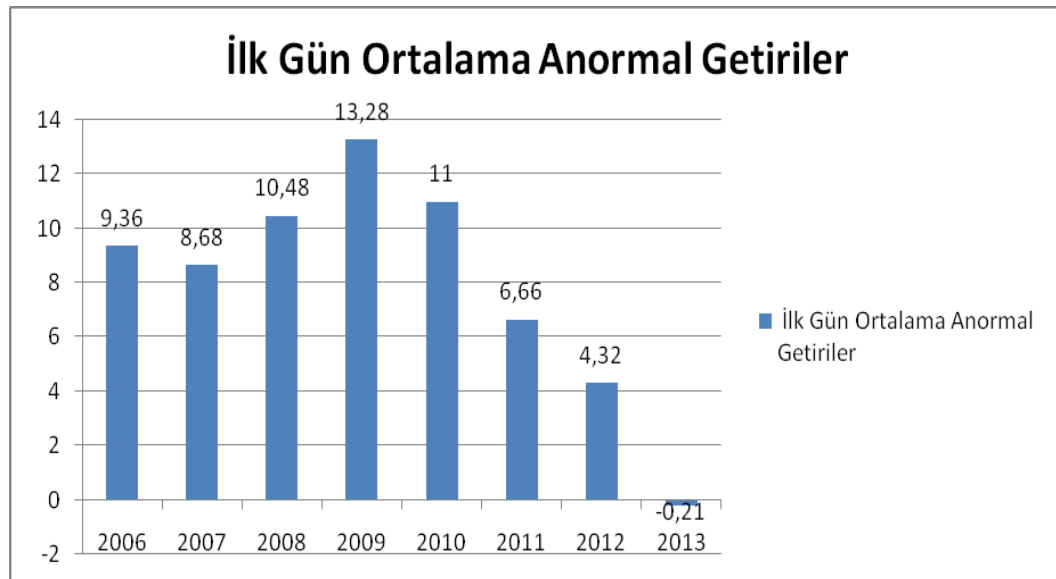
halka arz fiyatı, açılış fiyatı, kapanış fiyatı, ilk işlem günü toplam iş hacmi, ilk işlem günü İMKB Ulusal 100 endeksi, bir gün önceki İMKB Ulusal 100 Endeksi ve bunlardan yola çıkarak hesaplanan ham getiri, endeks getirisi ve anormal getiriler Ek-1 'de verilmektedir. Ayrıca düşük fiyatlandırmanın dönemler itibariyle varlığının incelenmesi için hesaplanmış olan hisse senetlerinin 1. hafta, 1.ay, 3.ay ve 6 ay kapanış fiyatları, ham getirileri, endeks getirileri ve anormal getirileri de Ek-2 ve Ek-3'te yer almaktadır.

4.5.1 Düşük Fiyatlandırmanın Varlığının Tespit Edilmesi

Bu bölümde, düşük fiyatlandırmanın varlığının tespit edilmesinde baz alınan dönemler sırasıyla ele alınacak, daha sonra tüm dönemler itibariyle 2006-2013 yılları arasında ülkemizde gerçekleşen birincil halka arzlarda düşük fiyatlandırma yapıp yapılmadığı sorusunun cevabı verilmeye çalışılacaktır.

4.5.1.1 Kısa Dönem İle İlgili Bulgular

Daha öncede belirtildiği üzere, hisse senetlerini kısa dönemdeki fiyat performanslarını tespit etmek amacıyla, hisselerin borsada işlem gördüğü ilk gün ile birinci hafta sonucunda oluşan ortalama anormal getirilerine ulaşılması gerekmektedir. Her yıl için ilk gün ortalama anormal getiriler (%) hesaplanıp grafiğe aktarıldığında Şekil 1.'deki sonuçlar elde edilmiştir.



Şekil 1: İlk Gün Ortalama Anormal Getiriler

Şekil-1 incelendiğinde, 2006-2013 yıllarında hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladıkları ilk günde yüksek performans gösterdikleri, yani ilk gün düşük fiyatlandırmanın yapıldığı, hisse senetleri sahiplerinin pozitif anormal getiriler elde ettikleri görülmektedir. % 13,28 ortalama ile en yüksek getirinin 2009 yılında elde edildiği, %4,32 ortalama ile en düşük getirinin ise 2012 yılında sağlandığı görülmektedir. Sadece 2013 yılında ortalama %-0,21 oranında negatif anormal getiriler oluşmuş, bu yılda düşük fiyatlandırmanın varlığı hissedilememiştir. Ancak elde edilen sonuçlar, dünya ülkelerinde elde edilen ilk gün getirileri ile karşılaştırıldığında, 2006-2013 yıllarındaki halka arzlardaki birinci gün fiyat performansının daha düşük düzeyde gerçekleştiğini söylemek mümkündür.

İlgili yıllarda her yıl itibariyle elde edilen en düşük ve en yüksek ortalama getiriler ise şu düzeyde oluşmuştur:

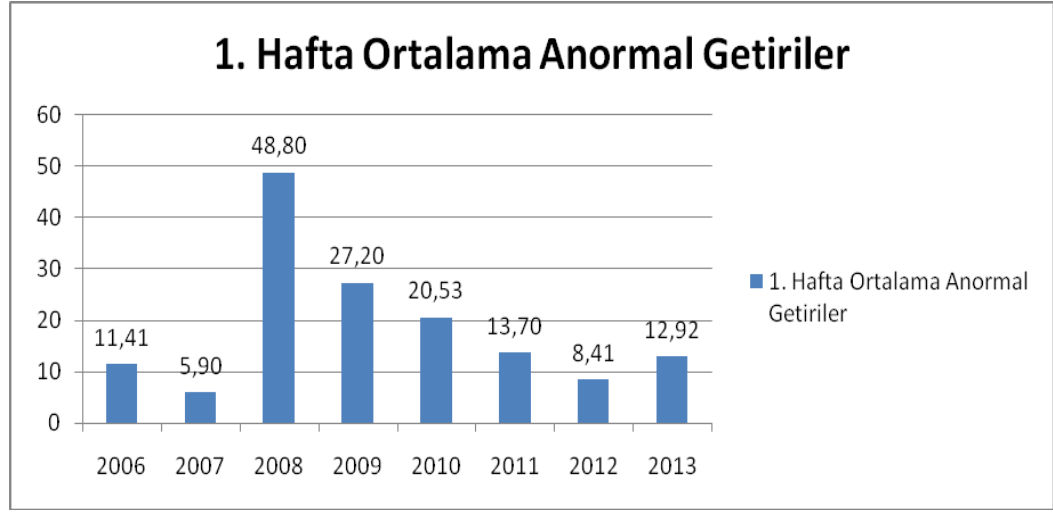
Tablo 2: Yıllar İtibari İle İlk Gün En Düşük ve En Yüksek Ortalama Anormal Getiriler

Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
En düşük anormal getiri	-8,88	-5,79	0,20	-	-17,49	-9,20	-19,20	-5,52
En yüksek anormal getiri	25,70	19,39	20,76	13,28	117,72	22,72	30,28	22,54

(Şirket isimleri ve şirketlere ait ilk gün ortalama anormal getiriler EK-1'de verildiğinden, tabloda şirket isimleri tekrarlanmamıştır.)

Tablodan da görülebileceği üzere yıllar itibariyle elde edilen ortalama anormal getirilerde en yüksek kazancı sağlama açısından hisseler arasında çok büyük farklılıklar oluşmamıştır. Sadece 2010 yılında halka arz olunan TSKB GYO A.Ş. hisse senetleri yatırımcısına çok büyük kar sağlamış, dolayısıyla ilgili şirket fiyat belirleme politikasını yatırımcıya kazandırmaya yönelik tercih etmiş ve yüksek oranda düşük fiyatlandırma yaşanmıştır diyebiliriz. 2012 yılında borsada ilk işlem gören Ar Tarım Organik Gıda A.Ş. hisse senetleri ile 2010 yılında ilk işlem gören Ekiz Yağ ve Sabun Sanayi A.Ş. hisse senetlerinde yüksek fiyatlandırma yapılması neticesinde, ilk günlük hisse performansları düşük seyretmiştir.

Hisse senetlerinin 1. hafta sonundaki kapanış fiyatları baz alınarak hesaplanan 1. hafta ortalama anormal getirileri ise Şekil-2'de yer almaktadır.



Şekil 2: 1. Hafta Ortalama Anormal Getiriler

Şekil-2' ye baktığımızda, yatırımcıların hisse senedini elde ettikleri ilk haftanın sonunda da kazanç sağladıkları ve pozitif getiriler elde ettikleri görülmektedir. Başka bir ifadeyle düşük fiyatlandırma olgusu 1. hafta sonunda da varlığını korumaktadır. Özellikle %48,80 ortalama anormal getiri ile 2008 yılında yüksek oranda kazanç sağlanmıştır. En düşük getiri ise, %5,90 ortalama ile 2007 yılında elde edilmiştir.

İlgili yıllarda birinci hafta sonunda oluşan en düşük ve en yüksek anormal getiriler ise şu şekildedir:

Tablo 3: Yıllar İtibariyle İlk Hafta En Düşük ve En Yüksek Ortalama Anormal Getiriler

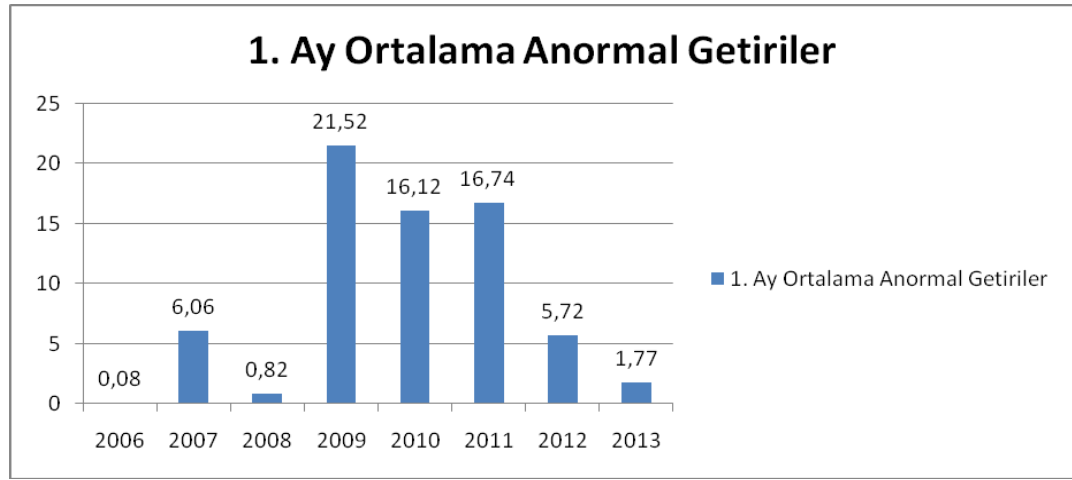
Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
En düşük anormal getiri	-10,92	-11,18	-5,02	-	-25,48	-18,43	-19,28	-6,53
En yüksek anormal getiri	54,85	48,43	102,63	27,19	133,51	128,86	48,50	89,33

Tablo sonuçları incelendiğinde, hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladıkları ilk hafta sonunda oluşan anormal getirileri arasında yıllar itibariyle önemli farklılıklar görülmektedir. 2010 yılında halka ilk arzı gerçekleşen İhlas Gazetecilik

A.Ş.'ye ait hisse senetleri yatırımcısına birinci hafta sonunda yüksek kazanç sağlamıştır. Buna karşın 2010 yılında arz olan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye ait hisselerde birinci hafta sonunda pozitif getiri elde edilememiştir.

4.5.1.2 Orta Dönem İle İlgili Bulgular

Düşük fiyatlandırmanın orta dönemde varlığının söz konusu olup olmadığını incelemek için, ilgili hisse senetlerinin borsada ilk işlem gördükleri tarihten bir ay sonraki tarihteki kapanış fiyatları baz alınarak birinci ay ortalama anormal getirileri hesaplanmış, sonuçlar Şekil-3'te gösterilmiştir.



Şekil 3: 1. Ay Ortalama Anormal Getiriler

Şekil-3'e baktığımızda orta dönemde de düşük fiyatlandırmanın var olduğu görülmektedir. En yüksek ortalama getiri %21,52 oranında 2009 yılında sağlanmışken, en düşük ortalama getiri %0,08 oranıyla 2006 yılında elde edilmiştir. Birinci ay sonunda elde edilen ortalama anormal getiriler, ilk haftada elde edilen getirilere oranla daha düşük seviyede oluşmasına rağmen, birinci ay sonunda da düşük fiyatlandırma olgusundan söz edilebilmektedir.

2006-2013 yıllarındaki birinci aya ait en düşük ve en yüksek ortalama getiriler Tablo- 4'te yer almaktadır:

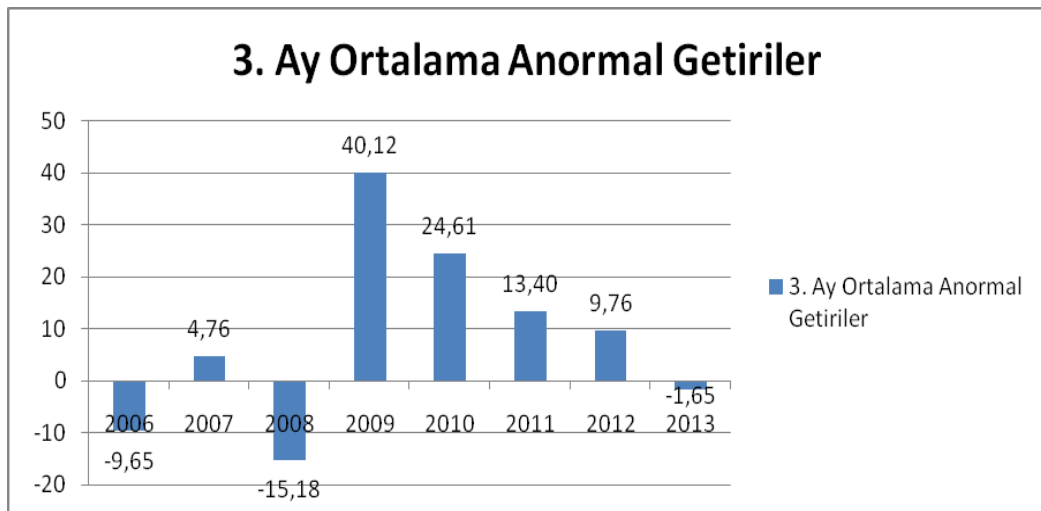
Tablo 4: Yıllar İtibariyle Birinci Ay En Düşük ve En Yüksek Ortalama Anormal Getiriler

Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
En düşük anormal getiri	-35,96	-17,25	-3,14	-	-28,96	-37,25	-22,69	-6,53
En yüksek anormal getiri	55,08	50,36	4,77	21,52	118,85	197,88	55,08	25,91

Tablodaki sonuçlardan yola çıkarak, 2006-2013 yılları arasında birinci ay sonunda hisse senetlerinin kazandırma oranlarının gözle görülür oranda farklılık oluşturduğunu söylemek mümkündür. Özellikle 2011 yılında elde edilen kazanç ve kayıp diğer yıllara göre çok daha yüksek oluşmuştur. Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş. en çok kaybettiren hisse senedi iken, yaklaşık %200'lük bir getiriyle Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.'ye ait hisse senetleri, açılış fiyatına oranla iki kat değerlenmiştir. Bu şirketin halka arzında uygulanan düşük fiyatlandırma politikası diğer şirketlere göre çok daha fazla hissedilir düzeydedir.

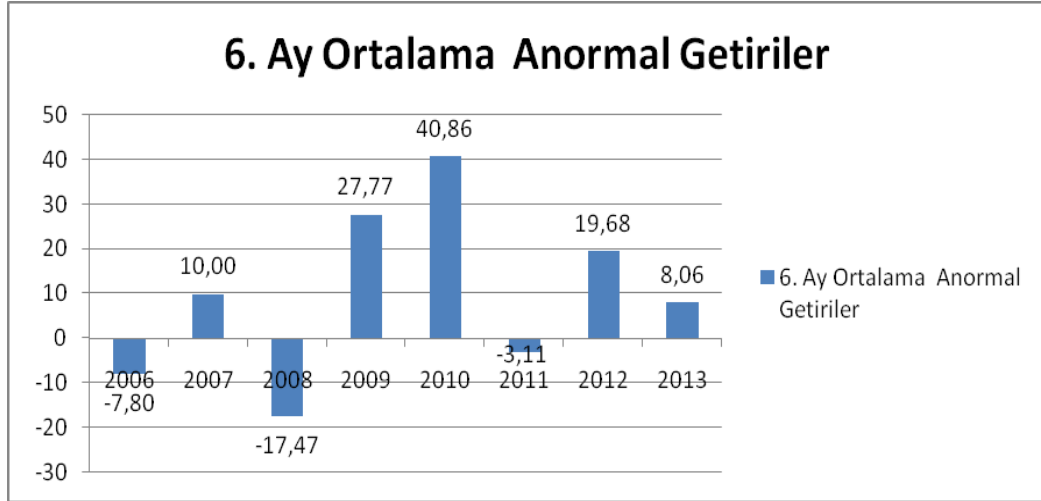
4.5.1.3 Uzun Dönem İle İlgili Bulgular

Düşük fiyatlandırmanın uzun dönemde de etkili olup olmadığını incelemek için, ilgili hisse senetlerinin borsada ilk işlem gördükleri tarihten sonraki üçüncü ve altıncı aydaki kapanış fiyatları baz alınarak üçüncü ve altıncı ay ortalama anormal getirileri hesaplanmış, sonuçlar Şekil-4 ve Şekil-5'te gösterilmiştir.



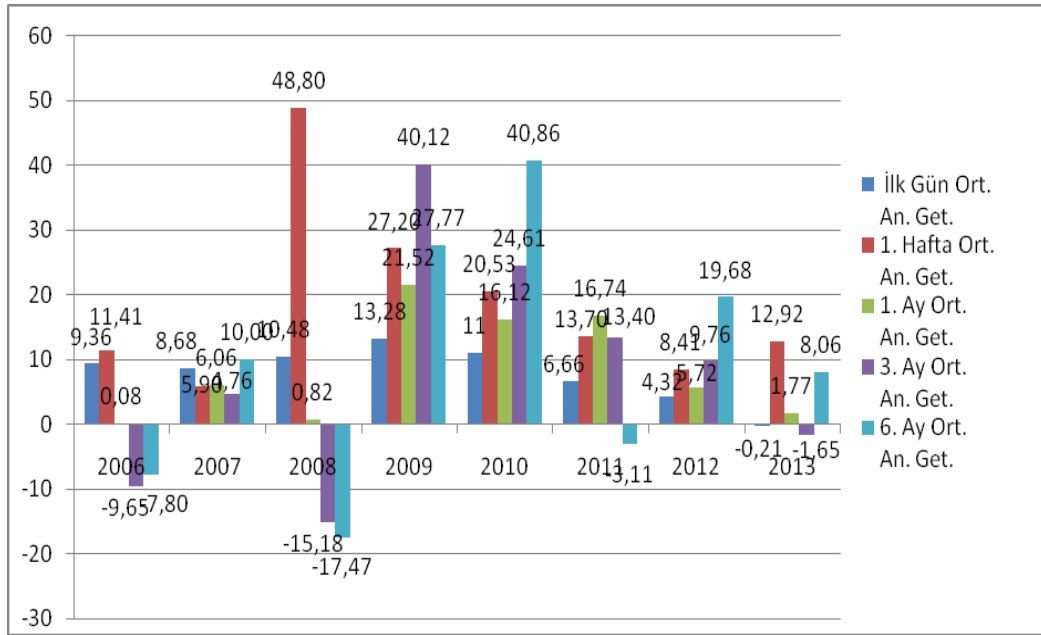
Şekil 4: 3. Ay Ortalama Anormal Getiriler

Şekil-4'e bakıldığında hisse senetlerinin üçüncü aydaki performanslarının 2006, 2008 ve 2013 yıllarında düşüş gösterdiği görülmektedir. İlgili yıllarda negatif anormal getiri elde edildiği için, düşük fiyatlandırmadan bahsetmek mümkün değildir. Ancak diğer yıllarda, özellikle 2009 yılında %40,12 gibi yüksek oranda, pozitif getiri elde edilmiştir.



Şekil 5: 6. Ay Ortalama Anormal Getiriler

Altıncı ayda da üçüncü aydaki sonuçlara benzer şekilde, 2006, 2008 ve 2011 yıllarında negatif anormal getiri elde edilmiş ve düşük fiyatlandırma oluşmamıştır. Özellikle 2008 yılında %17,47 oranında negatif anormal getiri elde edilmiştir. Diğer yıllarda ise önemli ölçüde kazanç elde edilmiş (2010 yılında %40,86 ve 2009 yılında %27,77) ve düşük fiyatlandırma varlığını korumuştur. Sonuçları genel olarak değerlendirmek için tüm dönemlere ait ortalama anormal getirilere ait veriler Şekil-6'da yer almaktadır.



Şekil 6: Kısa, Orta ve Uzun Dönemlere Ait Ortalama Anormal Getiriler

Sonuç olarak, kısa dönemde hisse senedi performanslarının yüksek olduğu, tüm yıllarda ortalama %7,51 ilk gün anormal getiri ve %14,10 ilk hafta anormal getiri elde edildiği görülmüştür. Dünya literatüründe yapılmış çalışmalar incelendiğinde, diğer ülkelerde de ilk gün düşük fiyatlandırma yapıldığı görülmektedir. Ancak düşük fiyatlandırma sonucu oluşan ortalama ilk gün pozitif getirileri ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Jakobsen ve Sorensen (2001), Danimarka'da 1984-1998 tarihleri arasında halka arz olan 117 şirket'e ait ilk gün getirilerini %5.40 olarak hesaplamışlardır¹³⁹. Jakobsen ve Sorensen'in elde ettiği bu sonuç, literatürde yer alan tüm çalışmalar içinde ulaşılan en düşük pozitif ilk gün getirisidir. En yüksek getirinin ulaşıldığı sonuç ise; Chen, Choi, and Jiang (2007) tarafından Çin borsasında 1990-2005 tarihleri arasında birincil piyasada halka arz olunan 1394 şirkete ait ilk gün performanslarına ait sonuçtur¹⁴⁰. Chen, Choi and Jiang, bu şirketlerin ilk gün pozitif getirilerini %164.5 olarak hesaplamıştır. Türkiye'de yapılmış olan çalışmalarda da benzer şekilde düşük fiyatlandırmanın varlığı tespit edilmiş, ancak ilk gün getirileri arasında farklılıklar gözlemlenmiştir. Aydoğan ve Yıldırım (1992), 1989- 1991 yılları arasında halka arz olan 33 şirketi ele alınmış ve hisse senetlerinin ilk gün getirisinin %1.2 olduğu tespit etmişlerdir. Durukan (2002), 1990- 1997 yılları arasında ilk halka arz edilen 173 hisse senetlik bir örneklem kullanmış ilk gün

¹³⁹ Jan Jakobsen, , Ole Sørensen, " Decomposing and Testing Long-term Returns: An Application on Danish IPOs.", **European Financial Management**, s.7, n.3 (2001): 415.

¹⁴⁰ Ulaş Ünlü, Ersan Ersoy, **age**, 245.

getirileri ise %14,61 olarak tespit etmiştir. Yıllar itibariyle halka arz olan şirket sayıları, bu şirketlerin halka arz oranları ve halka arz şekilleri, piyasa getirisi gibi unsurlar farklılık göstereceğinden; araştırmalar sonucu elde edilen kısa dönem fiyat performanslarının farklılık göstermesi olağan bir sonuçtur.

Tüm yılların birinci ay ortalama anormal getirileri hesaplandığında, oran %9,85 olarak görülmüş ve orta dönemde de düşük fiyatlandırma söz konusu olmuştur. Elde edilen bu bulguları ülkemizde yapılmış olan benzer araştırmalarla karşılaştırdığımızda, Kurtaran'ın (2013) 1994-2009 yılları arasında analize dahil ettiği 205 ilk halka arzın birinci ay hisse senedi getirilerini %7,48 olarak tespit ettiğini görmekteyiz¹⁴¹. Sağlam ve Çelik (2011) ise, 1993-2006 yılları arasında halka arz olan 40 şirkete ait birinci ay ortalama anormal getirilerini %26,87 olarak tespit etmişlerdir¹⁴².

Üçüncü ve altıncı ay verilerinin baz alındığı uzun dönemde de anormal getirilerin ortalamaları sırasıyla %9,57 ve %11,93 olarak hesaplanmıştır. Benzer şekilde Kurtaran (2013), üçüncü ay getirilerini %5,37 olarak tespit ederken, altıncı ay getirilerini ise %0,74 olarak hesaplamıştır. Türüdü (2001) ise, 01.01.1999 ve 30.04.2000 tarihleri arasında halka ilk kez arz edilen 21 firmaya ait hisse senetlerinin ilk altı ay sonucunda %78,12 gibi oldukça yüksek bir getiri sağladıkları sonucuna ulaşmıştır.

Ulaşılmış olan tüm sonuçlardan yola çıkarak, 2006-2013 yılları arasında BIST'te ilk kez halka arz olan 97 şirkette düşük fiyatlandırmaya başvurulduğu ve ilk altı aya kadar piyasa getirisinin üstünde anormal getiri elde edildiği söylenebilmektedir.

Formülden yararlanarak hesaplanan anormal getirilerin pozitif ya da negatif olması, 2006- 2013 yılları arasında düşük fiyatlandırmanın var olduğunu kanıtlamakta yeterli olmayacaktır. Tüm şirketlere ait anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığın test edilmesi gerekmektedir. Ancak öncelikli olarak elde edilen verilerin normal dağılıp dağılmadığını tespit etmek ve ulaşılan sonuca göre bu verilere hangi testin uygulanacağını belirlemek amacıyla normallik testi yapılmıştır. Düzeltilmiş (anormal) getirilerin normallik sonucu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

¹⁴¹ Ayten Turan Kurtaran, " Türkiye'deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri İle Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi", **International Journal of Economic and Administrative Studies**, y. 6, n. 11 (2013): 202.

¹⁴² Gökçe Yıldız Sağlam, Arzum Erken Çelik, " İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Düşük Fiyatlandırma Ve Aracılık Türü, Arz Yılı, Aracı Kurum Etkileri Üzerine Bir Araştırma", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, s.12, n.2 (2011): 297.

Tablo 5: Tek Örneklem Kolmogorov-Smirnov Testi

	İlk gün anormal getiri	İlk hafta anormal getiri	İlk ay anormal Getiri	Üçüncü ay anormal getiri	Altıncı ay anormal getiri
Veri Sayısı	97	97	97	97	97
Ortalama	7,512573	14,1045226	9,8547106	9,5758846	11,9397442
Std. Sapma	15,3335049	15,59126570	33,59456433	53,11314555	64,30942761
Kolmogorov- Smirnov Z	1,274	1,286	1,290	1,161	1,216
Asymp. Sig. (2- tailed)	,078	,073	,072	,135	,104
(Anlamlılık)					

Tablo 5'deki Assymp.Sig.(anlamlılık) satırındaki değer yani p değeri, 0.05 ile karşılaştırılır. Normallik testlerinde bulunan p değeri, 0.05'ten büyük ise verilerin normal dağılıma uyduğu söylenebilir. Düzeltilmiş getiriler için uygulanan Kolmogorov Smirnov testinde tüm dönemlere ait p değerleri 0,05'ten büyük bulunmuştur . Sonuç olarak, 97 şirkete ait düzeltilmiş getiri verileri, normal dağılıma sahiptir. Bu durumda, verilerin analiz edilmesi aşamasında parametrik yöntemler kullanılabilecektir.

2006-2013 yıllarında ilk defa halka arz olan 97 şirkete ait anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığın test edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle Tek Örneklem T Testi (One Sample T Test) kullanılmıştır. Tek Örneklem T Testi, parametrik testlerden biri olup normal dağılıma uyan veriler için kullanılmaktadır. Bu testte, aynı örneklemin ölçülen ortalaması ile tahmin edilen ya da bilinen ortalaması karşılaştırılır.

Anlamlılığın test edilmesi için kurulan hipotezler şu şekildedir:

H0: 2006- 2013 yılları arasında ilk kez halka edilen şirketlerde ilk işlem gününde pozitif anormal getiri elde etmek mümkün değildir.

H1: 2006- 2013 yılları arasında ilk kez halka edilen şirketlerde ilk işlem gününde pozitif anormal getiri elde etmek mümkündür.

H0: Ortalama Anormal Getiri ≤ 0

H1: Ortalama Anormal Getiri > 0

Şirketlerin anormal getirilerine T testini uygulandıktan sonra elde edilen sonuç Tablo 6. ve Tablo 7.'de verilmektedir:

Tablo 6: Tek Örneklem İstatistikleri

	Veri Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalaması
İlk gün anormal getiri	97	7,5125773	15,33350249	1,55688129
İlk hafta anormal getiri	97	14,1045226	31,59126570	3,20760705
Birinci ay anormal getiri	97	9,8547106	33,59456433	3,41101121
Üçüncü ay anormal getiri	97	9,5758846	53,10314555	5,39180752
Altıncı ay anormal getiri	97	11,9397442	64,30942761	6,52963307

Tablo 7: Tek Örneklem T Testi

	Test Değeri = 0					
	T değeri	Serbestlik	Anlamlılık	Ortalama Farkı	95% Güven Aralığı	
					Düşük	Yüksek
İlk gün anormal getiri	4,825	96	,000	7,51257732	4,4221924	10,6029623
İlk hafta anormal getiri	4,397	96	,000	14,10452255	7,7374729	20,4715722
Birinci ay anormal getiri	2,889	96	,005	9,85471057	3,0839068	16,6255143
Üçüncü ay anormal getiri	1,776	96	,079	9,57588461	-1,1267687	20,2785379
Altıncı ay anormal getiri	1,829	96	,071	11,93974417	-1,0214750	24,9009634

T testi sonucunu yorumlayabilmek için tablodaki anlamlılık değerlerine (p değeri) bakılması gerekmektedir. Eğer bulunan p değeri (%95 güven aralığında) 0.05'ten büyük ise H0 hipotezi kabul edilir, küçük ise reddedilir. Bu doğrultuda Tablo-7'ye bakıldığında ilk gün, ilk hafta ve birinci aya ait anormal getirilerin p değerinin

0,05'ten küçük olduğu (ilk gün=,000 ilk hafta=,000 birinci ay=0,005) ve H0 hipotezinin reddedileceği sonucuna varılır. Üçüncü ve altıncı ay anormal getirilerinin p değerleri ise 0,05'ten büyüktür (Üçüncü ay=,079 altıncı ay=,071). Bu durumda H0 hipotezi kabul edilecektir. Sonuç olarak, 2006- 2013 yılları arasında halka arz edilen 97 şirkette, halka arzın gerçekleştiği ilk gün, ilk hafta ve birinci ayda pozitif anormal getiri elde edilmiştir. Yani kısa ve orta dönemde düşük fiyatlandırma olgusunun varlığı tespit edilmiştir. Bir başka deyişle tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de hisseler, halka arzın gerçekleştiği ilk günü takip eden kısa ve orta dönemde piyasa getirisinin üstünde anormal bir getiri vaat etmektedirler. Ancak ilgili yıllarda, uzun dönem olarak belirlenen üçüncü ve altıncı aylarda düşük fiyatlandırma olgusundan söz edilememektedir.

4.5.2 Halka Arzda Satış Yöntemleri ile Hisse Senetlerinin İlk Gün Getirileri Arasındaki Farklılığın İncelenmesi

Bu bölümde öncelikli olarak ilgili yıllarda halka arz olunan şirketlerin; halka arz yöntemleri ile halka arzda kullanılan satış yöntemlerine göre dağılımı ele alınacak, yıllar itibariyle hangi yöntemin daha fazla tercih edildiğinin daha net görülebilmesi açısından dağılımların gösteriminde tablo ve şekillerden yararlanılacaktır.

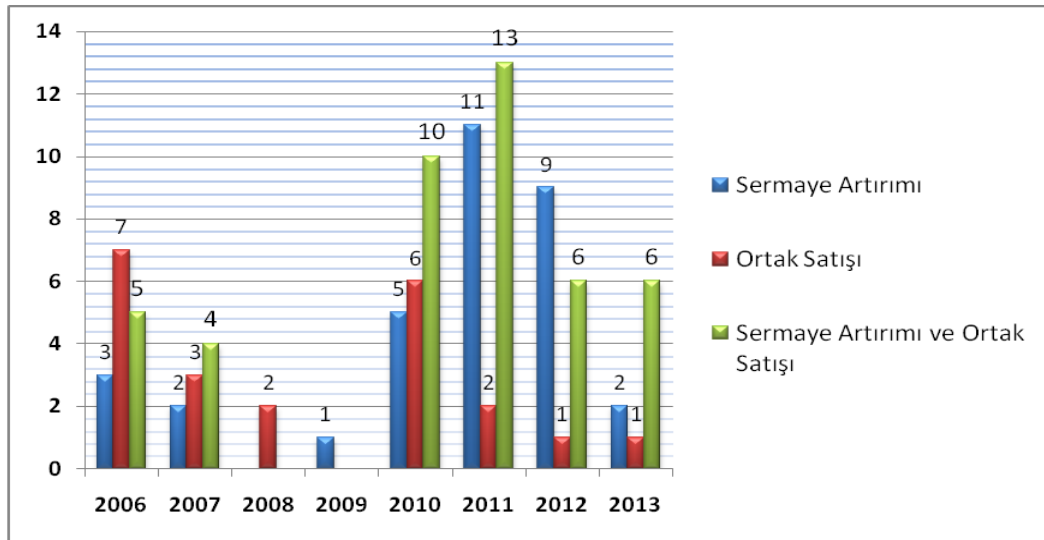
Araştırmanın kapsamında olan 2006- 2013 yılları arasında halka arz edilen şirketlerin halka arz yöntemlerini incelendiğinde Tablo-8'deki sonuçlar elde edilmektedir. Tablo-8'e göre 2006- 2013 yılları arasında 99 şirket halka arz edilmiştir. Bu 99 şirketten 22 tanesi ortakların satışı yani mevcut payların halka arz edilmesi yolu ile, 33 tanesi sermaye artırımını yolu ile 44 tanesi ise her iki yöntemin birlikte kullanılması ile halka arz edilmiştir.

Tablo 8: 2006-2013 Yılları Arasında Halk Edilen Şirketlerin Halka Arz Yöntemleri

	Sermaye Artırımı	Ortak Satışı	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
2006	3	7	5
2007	2	3	4
2008	-	2	-
2009	1	-	-
2010	5	6	10
2011	11	2	13
2012	9	1	6
2013	2	1	6
TOPLAM	33	22	44

Kaynak: Borsa İstanbul, <http://www.bist.gov.tr/Data/IPOData.aspx> [05.11.2013]

Tablo 8’de yer alan verileri grafiğe aktardığımızda şirketlerin halka arzında, 2006 ve 2013 yıllarında ağırlıklı olarak Sermaye artırımı ve ortak satışı yöntemlerinin birlikte kullanıldığını görmekteyiz. . Ağırlıklı olarak tercih edilen karma yöntemi ise, sermaye artırımı yöntemi izlemektedir. En az tercih edilen yöntem ise mevcut payların halka arz edilmesi yani ortakların satışı yöntemi olmuştur.



Şekil 7: 2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirketlerin Halka Arz Sayıları ve Yöntemleri

Şekil-7’den görüldüğü üzere halka arzın en çok gerçekleştiği yıl 2011’dir. 2011 yılında 26 şirket halka arz edilmiştir. En az halka arz gerçekleştirilen yıl ise 2008 ve 2009 yıllarıdır. Bu yıllarda toplam 3 şirket halka açılmıştır. Yukarıda da belirtildiği üzere, Tablo-8 ve Şekil-7’den çıkarılabilecek bir diğer sonuç ise; şirketlerin halka arz sürecinde ortak satışı ve sermaye artırımını yöntemlerini birlikte kullanmayı daha çok tercih eder hale geldikleridir.

Araştırmanın asıl inceleme konusunu oluşturan halka arzda kullanılan satış yöntemleri incelendiğinde, ilgili yıllarda araştırmaya konu olan 99 şirketten 39 şirketin sabit fiyatla talep toplama yöntemini, 34 şirketin fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini, 1 şirketin fiyat teklifi alma yöntemiyle satışı, 5 şirketin değişken fiyatla talep toplama yöntemini ve 20 şirketin ise borsada satış yöntemini kullandığı görülmüştür. Bu yöntemlerin dağılımı Tablo-9’da yer almaktadır.

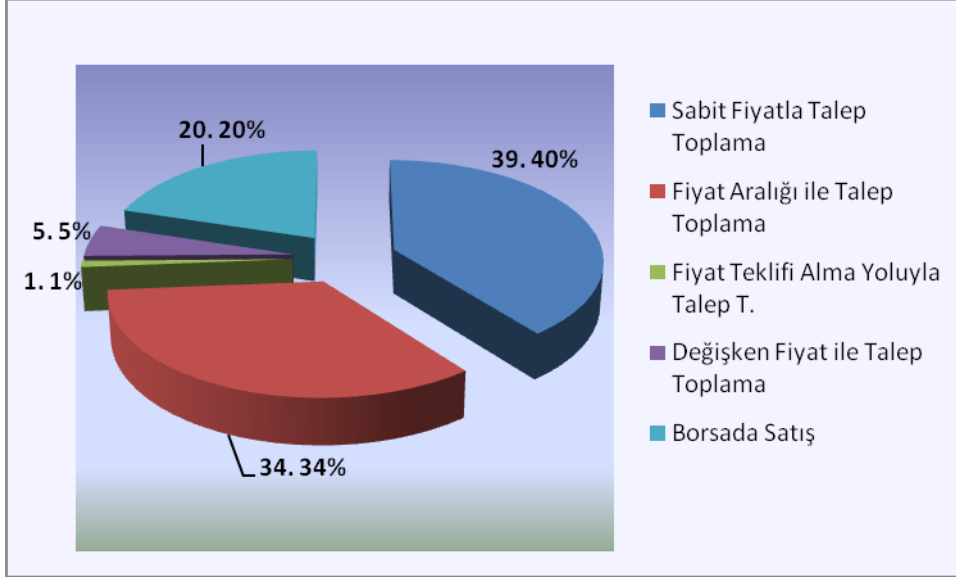
Tablo 9: 2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirketlerin Satış Yöntemleri

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	TOPLAM
Sabit Fiyatla Talep Toplama	4	1	-	-	4	9	14	7	39
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	4	7	1	-	11	8	1	2	34
Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep T.	-	-	-	-	-	1	-	-	1
Değişken Fiyat ile Talep Toplama	-	-	-	-	-	4	1	-	5
Borsada Satış	7	1	1	1	7	3	-	-	20

Kaynak: Borsa İstanbul, <http://www.bist.gov.tr/Data/IPOData.aspx> [05.11.2013].

Tablo-9’da yer alan verileri grafiğe aktardığımızda Şekil-8’de de görüldüğü üzere, 2006- 2013 yılları arasında halka arz edilen 99 şirketin %39’u sabit fiyat ile talep

toplama, %34'ü fiyat aralığı ile talep toplama, , %1'i fiyat teklifi alma yolu ile talep toplama, %6'sı değişken fiyat ile talep toplama ve %20' si ise borsada satış yöntemiyle halka arz edilmiştir. Tüm bu sonuçlardan yola çıkarak ilgili yıllarda ağırlıklı olarak sabit fiyatla talep toplama yöntemine başvurulduğunu söyleyebiliriz.



Şekil 8: 2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirketlerin Satış Yöntemleri Yüzde Dağılımı

Tablo-9'da belirtildiği üzere araştırma kapsamında 2006- 2013 yılları arasında ilk kez halka arz edilen 97 şirketten 39'u sabit fiyatla satış yöntemini, 33'ü fiyat aralığı yoluyla satış yöntemini, 1'i fiyat teklifi yoluyla satış yöntemini, 4'ü değişken fiyatla talep toplama yöntemini, 1 şirket tavan fiyat ile talep toplama yöntemini, 19'u ise Borsa'da satış yöntemini kullanmıştır. Talep toplamaksızın satış yöntemini ise tercih eden bir şirket olmamıştır. Bu sayılara bakılırsa fiyat teklifi yoluyla satış yöntemini, tavan fiyat ile talep toplama yöntemini ve değişken fiyatla talep toplama yöntemini tercih eden şirketleri analize dahil etmek doğru sonuç elde etmek için yeterli olmayacaktır ($n \geq 30$ olduğunda örnek kitlenin dağılımının normal dağılıma yaklaştığı varsayılmaktadır¹⁴³). Bu nedenle 2010 yılında halka arzı gerçekleşen DO&CO Restaurants and Catering A.Ş., 2011 yılında halka arzı gerçekleşen Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş. , Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Tic. ve San. A.Ş., Global Menkul Değerler A.Ş., Özbal Çelik ve Boru San. A.Ş. ve Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş., analiz kapsamından çıkarılmış ve analiz 91 şirket ile gerçekleştirilmiştir.

¹⁴³ Remzi Altunışık ve diğ., *age*, 168.

İkiden fazla bağımsız grubun ortalamalarının birbirinden farklı olup olmadığını test etmek amacıyla kullanılan istatistiksel analiz yöntemi, Tek Yönlü Varyans Analizi (One-Way ANOVA)'dır.

ANOVA testi için kurulan hipotezler ise şu şekildeydi:

H0: Düşük fiyatlandırma açısından 2006- 2013 yılları arasında halka ilk kez arz edilen şirketlerin halka arzda kullanılan satış yöntemleri arasında anlamlı bir farklılık yoktur.

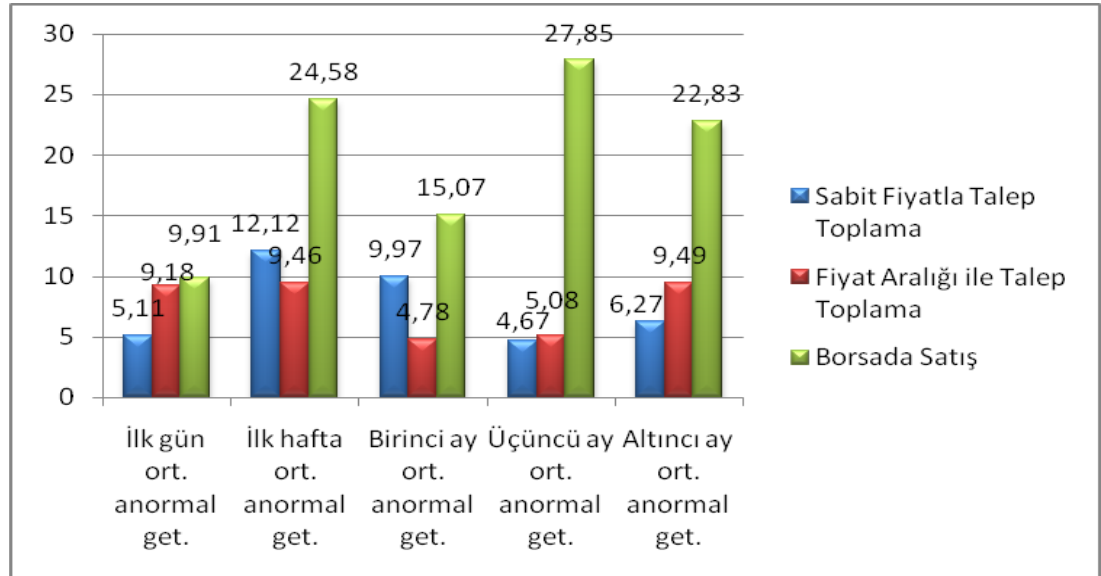
H1: Düşük fiyatlandırma açısından 2006- 2013 yılları arasında halka ilk kez arz edilen şirketlerin halka arzda kullanılan satış yöntemleri arasında anlamlı bir farklılık vardır.

Başka bir ifadeyle;

$$H0 = \mu_1 = \mu_2 = \mu_3$$

H1: Gruplardan en az bir tanesinin ortalaması diğerlerinden farklıdır.

Hipotezleri test etmeden önce talep toplama yöntemlerine göre elde edilen anormal getirilerin ortalamaları hesaplanmış ve dönemler itibariyle dağılımını inceleyebilmek için aşağıdaki Şekil-9 oluşturulmuştur.



Şekil 9: Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemlerine Göre Elde Edilen Ortalama Anormal Getiriler

Şekil-9 incelendiğinde, borsada satış yöntemi ile halka arz olunan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün %9,91 getiri sağladığı, bu oranı %9,18'lik getiri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi ile halka arz olan şirket hisselerinin izlediği görülmektedir. İlk gün borsa performansı açısından en düşük getiri ise, %5.11 ile sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile halka arzı gerçekleştirilen hisse senetleri olmuştur. İlk hafta sonucu oluşan anormal getirilere bakıldığında ise; yine en fazla getirinin (%24,58) borsada satış yöntemi ile sağlandığı görülmektedir. %12,12'lik bir performansla sabit fiyatla satışı gerçekleşen hisse senetleri ikinci en iyi getiriye sağlarken, fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi kullanılan hisse senetlerinde %9,46 oranında bir getiri elde edilmiştir. Birinci ay sonunda da yine borsada satış yöntemi en fazla kazancın olduğu yöntem olmuştur (%15,07). Bu yöntemi, %9,97'lik kazançla sabit fiyatla talep toplama yöntemi izlemiş; en düşük performans ise %4,78 oranı ile fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde gerçekleşmiştir. Üçüncü ay ortalamasına bakıldığında, borsada satış yönteminin önemli bir fark oluşturduğu ve %28,85'lik bir getiri sağladığı görülmektedir. Diğer yöntemlerle belirlenen fiyatlar sonucu oluşan kazançlar ise birbirine yakın olmuştur (Sabit Fiyatla Talep Top.= %4,67, Fiyat Aralığı ile Talep Top.= %5,08). Son olarak altıncı ay performanslarına göre, yine borsada satış yöntemi ile fiyat belirlenmesi sonucu oluşan getiri oranlarının (%22,83) daha fazla olduğu, bu oranı %9,49'luk getiri ile fiyat aralığı ile talep toplama yönteminin izlediği, sabit fiyatla talebi belirlen hisselerin ise %6,27'lik bir piyasa üzeri getiri sağladığı görülmektedir. Sonuç olarak; borsada satış yöntemi ile halka arz olunan şirketlerin tüm dönemlerde, diğer şirketlere oranla daha yüksek getiri elde ettiği yani düşük fiyatlandırmanın daha fazla yapıldığı görülmektedir. Birinci hafta, üçüncü ay ve altıncı ay ortalamalarına bakıldığında aradaki makasın daha da açıldığı, şirketlerin performanslarının arttığı görülmektedir. Borsada satış yöntemini, sabit fiyatla talep toplama yöntemine göre daha fazla getiri sağlayan fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi izlemektedir. Sadece birinci hafta ve birinci ayda sabit fiyatla talep toplama yöntemi, fiyat aralığı ile talep toplama yöntemine oranla daha fazla getiri sağlamıştır.

Literatürdeki çalışmalarda ise şu sonuçlara ulaşılmıştır: Loughran, Ritter ve Rydqvist (1994), sabit fiyatla talep toplama yönteminde düşük fiyatlandırmanın diğer yöntemlere göre daha yüksek boyutta görüldüğünü ileri sürmüşlerdir. Benzer şekilde Sherman (2000), sabit fiyatla talep toplama yönteminin tamamıyla fiyat aralığı yöntemi

kullanılmış bir halka arza kıyasla daha yüksek bir düşük fiyatlamaya sebep olduğunu ifade etmiştir. Ünlü ve Ersoy'un (2008) çalışmasında 1995- 2008 yılları arasında BİST'te yapılan halka arzlarda sabit fiyatla talep toplama yöntemi kullanan şirketlerde düşük fiyatlamasının daha yüksek olduğu gösterilmiştir. Söz konusu çalışmada sabit fiyatla talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama yöntemleri için bulunan ilk gün düşük fiyatlama ortalaması sırasıyla %7,2 ve %2,2 olarak hesaplanmıştır. Küçükkocaoğlu'nun (2008) çalışmasında ise, 1993-2005 yılları arasında kullanılan 3 farklı halka arz yöntemi (fiyat teklifi alma, sabit fiyat ve borsada satış yöntemleri) karşılaştırılmış ve 3 yöntem için sırasıyla %11,47, %7,01 ve %15,68 oranlarında ilk gün düşük fiyatlaması tespit edilmiştir.

Daha öncede ifade edildiği üzere; sadece grafik sonuçlarına bakarak, talep toplama yöntemlerine göre elde edilen ortalama anormal getiriler arasında farklılık oluşmaktadır demek hatalı olacaktır. Hipotezleri test etmek ve ortalama getiriler arasında oluşan farklılığın istatistiki olarak anlamlı olup olmadığını görebilmek için Tek Yönlü Varyans Analizi yapılmıştır. Tablo-10, ANOVA test sonucunu göstermektedir.

Tablo 10: Anova Testi Sonucu

		Kareler Toplamı	Df	Ortalama Kare	F	Anlamlılı k
İlk gün anormal getiri	Gruplar arası	401,257	2	200,628	,811	,448
	Gruplar içi	21776,327	88	247,458		
	Toplam	22177,584	90			
İlk hafta anormal getiri	Gruplar arası	2816,338	2	1408,169	1,374	,258
	Gruplar içi	90181,046	88	1024,785		
	Toplam	92997,384	90			
İlk ay anormal getiri	Gruplar arası	1301,492	2	650,746	,580	,562
	Gruplar içi	98698,819	88	1121,577		
	Toplam	100000,311	90			
Üçüncü ay anormal getiri	Gruplar arası	8110,935	2	4055,468	1,423	,246
	Gruplar içi	250758,637	88	2849,530		
	Toplam	258869,572	90			
Altıncı ay anormal getiri	Gruplar arası	3610,444	2	1805,222	,438	,647
	Gruplar içi	362837,899	88	4123,158		
	Toplam	366448,344	90			

ANOVA testinde bulunan anlamlılık değeri (p), 0,05'ten büyük ise H0 hipotezi kabul edilirken, bulunan anlamlılık değeri 0,05'ten küçük ise H0 hipotezi reddedilir. Tablo-11'e bakıldığında tüm dönemlere ait anormal getirilerin anlamlılık değerinin 0,05'ten büyük olduğu, dolayısıyla H0 hipotezinin kabul edileceği sonucuna varılır. Grupların ortalamaları birbirine eşit çıkmıştır. Bu demektir ki, halka arzda kullanılan satış yöntemleri düşük fiyatlandırma açısından farklılık göstermemektedir. Yani düşük fiyatlandırma olgusu, halka arzda kullanılan satış yöntemlerine göre değişiklik göstermemektedir. Konuya teorik açıdan yaklaşıldığında; fiyat aralığı ile talep toplayan halka arzlarda sabit fiyatla talep toplayanlara göre çok daha etkin ve gerçekçi bir fiyatlandırmaya gidileceği düşünülmektedir. Etkin fiyatlandırmanın da halka arza olan talebi arttırıcı etki yaratması beklenen bir durumdur. Ancak Şekil-9'da her ne kadar satış yöntemlerine göre elde edilen getiriler arasında farklılık görünse de, bu iki yöntemin halka arza etkisi arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir fark yoktur ve grafikte görülen ortalama anormal getiriler arasındaki fark rastlantısal bir fark olarak karşımıza çıkmaktadır. Elde edilen bu bulgunun literatürdeki yapılmış bir çok çalışma ile uyuşmadığını görülmektedir.

4.5.3. Hisse Senedinin İlk Günlük Fiyatı ile Toplam İşlem Hacmi Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi

Hisse senedi fiyatları işlem hacimleri arasındaki ilişki gerek bireysel-kurumsal yatırımcılar, gerekse ulusal-uluslararası yatırımcılar açısından oldukça değerlidir ve birtakım varsayımların yapılabilmesine olanak sağlayarak yatırımcıların çeşitli durumlara karşı pozisyonlarını güçlendirmektedir¹⁴⁴. İşlem hacmi ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışan çalışmalar incelendiğinde; korelasyon analizi ve nedensellik, ko-entegrasyon, zaman serisi analizi yöntemlerinin kullanıldığı görülmektedir. Korelasyon analizi bunlar içinde ilk kullanılan yöntemlerden birisidir ve Granger ve Morgans (1963), Godfrey ve diğerleri (1964), Crouch (1970), Rogalski (1978), Epps (1975) ve Epps (1977) hem hacim ve fiyat değişimleri hem de hacim ve fiyat değişimlerinin mutlak değeri arasındaki ilişkiyi korelasyon katsayılarını elde ederek incelemişlerdir¹⁴⁵.

¹⁴⁴ Koray Kayalıdere, Hüseyin Aktaş, " İMKB'de Fiyat-Hacim İlişkisi - Asimetrik Etkileşim", **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, c.16, s.2 (2009): 55.

¹⁴⁵ **age**, 51.

Bu bölümde, araştırmanın amacı kısmında da belirtildiği üzere hisse senedinin borsada işlem gördüğü ilk günlük fiyatı ile toplam işlem hacmi arasında bir ilişki olup olmadığı, ilişki varsa bu ilişkinin yönünün ve derecesinin ne olduğu tespit edilmeye çalışılacaktır.

Hisse senedinin fiyatı ile işlem hacmi arasındaki ilişkiyi ölçmek için hangi yöntemin kullanılacağını tespit etmek amacıyla ilk olarak verilerin normal dağılıma uyup uymadığı tespit edilmiştir. Bunu belirleyebilmek için SPSS 20 paket programı kullanılarak normallik testi yapılmıştır. Bu testin sonucu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 11: Tek Örneklem Kolmogorov-Smirnov Testi Sonucu

		Kapanış fiyatı	Toplam işlem hacmi
N		97	97
Normal Parameters ^{a,b}	Ortalama	5,2848	84943817,61
	Std. Sapma	6,63621	223930075,5
	Absolute	,259	,353
Most Extreme Differences	Pozitif	,251	,329
	Negatif	-,259	-,353
Kolmogorov-Smirnov Z		2,548	3,472
Asymp. Sig. (2-tailed)		,000	,000

Tablodaki Assymp.Sig.(anlamlılık) satırındaki değer yani p değeri, 0.05 ile karşılaştırılır. Normallik testlerinde bulunan p değeri, 0.05'ten büyük ise veriler normal dağılıma sahiptir; p değeri, 0.05'ten küçük ise veriler normal dağılmamaktadır. İlk gün getirileri için uygulanan Kolmogorov Smirnov testinde p değeri 0.000 bulunmuştur. Bu durumda p değeri, 0.05'ten küçük olduğundan 97 şirkete ait ilk gün kapanış fiyatı ve toplam işlem hacmi verileri, normal dağılıma sahip değildir. Bu durumda, verilerin analiz edilmesi aşamasında parametrik olmayan veriler arasındaki ilişkiyi tespit edebilmek amacıyla Korelasyon yöntemi kullanılacaktır. Yöntemin uygulanması sonucunda elde edilen tablo aşağıda yer almaktadır.

Tablo 12: Hisse Senedinin İlk Günkü Fiyatı İle Toplam İşlem Hacmi Arasındaki İlişkinin Belirlenmesine Yönelik Korelasyon Analizi Sonucu

Korelasyon		İşlem Hacmi	Kapanış Fiyatı
	Korelasyon Katsayısı	1,000	,493**
İşlem Hacmi	Sig. (2-tailed) (anlamlılık)	.	,000
Spearman's	Veri Sayısı	97	97
rho	Korelasyon Katsayısı	,493**	1,000
Kapanış Fiyatı	Sig. (2-tailed) (anlamlılık)	,000	.
	Veri Sayısı	97	97

Tablodan elde edilen veriler yorumlandığında şu sonuçlara ulaşılır: Veriler normal dağılıma uymadığı için Spearman Korelasyon katsayısına bakılmıştır. Spearman's rho=.493, p=000, olduğu için (parametrik olmayan korelasyon katsayısı rho ile gösterilir.) hisse senedi fiyatı ile işlem hacmi arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki vardır. Ancak bu ilişki pozitif yönlü zayıf bir ilişkidir. Bunun anlamı ise, hisse senedinin fiyatı arttıkça işlem hacminin de artacağıdır. Bu sonuçtan, düşük fiyatlandırmanın işlem hacmini doğru orantılı olarak etkilediği yorumu çıkarılabilir. Başka bir ifadeyle, düşük fiyatlandırma düzeyi arttıkça yatırımcıların hisse senetlerinin ikincil piyasasına olan taleplerinin artacağını, bu ilginin de işlem hacminde bir artış meydana getireceğini söyleyebiliriz.

Literatürde konu ile ilgili yapılmış olan çalışmalara bakıldığında, Anderson'un (1996) New York borsasında günlük verileri kullanarak yaptığı çalışmasında getiri oynaklığı ile işlem hacmi arasında pozitif bir ilişkinin varlığını tespit ettiği görülmektedir. Benzer şekilde; Chen, Firth, and Rui (2001) New York, Tokyo, London, Paris, Toronto, Milan, Zurich, Amsterdam, and Hong Kong olmak üzere 9 ülke borsalarında yaptıkları çalışmalarında hisse getirileri ile işlem hacmi arasında pozitif bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir. Gökçe (2002), günlük endeks değerleriyle işlem hacmi değerlerini kullanarak yaptığı çalışmasında, fiyat değişimlerinin işlem hacmindeki değişikliklerin Granger nedeni olduğu, dolayısıyla ilişkinin yönünün fiyattan işlem hacmine doğru olduğu sonucuna varmıştır.

Sonuç olarak, çalışma neticesinde elde edilen bu bulgu literatürde yapılmış olan pek çok çalışma ile örtüşmektedir.

5.SONUÇ

Şirketlerin ilk defa halka arz edilmesi, menkul kıymet piyasalarından sermaye bulmak isteyen firmaların ilk girişimlerini ifade eder. İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansı, finans literatüründe bir çok araştırmacının ilgi gösterdiği bir konu olup; pek çok piyasada inceleme konusu olmuştur. Yapılan araştırmalar incelendiğinde bu konuya ilişkin üç olgu üzerinde durulduğu görülmektedir. Bu olgular: düşük fiyatlandırma, kısa dönem performans ve uzun dönem performansdır. Hisse senetlerinin 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.

Şirketlerin birincil halka arzında kullanılacak satış yöntemine ilişkin verilecek karar da, başarılı bir halka arzın gerçekleştirilebilmesi için önem arz etmektedir. Nitekim, gerek ülkemizde gerekse dünya piyasalarında, tercih edilecek satış yöntemine göre hisse senedi ilk gün performanslarının farklılık göstereceğine ilişkin pek çok çalışma yapılmıştır. Her ne kadar araştırmacılar hangi yöntemin daha etkin olacağına dair ortak bir paydada buluşamamış olsalar da; genel kanı kullanılacak yöntemle göre elde edilecek ilk gün piyasa üzeri getirilerinin farklı olacağı yönündedir.

Piyasaya ulaşan bilginin özel veya genel nitelikli olmasına göre tüm endeks veya hisse senedi bazında fiyat-işlem hacmi arasında üç türlü etkiye sahip olacağı söylenmektedir. Bu etkilerden biri ise fiyat ve hacim arasında çift yönlü bir ilişki olup iki değişkenin birlikte hareket edeceği düşünülmektedir. Sermaye piyasalarına yönelik olarak yapılan çalışmalarda; sadece tek değişken olarak hisse fiyatına odaklanmak yerine, hisse fiyatı ve işlem hacmi değişkenleri arasındaki dinamik ilişki ele alınarak fiyat-hacim ilişkisine yönelik sonuçlar elde edilmiştir. Fiyat hacim arasındaki dinamik ilişkiyi belirlemek üzere yapılan çalışmaların çoğunda fiyat-

hacim arasında eş zamanlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Bu bağlamda yapılmış olan araştırmada amaç, 2006-2013 yılları arasında Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen halka arzlarda düşük fiyatlandırma olup olmadığının tespit edilmesi ve düşük fiyatlandırmanın halka arzda kullanılan satış yöntemine göre değişiklik gösterip göstermediğinin bulunmasıdır. Buna ek olarak bu araştırmada, halka arz fiyatı ile hisse senedinin fiyatı ve ilk günlük toplam işlem hacmi arasında ilişki olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde halka arz kavramı ele alınmış, halka arz türleri, halka arzın işletmeler açısından önemi, halka arz yöntemleri, halka arzda kullanılan satış yöntemleri, halka arzda aracılık faaliyetleri ve halka arza aracılık türleri hakkında teorik bilgi verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise, hisse senetlerinin ilk halka arzında fiyatlandırmanın nasıl olması gerektiğinden bahsedilmiş, ardından halka arz fiyatının belirlenmesinde etkili olan temel faktörler ele alınmış ve düşük fiyatlandırma olgusu açıklanmaya çalışılmıştır. Düşük fiyatlandırma olgusunun finansal piyasalar açısından önemi ve çalışmanın asıl amacını oluşturması gereği, düşük fiyatlandırma hipotezleri incelenmiş ve literatürde yer alan düşük fiyatlandırma çalışmalarına yer verilmiştir. Son olarak da araştırmanın diğer bir konusunu oluşturan hisse senedi fiyatı ile işlem hacmi arasındaki ilişki ele alınmış ve konu ile ilgili literatürde yapılmış çalışmalara değinilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise 2006-2013 yılları arasında halka arzı gerçekleştirilen 99 şirketten, halka arz verilerine ulaşılabilen 97 şirketin kısa, orta ve uzun dönem fiyat performansları incelenmiş ve ilgili yıllarda ülkemizde düşük fiyatlandırmanın yapıp yapılmadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Sonuç olarak, kısa dönemde hisse senedi performanslarının yüksek olduğu, tüm yıllarda ortalama %7,51 ilk gün anormal getiri ve %14,10 ilk hafta anormal getiri elde edildiği görülmüştür. Tüm yılların birinci ay ortalama anormal getirileri hesaplandığında, oranın %9,85 olduğu görülmüş ve orta dönemde de düşük fiyatlandırmanın varlığını koruduğu sonucuna ulaşılmıştır. Üçüncü ve altıncı ay verilerinin baz alındığı uzun dönemde de anormal getirilerin ortalamaları sırasıyla %9,57 ve %11,93 olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu verilerden yola çıkarak, tüm dönemlerde yatırımcıların piyasa üzeri getiri sağladığı ve ulaşılan bu sonucun benzer

Çalışmalarda elde edilen sonuçlarla örtüştüğünü söyleyebilmek mümkündür. Her ne kadar dünya piyasalarında oluşan düşük fiyatlandırma oranları çok daha yüksek rakamlara ulaşmış olsa da, ilgili yıllarda ülkemiz borsasında da düşük fiyatlandırma yapıldığı kanıtlanmıştır.

Üçüncü bölümde ayrıca, sabit fiyatla talep toplayan 39 şirketin, fiyat aralığıyla talep toplayan 33 şirketin ve borsada satış yöntemi ile halka arz olunan 19 şirketin ilk gün, ilk hafta, birinci, üçüncü ve altıncı ay ortalama anormal getirilerinden yararlanılarak, halka arzda kullanılan satış yöntemlerine göre oluşan düşük fiyatlandırma oranlarında farklılık söz konusu olup olmadığı analiz edilmiştir. Sonuç olarak; borsada satış yöntemi ile halka arz olunan şirketlerin tüm dönemlerde, diğer şirketlere oranla daha yüksek getiri elde ettiği yani düşük fiyatlandırmanın daha fazla yapıldığı görülmektedir. Borsada satış yöntemini, sabit fiyatla talep toplama yöntemine göre daha fazla getiri sağlayan fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi izlemektedir. Ancak hipotezleri test etmek ve ortalama getiriler arasında oluşan farklılığın istatistiki olarak anlamlı olup olmadığını görebilmek için Tek Yönlü Varyans Analizi yapılmıştır. Anova testi sonucunda halka arzda kullanılan satış yöntemlerinin halka arza etkisi arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir fark olmadığı ve her bir yöntem sonucunda oluşan ortalama anormal getiriler arasındaki farkın rastlantısal bir fark olarak karşımıza çıktığı görülmüştür. Elde edilen bu bulgunun literatürdeki yapılmış bir çok çalışma ile uyuşmadığını, konu ile ilgili yapılmış pek çok çalışmada yöntemlerin birbirine göre üstünlük gösterdiği sonucuna ulaşıldığını söylemek mümkündür. Başka bir ifadeyle, farklı zamanlarda uluslararası alanda ve Türkiye’de yapılan çalışmaların birçoğunda halka arzda kullanılan satış yöntemlerinin farklı oranlarda düşük fiyatlandırmaya neden olduğu tespit edilmiştir. Bu sebeple yapılan bu araştırmada, araştırmaya konu olan şirket sayısının artırılması ve araştırmanın kapsamının genişletilmesi ile literatüre katkı sağlanabilmesi mümkün olacaktır.

Araştırmada son olarak, hisse senetlerinin ilk günlük fiyatları ile işlem hacmi arasında bir ilişki olup olmadığını tespit etmek amacıyla, ilgili değişkenler arasında Korelasyon Analizi yapılmıştır. Bu analizin sonucunda değişkenler arasında pozitif yönlü zayıf bir ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen bu bulgunun literatürdeki çalışmalar ile örtüştüğü, benzer şekilde hisse senedi ile işlem hacmi arasındaki

ilişkiyi tespit etmeye yönelik diğer çalışmalarda da pozitif yönlü ilişkinin tespit edildiği görülmektedir.

KAYNAKÇA

Akbulak, Sevinç. **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, Sevinç, Yavuz Akbulak. **Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**. İstanbul: Beta, 2004.

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

Altunışık Remzi ve diğ. **Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri SPSS Uygulamalı**. 6. bs. Sakarya: Sakarya Yayıncılık, 2010.

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

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

Arosio, Roberto, Giancarlo Giudici and Stefano Paleari. " Underpricing and Money "Left on the Table" in Italian IPOs". Working Paper. **Politecnico di Milano - Dipartimento di Economia e Produzione**, 2000 (Aktaran: Küçükkocaoğlu, Güray, Ayşegül Alagöz. " İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi". Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi. c. 24. s. 2 (2009): 65-86.

Aydın, Nurhan. **Finansal Yönetim**. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, 2004.

<http://books.google.com.tr/books?id=0MGKO88fqIkC&printsec=frontcover&dq=inauthor:%22Nurhan+Ayd%C4%B1n%22&hl=tr&sa=X&ei=2vQmVP TLOMTm7gaWwICgCA&ved=0CB0Q6wEwAA#v=onepage&q&f=false> [30.01.2014].

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

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

Başpınar, Ahmet. "Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri". Doktora Tezi. Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008.

- Bayrakdaroglu, Ali, Şaban Nazlıoğlu. "Hisse Senedi Fiyat-Hacim İlişkisi: 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.
- Borsa İstanbul. Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme. http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf [17.01.2014].
- Bulut, Halil İ., Fikret Çankaya, Bünyamin Er. "Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı Ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İmkb Örneği". **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. c. 11. s. 1. (2009): 101-120.
- Cihangir, Mehmet, Elif İlkut Kandil. "Türkiye’de Borsaya Yeni Kote İşletmelerin Halka İlk Arzda Uyguladıkları Düşük Fiyatlandırma Olgusunun Test Edilmesi ve Nedenleri Üzerine Bir Değerlendirme (01.01.2003 - 30.06.2008 Dönemi)". <http://www.mufad.org/journal/attachments/article/185/13.pdf> [04.20.2014].
- Çavuşoğlu, Seda. "Halka Arzların Başarısızlık Sebepleri: Coca-Cola İçecek Örnek Olay İncelemesi". Yüksek Lisans Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008.
- Daştan, Duygu. "Halka Arzlarda Fiyatlandırma: 2004- 2007 İMKB Örneği". Yüksek Lisans Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008.
- Demir, Yusuf, Tahsin Akçakanat, Ahmet Songur. "Yatırımcıların Psikolojik Eğilimleri ve Yatırım Davranışları Arasındaki İlişki: İMKB Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama", **Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, c. 10, s.1 (2011): 117-145.
- Denning, Karen C. , Stephen P. Ferris, Glenn Wolfe. " IPO underpricing, Firm Quality and Subsequent Reissuance Activity". **The Journal of Small Business Finance**. s. 2(1) (1992): 71-86.
- Durukan, M.Banu. "The Relationship between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of the Istanbul Stock Exchange". **Managerial Finance** (2002): 18-38.
- Düzakın, Hatice Gereklioğlu. "İMKB’de Halka İlk Arzdan Sonra Hisse Senetlerinin Performansının Ölçümü ve Düşük Fiyatlandırmayla İlgili Yaklaşımlarının Firmalar ve Bunlara Aracılık Eden Kurumlar Açısından Değerlendirilmesi". Doktora Tezi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998. (Aktaran: Sağlam, Gökçe Yıldız. "Halka Arzda Düşük Fiyatlandırmaya Aracılık Türü, Arz Yılı ve Aracı Kurum Etkileri: İMKB’de Bir İnceleme". Yüksek Lisans Tezi. Osmangazi Üniversitesi, 2007.

- Elmas, Bekir, M. Sinan Temurlenk. "Hisse Senedi Fiyatı-İşlem Hacmi Arasındaki Granger Nedensellik: İMKB’de Hisse Bazlı Bir Analiz". **IMKB Dergisi**. c. 11. s. 43 (2008): 1-16.
- Gajewski, Jean Francois, Carole Gresse. “A Survey of the European IPO Market”. **ECMI Paper**. s. 2 (2006). (Aktaran: Uzun, Erkin. "Aftermarket Performances Of Book Building And Fixed Price Offerings On The Istanbul Stock Exchange , the ISE review". Istanbul Stock Exchange. c. 11. s. 43 (2009): 55-76.
- Gökçe, Atilla. “İMKB’de Fiyat-Hacim İlişkisi: Granger Nedensellik Testi”. **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**. s. 3 (2002): 8-43.
- Göktürk, Kürşat. **Sermaye Piyasası Hukuku**. Eskişehir: TC. Anadolu Üniversitesi Yayını, 2013.
http://eogrenme.anadolu.edu.tr/_layouts/eLrnPoint/AofElrnPortal/GetEbook.aspx?c=HUK114U&s=1 [12.01.2014].
- Güler, Hüseyin. “Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi”. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2010.
- Güzelhan, Hayal, Mediha Ayar. "İlk Halka Arzlarda Hisse Senedi Performansı". **İşletme Finans Dergisi**. s. 68-69 (2001): 51-59.
- Halka Açılma. **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-10**. Ankara. 2007.
<http://www.tml.web.tr/download/halka-acilma.pdf> [30.01.2014].
- "Halka Arzda Başarılı Olmanın Yolları". Deloitte. 2008.
http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/DenetcininNotDefteri/Turkey-tr_fas_HalkaArz_140708.pdf [05.05.2014].
- "İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (Seri II No:5.1)". **Resmi Gazete**, 28685, Haziran 2013.
- Jakobsen, Jan , Ole Sørensen, " Decomposing and Testing Long-term Returns: An Application on Danish IPOs.". **European Financial Management**, s. 7. n. 3. (2001): 393-417.
- Kara, Mustafa Sencer. "Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması". Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.
- Karatepe, Yalçın ve diğ. “Türkiye’de Birincil Halka Arz Uygulamalarının Analizi”. İktisat İşletme Finans, 2002.
- Karpoff, Jonathan M. “The Relation between Price Changes and Trading Volume: A Survey”. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. vol. 22. no. 1 (1987): 109-126. (Aktaran: Umutlu, Göknur. " İşlem Hacmi Ve Fiyat Değişimleri Arasındaki Nedensellik Ve Dinamik İlişkiler: İmkb’de Bir Ampirik İnceleme". Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. c. 10. s. 1. (2008): 231-232).

- Kayalıdere, Koray, Hüseyin Aktaş. "İMKB’de Fiyat-Hacim İlişkisi - Asimetrik Etkileşim". **Celal Bayar Üniversitesi İİBF. Yönetim ve Ekonomi Dergisi**. c. 16. s. 2. (2009): 49-62.
- Kıyılar, Murat. "Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi -Test Edilmesi". **Sermaye Piyasası Kurulu**. Yayın No:86. Ankara, 1997.
- Kıymaz, Halil. "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.
- Knopf, John D., John L.Teall. "The IPO Effect and Measurement of Risk". **Journal of Financial and Strategic Decisions**,. c. 12. s. 2. (1999) :51-58.
- Kurtaran, Ahmet. "İlk Halka Arzlardaki Düşük Fiyatlandırmanın İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Değerlendirilmesi". **İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**. c..22. s. 1. (2008).
- Kurtaran, Ayten Turan. " Türkiye’deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri İle Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi". **International Journal of Economic and Administrative Studies**. y. 6. n. 11. (2013): 185-209.
- Küçükkocaoğlu, Güray, Ayşegül Alagöz. "Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme". **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**. c. 8. s. 2. (2006): 1-19.
- Küçükkocaoğlu, Güray. Sermaye Sistemi- Bedelli, Bedelsiz ve Temettü Dağıtımında Hisse Senedi Fiyatlaması Ders Notları. Ankara: Başkent Üniversitesi.
- _____. "Underpricing in Turkey: A Comparison of the IPO Methods". **International Research Journal of Finance and Economics**. ISSN 1450-2887. Issue 13. (2008): 162-182.
- Loughran, Tim, Jay R. Ritter and Kristian Rydqvist. "Initial Public Offerings: International Insights". **Pacific-Basin Finance Journal**. vol. 2. issue 2-3. (1994): 165-199.
- Ljungqvist, Alexander P., Felicia C. Marston, and William J. Wilhelm 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).
- Ljungqvist, Alexander P., Tim Jenkinson, William J. Wilhelm 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 [15.05.2014].

Menemencioğlu, Hakan. "İMKB'de halka arz edilen hisse senetlerinde düşük fiyatlama olgusu ve sene/sektör bazında uygulama". Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2003. (Aktaran: Sağlam, Gökçe Yıldız. "Halka Arzda Düşük Fiyatlandırmaya Aracılık Türü, Arz Yılı ve Aracı Kurum Etkileri: İMKB'de Bir İnceleme". Yüksek Lisans Tezi. Osmangazi Üniversitesi, 2007).

Muhasebetürk. Halka Arz Etmek ve Borsada İşlem Görmek, 2008. <http://muhasebeturk.org/borsahakkinda-bilgiler-tiklayiniz-/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme.html> [10.01.2014].

Özboyacı, Mustafa. " Halka Arzın Şirketlerin Performansı Üzerine Etkisi ve İMKB'de Bir Uygulama". Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010.

Özer, Bengi. "Price Performance Of Initial Public Offerings In Turkey". **Sermaye Piyasası Kurumu Yayını**. Yayın No: 128. (Ankara:1999). (Aktaran: Ünlü, Ulaş, Ersan Ersoy. "İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995- 2008 İMKB Örneği". Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. c. 23. s. 2. (2008): 243-258.

Pandey, Ajay. " **Initial Returns, Long Run Performance and Characteristics of Issuers: Differences in Indian IPOs Following Fixed Price and Book Building Processes**". (2004) : 19-20. <http://iimahd.ernet.in/assets/snippets/workingpaperpdf/2005-01-07ajay.pdf> [20.05.2014].

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

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

Savaşkan, Ozan. "Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı". **SPK Yeterlilik Etüdü**. Ankara:2005. <http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=381&ct=f&action=displayfile> [25.04.2014]

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

Sağlam, G. Yıldız, Arzum Erken Çelik. " 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 (2011): 289-303.

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

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

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

Tanör, Reha. **Halka Arz**. İstanbul: Beta, 2000.

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

Tekinalp, Ünal. **Sermaye Piyasası Hukuku'nun Esasları**. İstanbul: 1982. (Aktaran: Aydoğdu, Tolga. Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008.

Tsang, Koon-Sang. " 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> [20.06.2014].

Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu. **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2**. Ankara, 2012.
<http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/14264/halkaarz.pdf> [01.17.2014].

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

TÜYİD Yatırımcı İlişkileri Derneği. MKK. **Borsa Trendleri Raporu**. s. 7 (Ocak-Aralık 2013): 17. https://www.mkk.com.tr/wps/wcm/connect/3dca7533-e850-45f4-8796-8d35aefdf632/BIST_Trendleri_Raporu_VII.pdf?MOD=AJPERES [02.02.2014].

Umutlu, Göknur. " İşlem Hacmi Ve Fiyat Değişimleri Arasındaki Nedensellik Ve Dinamik İlişkiler: İmkb'de Bir Ampirik İnceleme". **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. c. 10 s. 1. (2008): 231-246.

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

Uzun, Erkin. " 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. Kürşat. " 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, Ulaş, Ersan Ersoy. "İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995- 2008 İMKB Örneği". **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. c. 23. s. 2. (2008):243-258.

Yalçın, Kürşat. "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.

Yıldız, Şükrü. **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 [20.03.2014].

Yücel, Alper. "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).

EKLER

EK-1 2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Olan Şirketlere Ait Halka Arz Olma Bilgileri ve İlk Günkü Verileri

Şirket Ünvanı	Halka Arz Şekli	Halka Arz Fiyatı	Satış Yöntemi	Halka Arz Yılı	Halka Arz Tarihi	Borsa'da İşlem Görme Tarihi	Açılış Fiyatı	Kapanış Fiyatı	Toplam İşlem hacmi	İlk gün endeks getirisi	Bir önceki gün endeks getirisi	Hisse S. Ham Getirisi	Endeks Getirileri	Anormal Getiriler
Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	4,00	Sabit Fiyatla Talep Top.	2006	02-03.02.2006	10.02.2006	4,40	4,84	72.415.831,62	44.772,93	44.117,47	21,00	1,49	19,51
Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	3,5	Sabit Fiyatla Talep Top.	2006	02-03.02.2006	10.02.2006	3,86	4,26	636.499,10	44.772,93	44.117,47	21,71	1,49	20,23
Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	3,20	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2006	11-12.04.2006	21.04.2006	3,22	3,20	76.640.334,68	45.075,89	43.872,79	0,00	2,74	-2,74
Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	5,35	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2006	19-21.04.2006	26.04.2006	5,90	6,50	167.295.391,30	44.745,54	45.352,51	21,50	-1,34	22,83
Asya Katılım Bankası A.Ş.	Sermaye Artırımı, (Ek satış: Ortak Satışı)	3,50	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2006	03-05.05.2006	12.05.2006	3,86	4,26	4.594.446,14	41.970,80	43.713,19	21,71	-3,99	25,70
Coca-Cola İçecek A.Ş.	Ortak Satışı	7,25	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2006	03-05.05.2006	12.05.2006	7,35	8,05	293.657.014,15	41.970,80	43.713,19	11,03	-3,99	15,02
Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	Ortak Satışı	1,05	Borsada Satış	2006	17-18-22.05.2006	26.05.2006	1,04	1,04	441.706,10	38.593,47	36.730,24	-0,95	5,07	-6,03

Metro Menkul Kıymetler Y.O.	Ortak Satışı	1,05	Borsada Satış	2006	22-23.05.2006	02.06.2006	1,04	1,21	400.660,27	39.285,80	38.395,24	15,24	2,32	12,92
Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	1,08	Borsada Satış	2006	24-25-26.05.2006	02.06.2006	1,18	1,26	2.012.724,43	39.285,80	38.395,24	16,67	2,32	14,35
Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	3	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2006	08-09.06.2006	15.06.2006	2,78	2,80	3.561.919,08	33.627,40	32.899,74	-6,67	2,21	-8,88
Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	2,60	Borsada Satış	2006	19-20-21.06.2006	23.06.2006	2,70	2,64	32.348.528,60	33.132,30	34.228,99	1,54	-3,20	4,74
Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	1,00	Borsada Satış	2006	07-08.06.2006	26.06.2006	1,16	1,13	626.497,68	31.950,56	33.132,30	13,00	-3,57	16,57
Tacirler yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	1,00	Borsada Satış	2006	29-30.06-03.07.2006	10.07.2006	1,06	1,07	1.624.008,89	36.148,39	36.202,23	7,00	-0,15	7,15
Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	4,36	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2006	12-13.10.2006	20.10.2006	4,38	4,28	25.040.884,06	39.643,76	39.823,94	-1,83	-0,45	-1,38
Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	1,00	Borsada Satış	2006	29-30.11/01.12.2006	08.12.2006	1,00	0,99	1.159.709,81	39.320,47	39.857,75	-1,00	-1,35	0,35
TAV Havalimanları Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	10,30	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2007	15-16.02.2007	23.02.2007	11,00	11,00	337.492.658,25	43.591,72	43.829,12	16,77	-0,54	17,31
Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	1,1	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	2007	22-23.02.2007	02.03.2007	1,21	1,34	3.310.599,87	40.550,34	39.588,24	21,82	2,43	19,39
Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	1,10	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2007	25-26-27.04.2007	04.05.2007	1,13	1,06	2.160.488,50	44.818,05	45.077,67	-3,64	-0,58	-3,06
Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort.	Ortak Satışı	1,10	Borsada Satış	2007	16-17-18 Nisan 2007	04.05.2007	1,12	1,03	384.874,25	44.818,05	45.077,67	-6,36	-0,58	-5,79
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	Ortak Satışı	8,00	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2007	2-3-4 Mayıs 2007	10.05.2007	8,40	8,90	1.756.638.596,40	45.055,57	45.102,68	11,25	-0,10	11,35

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hk.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	2,80	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (2,40 YTL - 3,00 YTL)	2007	10-11 Mayıs 2007	18.05.2007	3,08	3,20	109.446.754,54	46.073,29	45.860,04	14,29	0,47	13,82
Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye artırımı	7,60	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (6,85 - 8,40 YTL)	2007	14-15.06.2007	22.06.2007	7,40	7,45	126.661.554,00	45.705,10	45.952,39	-1,97	-0,54	-1,44
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	4,10	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (3,60 YTL - 4,10 YTL)	2007	20-22.06.2007	29.06.2007	4,52	4,96	205.274.212,00	45.952,39	46.181,38	20,98	-0,50	21,47
Tekfen Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	5,70	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (4,70-5,80 YTL)	2007	14-16.11.2007	23.11.2007	6,20	6,00	348.590.185,80	52.331,29	52.199,33	5,26	0,25	5,01
Türk Telekomünikasyon A.Ş.	Ortak Satışı	4,60	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2008	7-8-9.05.2008	15.05.2008	4,60	4,62	840.531.018,56	42.624,17	42.522,74	0,43	0,24	0,20
Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	1,00	Borsa Birincil Piyasada Satış	2008	16-17-18.04.2008	15.05.2008	1,10	1,21	496.095,89	42.624,17	42.522,74	21,00	0,24	20,76
Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	Sermaye Artışı	2,86	Borsada Satış	2009	26-27-28.10.2009	06.11.2009	3,20	3,22	65.908.620,08	46.969,89	47.298,04	12,59	-0,69	13,28
Koza Altın İşletmeleri Aş	Ortak Satışı	36,80	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	3-4-5.02.2010	12.02.2010	33,25	34,75	308.090.163,00	51.063,82	51.381,04	-5,57	-0,62	-4,95
Tskb Gyo A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	1,05	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	01-02.04.2010	09.04.2010	2,32	2,30	13.945.545,80	59.185,30	58.412,05	119,05	1,32	117,72
Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	3,96	Borsada satış	2010	20-22.04.2010	27.04.2010	3,86	4,14	49.025.152,80	58.217,40	59.043,16	4,55	-1,40	5,94
Akfen Holding Aş	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	12,50	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	5-7.05.2010	14.05.2010	13,10	13,60	69.830.227,80	55.747,88	57.929,65	8,80	-3,77	12,57
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	4,90	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	13.14.05.2010	21.05.2010	4,90	4,76	24.728.405,04	54.111,60	54.449,88	-2,86	-0,62	-2,24

Mango Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	3,60	Borsada satış	2010	13-14-17.05.2010	24.05.2010	4,00	3,92	20.503.477,46	54.558,16	54.111,60	8,89	0,83	8,06
İhlas Gazetecilik A.Ş.	Ortak Satışı	1,65	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	03-04.06.2010	14.06.2010	1,69	1,90	69.920.630,85	55.688,81	55.131,63	15,15	1,01	14,14
Anel Elektrik Proje Taahhüt Ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	5,30	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	09-10-11.06.2010	16.06.2010	5,30	5,35	15.253.185,20	56.402,91	56.421,32	0,94	-0,03	0,98
Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Ortak Satışı	1,71	Borsada satış	2010	10-11-14.06.2010	21.06.2010	1,89	2,08	371.151,82	57.277,18	57.034,47	21,64	0,43	21,21
İdealist Gayrimenkul Y.O A.Ş.	Ortak Satışı	1,27	Borsada satış	2010	21-24.06.2010	01.07.2010	1,40	1,54	201.399,60	54.534,28	54.839,46	21,26	-0,56	21,82
Çemaş Döküm Sanayii A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	2,14	Borsada satış	2010	24-25-28.06.2010 (halka arz 25.06.2010 tarihinde tamamlanmıştır.)	02.07.2010	2,36	2,33	31.525.519,63	55.636,45	54.534,28	8,88	2,02	6,86
Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	1,00	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	01-02.07.2010	12.07.2010	1,02	1,00	20.434.552,86	57.569,84	57.150,90	0,00	0,73	-0,73
Ekiz Yağ Ve Sabun Sanayii A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	6,65	Borsada satış	2010	08-09-12-13.07.2010	20.07.2010	6,45	5,50	1.891.745,55	58.227,81	58.114,43	-17,29	0,20	-17,49
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Ortak Satışı	1,58	Borsada satış	2010	21-22.07.2010	29.07.2010	1,75	1,92	2.504.693,40	60.737,28	60.404,33	21,52	0,55	20,97
Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	1,42	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	16-17.09.2010	24.09.2010	1,39	1,38	17.287.830,06	64.241,48	64.192,60	-2,82	0,08	-2,89
Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	7,30	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	13-15.10.2010	21.10.2010	7,30	7,15	48.021.025,01	70.450,31	69.364,54	-2,05	1,57	-3,62
İhlas Yayın Holding A.Ş.	Ortak Satışı	1,30	sabit fiyatla ile talep toplama	2010	25-26.10.2010	05.11.2010	1,43	1,58	9.556.513,40	70.779,15	70.905,39	21,54	-0,18	21,72

Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	6,00	Sabit fiyatla ile talep toplama	2010	3-4-5.11.2010	11.11.2010	6,50	5,88	12.686.783,08	70.084,95	70.561,03	-2,00	-0,67	-1,33
Uyum Gıda Ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi Ve Ticaret Aş	Sermaye Artırımı	8,75	Sabit fiyatla ile talep toplama	2010	9-10.11.2010	22.11.2010	8,42	8,32	22.218.429,62	67.926,47	69.998,07	-4,91	-2,96	-1,95
Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	1,70	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	23-24.11.2010	02.12.2010	1,80	1,90	857.914.057,60	66.939,08	66.156,19	11,76	1,18	10,58
Do&Co Restaurants And Catering Ag	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	43,18	Tavan fiyat ile talep toplama	2010	25-26.11.2010	02.12.2010	47,60	49,20	56.168.307,70	66.939,08	66.156,19	13,94	1,18	12,76
Despec Bilgisayar Pazarlama Ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	7,15	sabit fiyatla talep toplama	2010	25-26.11.2010	08.12.2010	7,16	7,26	20.771.596,70	67.704,61	67.873,47	1,54	-0,25	1,79
Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	4,25	Borsada satış	2011	07-10.01.2011	17.01.2011	4,68	5,15	7.412.388,39	66.831,36	67.879,62	21,18	-1,54	22,72
Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda San. Ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	6,10	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	20-21.01.2011	27.01.2011	6,72	7,40	249.706.718,22	65.038,59	65.960,95	21,31	-1,40	22,71
Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri Ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	Sermaye Artırımı	4,13	Borsada satış	2011	25-26.01.2011	01.02.2011	4,55	4,71	65.582.759,95	64.822,62	63.278,07	14,04	2,44	11,60
Bizim Toptan Satış Mağazaları Aş	Ortak satışı	25,00	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	27-28.01.2011	03.02.2011	27,50	26,70	373.342.411,30	63.727,95	63.727,95	6,80	0,00	6,80
Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	3,86	Borsada satış	2011	11.02.2011 ve 14.02.2011	24.02.2011	3,47	3,36	2.265.368,69	60.760,82	63.131,68	-12,95	-3,76	-9,20
Bimeks Bilgi İşlem Ve Dış Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	4,50	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	07-08.04.2011	14.04.2011	4,95	4,53	144.970.292,07	67.959,50	68.203,43	0,67	-0,36	1,02
Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	6,10	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	13-14- 15.04.2011	20.04.2011	6,70	6,30	339.144.700,42	68.203,43	67.742,07	3,28	0,68	2,60
Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	2,28	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	05-06.05.2011	11.05.2011	2,28	2,21	51.088.592,23	65.643,34	67.259,99	-3,07	-2,40	-0,67

Yaprak Süt Ve Besi Çiftlikleri	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	6,00	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	9-10.05.2011	13.05.2011	6,00	6,58	10.245.952,84	64.585,22	66.535,13	9,67	-2,93	12,60
Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	2,70	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2011	9-10-11.05.2011	17.05.2011	2,65	2,66	6.919.792,97	65.385,38	65.417,92	-1,48	-0,05	-1,43
Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	3,30	Birincil Piyasada fiyat teklifi alma yöntemiyle satış	2011	16-17-18.05.2011	27.05.2011	3,20	3,42	11.731.557,34	62.407,42	63.755,35	3,64	-2,11	5,75
Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	2,42	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	2011	26-27.05.2011	01.06.2011	2,50	2,90	13.123.028,57	63.224,65	63.046,02	19,83	0,28	19,55
Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hiz. San. ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	7,18	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	2011	27-30-31.05.2011	02.06.2011	7,90	7,54	57.925.499,36	63.112,60	63.224,65	5,01	-0,18	5,19
Ataç İnşaat ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı	12,50	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	02-03.06.2011	08.06.2011	12,50	12,40	1.954.363,45	64.067,11	64.463,23	-0,80	-0,61	-0,19
Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	3,55	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	03-06-07.06.2011	09.06.2011	3,68	4,15	39.309.421,15	63.670,08	64.067,11	16,90	-0,62	17,52
Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı	3,20	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama	2011	16-17.06.2011	24.06.2011	5,52	3,87	34.715.750,98	62.072,64	61.589,91	20,94	0,78	20,15
Global Menkul Değerler A.Ş.	Sermaye Artırımı	1,65	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama	2011	22-23.06.2011	29.06.2011	1,76	1,75	34.040.389,40	63.002,88	62.819,08	6,06	0,29	5,77
Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	5,50	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	2011	14-18.07.2011	25.07.2011	5,50	5,70	14.217.363,42	61.047,65	59.802,32	3,64	2,08	1,55

Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	4,10	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama	2011	20-21.07.2011	28.07.2011	4,08	3,92	19.124.374,12	62.530,88	61.181,55	-4,39	2,21	-6,60
Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı	3,50	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	2011	21, 25,26.07.2011	01.08.2011	3,50	3,51	21.762.474,52	61.926,61	62.295,68	0,29	-0,59	0,88
Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	1,00	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama	2011	27-28-29.07.2011	15.08.2011	0,93	1,11	2.826.667,15	53.485,34	52.188,65	11,00	2,48	8,52
İnfo Yatırım A.Ş.	Ortak satışı	1,75	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	2011	30.09-04.10.2011	11.10.2011	1,93	1,87	8.779.243,18	58.664,09	58.327,63	6,86	0,58	6,28
Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	8	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	25-26-27.10.2011	03.11.2011	6,98	7,42	9.178.822,46	56.522,77	55.721,42	-4,26	1,44	-5,70
A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	2,50	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	2011	30.11.2011-01.12.2011	06.12.2011	2,50	2,50	14.194.241,80	54.679,11	55.195,81	0,00	-0,94	0,94
Gentra Lojistik A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	2,90	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	2011	30.11.2011-02.12.2011	05.12.2011	3,18	3,45	8.265.394,01	55.195,81	54.769,25	18,97	0,78	18,19
Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	2,50	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	16-18.05.2012	24.05.2012	2,58	2,58	178.053,54	54.916,61	55.734,34	3,20	-1,47	4,67
Taraf Gazetecilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	4,30	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	23-25.05.2012	31.05.2012	5,24	5,60	1.888.171,24	55.099,33	55.125,29	30,23	-0,05	30,28
Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	2,04	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	30-31.05.2012	07.06.2012	2,41	2,36	4.432.999,22	56.695,71	56.248,45	15,69	0,80	14,89

Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	2,30	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	21-22-25.06.2012	29.06.2012	2,07	2,13	619.042,75	62.543,49	60.822,57	-7,39	2,83	-10,22
Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	Sermaye Artırımı	3,56	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	28-29.06.2012	03.07.2012	3,60	3,61	786.921,22	62.721,31	61.951,16	1,40	1,24	0,16
Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	4,00	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	24-25-26/07/2012	03.08.2012	3,72	3,80	586.094,52	65.303,64	63.777,91	-5,00	2,39	-7,39
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	Ortak Satışı	7,75	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	23-24-30-31.07.2012	06.08.2012	7,52	7,58	1.111.954,82	65.576,79	65.303,64	-2,19	0,42	-2,61
Polisan Holding A.Ş.	Sermaye Artırımı	2,25	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	8-10.10.2012	15.10.2012	2,78	2,76	312.514,90	69.769,73	69.603,13	22,67	0,24	22,43
Ar Tarım Organik Gıda A.Ş.	Sermaye Artırımı	1,89	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	28-29-30/11/2012	05.12.2012	1,57	1,54	675.295,47	76.038,35	75.522,65	-18,52	0,68	-19,20
TGS Dış Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	5,60	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	30-31.05.2012	07.06.2012	5,60	5,50	2.449.519,52	56.695,71	56.248,45	-1,79	0,80	-2,58
Flap Kongre Toplantı Hizmetleri Otomotiv ve Turizm A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	4,90	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	21-22-25.06.2012	29.06.2012	5,00	5,70	7.876.490,34	62.543,49	60.822,57	16,33	2,83	13,50
Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	10,90	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	28-29.06.2012	03.07.2012	11,10	12,35	11.864.293,65	62.721,31	61.951,16	13,30	1,24	12,06

Karakaş Atlantis Kıymetli Madenler Kuyumculuk Telekomünikasyon Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	2,50	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	24-25-26/07/2012	03.08.2012	2,52	2,52	12.187.417,09	65.303,64	63.777,91	0,80	2,39	-1,59
Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	1,90	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	23-24-30-31.07.2012	06.08.2012	1,91	2,22	795.050,35	65.576,79	65.303,64	16,84	0,42	16,42
Atlantik Petrol Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı	4,50	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla T.T	2012	8-10.10.2012	15.10.2012	4,55	4,44	3.002.062,24	69.769,73	69.603,13	-1,33	0,24	-1,57
Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	4,00	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2012	28-29-30/11/2012	05.12.2012	4,02	4,02	159.474.154,19	76.038,35	75.522,65	0,50	0,68	-0,18
Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı	1,35	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2013	13-15.02.2013	22.02.2013	1,35	1,35	91.183.441,11	75.898,69	77.269,15	0,00	-1,77	1,77
Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	2,73	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2013	16-17.04.2013	24.04.2013	2,78	2,72	629.591,66	84.780,38	84.023,36	-0,37	0,90	-1,27
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	18,40	Fiyat aralığı ile talep toplama	2013	18-19.04.2013	26.04.2013	18,60	18,75	207.083.160,25	85.112,29	84.943,49	1,90	0,20	1,70
Royal Halı İplik Tekstil Mobilya San. Ve Tic. A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	4,45	Fiyat aralığı ile talep toplama	2013	24-26.04.2013	03.05.2013	4,43	4,45	15.658.515,65	89.093,70	88.669,73	0,00	0,48	-0,48
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı	5,00	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2013	13-14.05.2013	21.05.2013	5,00	5,04	19.129.122,69	91.190,82	91.190,82	0,80	0,00	0,80
Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	4,70	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2013	15-17/05/2013	23.05.2013	4,69	4,68	3.293.973,32	91.351,40	93.178,87	-0,43	-1,96	1,54
Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım ve Ticaret A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	2,60	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2013	30-31/05/2013	07.06.2013	2,43	2,54	302.692,07	78.332,59	75.895,26	-2,31	3,21	-5,52

EK-2 2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Olan Şirketlere Ait 1. Hafta ve 1. Ay Hisse Senedi Verileri

Şirket Ünvanı	Halka Arz Fiyatı	Satış Yöntemi	Halka Arz Yılı	1. Hafta Kapanı Ş Fiyatı	1. Ay Kapanı Ş Fiyatı	1.hafta endeks getirisi	1.hafta önceki gün endeks get	1.ay endeks getirisi	1.ay önceki gün endeks get	1. hafta h.s ham getirisi	1. hafta endeks getiriler i	1. hafta anormal getiriler	1.ay h.s ham getirisi	1.ay endeks getirileri	1. ay anormal getiriler
Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	4,00	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2006	4,8	5,2	46244	45361	42521,9	42863,4	20	1,947	18,053	30	-0,797	30,797
Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	3,5	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2006	5,35	5,4	46244	45361	42521,9	42863,4	52,857	1,947	50,911	54,29	-0,797	55,082
Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.	3,20	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2006	2,86	2,36	43880	43752	39643,7	40439,2	-10,63	0,293	-10,92	-26,25	-1,967	-24,28
Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	5,35	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2006	6,55	6,45	44648	44414	38593,5	36730,2	22,43	0,527	21,903	20,56	5,073	15,488
Asya Katılım Bankası A.Ş.	3,50	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2006	4,42	3,44	39644	40439	34330,3	34802,6	26,286	-1,967	28,253	-1,714	-1,357	-0,357
Coca-Cola İçecek A.Ş.	7,25	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2006	7,55	7,65	39644	40439	34330,3	34802,6	4,1379	-1,967	6,1052	5,517	-1,357	6,8742
Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	1,05	Borsada Satış	2006	1,11	0,99	39286	38395	31950,6	33132,3	5,7143	2,319	3,3948	-5,714	-3,567	-2,148
Metro Menkul Kıymetler Y.O.	1,05	Borsada Satış	2006	1,61	0,95	34803	35339	35453,3	34031,1	53,333	-1,517	54,85	-9,524	4,179	-13,7
Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,08	Borsada Satış	2006	1,23	1	34803	35339	35453,3	34031,1	13,889	-1,517	15,406	-7,407	4,179	-11,59
Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2006	2,29	1,82	33762	34601	33831,7	35010,5	-23,67	-2,426	-21,24	-39,33	-3,367	-35,97
Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	2,60	Borsada Satış	2006	2,56	2,09	34031	33207	34988,8	35311	-1,538	2,481	-4,02	-19,62	-0,913	-18,7

Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	Borsada Satış	2006	1,03	1,12	35456	35453	35984,5	35264,4	3	0,009	2,9911	12	2,042	9,9579
Tacirler yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	Borsada Satış	2006	1,01	0,94	32703	33832	37389,3	37563,3	1	-3,337	4,3365	-6	-0,463	-5,537
Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4,36	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2006	4,18	3,9	40683	40591	38346,6	38432,8	-4,128	0,227	-4,356	-10,55	-0,224	-10,33
Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	Borsada Satış	2006	1,07	1,04	40205	39595	37832,1	38435,2	7	1,539	5,4609	4	-1,569	5,5691
TAV Havalimanları Holding A.Ş.	10,30	Fiyat Aralığı ile Talep Top.	2007	10	10,6	40550	39588	43408,7	43239,8	-2,913	2,43	-5,343	2,913	0,391	2,5221
Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,1	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	2007	1,65	1,65	42056	41407	43542,2	43661,1	50	1,569	48,431	50	-0,272	50,272
Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,10	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2007	1,02	0,98	44821	45056	46111,1	46490,1	-7,273	-0,521	-6,752	-10,91	-0,815	-10,09
Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort.	1,10	Borsada Satış	2007	1,01	0,9	44821	45056	46111,1	46490,1	-8,182	-0,521	-7,661	-18,18	-0,815	-17,37
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	8,00	Fiyat Aralığı ile Talep Top.	2007	8,75	8,45	45860	45540	44332,4	44843,9	9,375	0,703	8,6715	5,625	-1,14	6,7654
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hk.	2,80	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (2,40 YTL - 3,00 YTL)	2007	2,9	2,76	46194	46237	46367,6	45971,8	3,5714	-0,093	3,664	-1,429	0,861	-2,29
Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	7,60	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (6,85 - 8,40 YTL)	2007	6,9	7,05	47094	46181	52935,8	53325,3	-9,211	1,975	-11,19	-7,237	-0,73	-6,506

Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	4,10	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (3,60 YTL - 4,10 YTL)	2007	4,92	5,1	49895	49850	51561,9	52512,4	20	0,091	19,909	24,39	-1,81	26,2
Tekfen Holding A.Ş.	5,70	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (4,70-5,80 YTL)	2007	6	5,95	54214	53181	53847,4	54223,6	5,2632	1,942	3,3214	4,386	-0,694	5,0798
Türk Telekomünikasyon A.Ş.	4,60	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2008	4,34	4,42	40752	41011	38295,7	38593,6	-5,652	-0,631	-5,021	-3,913	-0,772	-3,141
Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	Borsa Birincil Piyasada Satış	2008	2,02	1,04	40752	41011	38295,7	38593,6	102	-0,631	102,63	4	-0,772	4,7719
Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	2,86	Borsada Satış	2009	3,62	3,5	48442	48746	50102	49677,2	26,573	-0,624	27,197	22,38	0,855	21,523
Koza Altın İşletmeleri Aş	36,80	Fiyat aralığı ile talep top.	2010	36,8	34,75	53273	51749	52233	52376,6	-0,136	2,947	-3,082	-5,571	-0,274	-5,297
Tskb Gyo A.Ş.	1,05	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	2,33	2,24	58224	59055	52687	55763,6	121,9	-1,408	123,31	113,3	-5,517	118,85
Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	3,96	Borsada satış	2010	4,14	4,28	57341	58400	54498	54103,5	4,5455	-1,814	6,3591	8,081	0,729	7,3517
Akfen Holding Aş	12,50	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	13,6	12,5	54112	54450	55688,8	55131,6	8,8	-0,621	9,4213	0	1,011	-1,011
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	4,90	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	4,7	4,78	55234	54498	57277,2	57034,5	-4,082	1,35	-5,432	-2,449	0,426	-2,875
Mango Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	3,60	Borsada satış	2010	3,82	3,72	54385	55234	55915,7	55906,4	6,1111	-1,537	7,6477	3,333	0,017	3,3167
İhlas Gazetecilik A.Ş.	1,65	Fiyat aralığı ile talep top.	2010	3,86	2,84	57277	57034	58301,3	58278,7	133,94	0,426	133,51	72,12	0,039	72,082

Anel Elektrik Proje Taahhüt Ve Tic. A.Ş.	5,30	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	5,1	4,88	55906	57007	57729,4	57689,9	-3,774	-1,931	-1,843	-7,925	0,068	-7,993
Euro Yatırım Menkul Değerler AŞ	1,71	Borsada satış	2010	2,82	3,26	56433	55864	59494,7	58227,8	64,912	1,018	63,894	90,64	2,176	88,468
İdealist Gayrimenkul Y.O A.Ş.	1,27	Borsada satış	2010	2,49	2,11	57346	56799	59866,8	60737,3	96,063	0,963	95,1	66,14	-1,433	67,575
Çemaş Döküm Sanayii A.Ş.	2,14	Borsada satış	2010	2,16	1,98	57151	57346	59866,8	60737,3	0,9346	-0,34	1,2741	-7,477	-1,433	-6,043
Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	0,97	0,99	58114	57729	58383,7	58154,7	-3	0,667	-3,667	-1	0,394	-1,394
Ekiz Yağ Ve Sabun Sanayii A.Ş.	6,65	Borsada satış	2010	5,35	4,76	60329	59508	58749,9	58849,4	-19,55	1,38	-20,93	-28,42	-0,169	-28,25
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	1,58	Borsada satış	2010	1,17	1,13	59603	59881	59345,9	59058,1	-25,95	-0,463	-25,49	-28,48	0,487	-28,97
Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,42	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	1,27	1,22	65774	65551	71006,8	70450,3	-10,56	0,34	-10,9	-14,08	0,79	-14,87
Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	7,30	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	6,68	6,52	68760	69875	67926,5	69998,1	-8,493	-1,595	-6,898	-10,68	-2,96	-7,725
İhlas Yayın Holding A.Ş.	1,30	sabit fiyatla ile talep top.	2010	1,96	1,88	69553	70085	66860,2	66939,1	50,769	-0,759	51,528	44,62	-0,118	44,733
Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	6,00	Sabit fiyatla ile talep toplama	2010	5,28	5,78	69998	69553	64759	65913,9	-12	0,64	-12,64	-3,667	-1,752	-1,915
UYUM GIDA Ve İHTİYAÇ MADDELERİ SANAYİ Ve TİCARET AŞ	8,75	Sabit fiyatla ile talep toplama	2010	7,44	7,34	64072	66148	65440,2	64819,6	-14,97	-3,138	-11,83	-16,11	0,957	-17,07
Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,70	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	1,99	1,98	65914	67705	66004,5	66822,1	17,059	-2,645	19,704	16,47	-1,224	17,694

Do&Co Restaurants And Catering Ag	43,18	Tavan fiyat ile talep toplama	2010	59,8	61,5	65914	67705	66004,5	66822,1	38,374	-2,645	41,019	42,43	-1,224	43,651
Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	7,15	sabit fiyatla talep toplama	2010	7,16	8,12	65499	66510	68770,3	69311,2	0,1399	-1,519	1,6592	13,57	-0,78	14,347
Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	4,25	Borsada satış	2011	9,68	12,7	65202	65927	65973,2	65361,8	127,76	-1,101	128,87	198,8	0,935	197,89
Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda San. ve Tic. A.Ş.	6,10	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	6,86	6,2	63728	65307	61367,3	60760,8	12,459	-2,418	14,877	1,639	0,998	0,6411
Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	4,13	Borsada satış	2011	4,02	3,88	65254	64906	58709,3	61283,9	-2,663	0,537	-3,2	-6,053	-4,201	-1,852
Bizim Toptan Satış Mağazaları AŞ	25,00	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	27	25,3	64422	65570	60387	58664,2	8	-1,751	9,7509	1,2	2,937	-1,737
Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	3,86	Borsada satış	2011	3,51	3,35	60387	58664	64355,9	63719,6	-9,067	2,937	-12	-13,21	0,998	-14,21
Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş.	4,50	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	4,44	4,08	68566	68054	64585,2	66535,1	-1,333	0,752	-2,085	-9,333	-2,931	-6,403
Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	6,10	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	6,92	6,42	67793	68524	63298,6	63733,2	13,443	-1,068	14,51	5,246	-0,682	5,9278
Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,28	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	2,02	1,98	63733	65385	63700,3	63670,1	-11,4	-2,527	-8,877	-13,16	0,047	-13,21
Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri	6,00	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	6,34	6,24	63299	63733	63523,2	63700,3	5,6667	-0,682	6,3485	4	-0,278	4,278
Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,70	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2011	2,46	2,48	64561	63210	61716,7	61116,7	-8,889	2,138	-11,03	-8,148	0,982	-9,13

Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	3,30	Birincil Piyasada fiyat teklifi alma yöntemiyle satış	2011	3,45	3,83	62807	63113	61953,3	62072,6	4,5455	-0,484	5,0298	16,06	-0,192	16,253
Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,42	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	3,33	2,72	64067	64463	63264,5	63269,4	37,603	-0,614	38,218	12,4	-0,008	12,404
Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hiz. San. ve Tic. A.Ş.	7,18	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	7,18	7,32	63670	64067	63264,5	63269,4	0	-0,62	0,6197	1,95	-0,008	1,9576
Ataç İnşaat ve Sanayi A.Ş.	12,50	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	11,8	12,2	60939	62186	63596,2	64100,8	-5,6	-2,005	-3,595	-2,4	-0,787	-1,613
Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri A.Ş.	3,55	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	4,29	4,01	61117	60939	63596,2	64100,8	20,845	0,292	20,553	12,96	-0,787	13,745
Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	3,20	Birincil piyasada değişken fiyatla talep top.	2011	4,4	5,36	63265	63269	59802,3	60882,3	37,5	-0,008	37,508	67,5	-1,774	69,274
Global Menkul Değerler A.Ş.	1,65	Birincil piyasada değişken fiyatla talep top.	2011	1,71	1,42	63240	63866	60882,3	62530,9	3,6364	-0,98	4,6168	-13,94	-2,636	-11,3
Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	5,50	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	6,9	7,04	62531	61182	52967,7	53055,1	25,455	2,205	23,249	28	-0,165	28,165
Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş.	4,10	Birincil piyasada değişken fiyatla T.T	2011	3,32	2,63	61927	62296	53707,6	52967,7	-19,02	-0,592	-18,43	-35,85	1,397	-37,25
Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	3,50	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	2,81	3,67	52284	56266	53946,1	53707,6	-19,71	-7,077	-12,64	4,857	0,444	4,413

Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	Birincil piyasada değişken fiyatla talep top.	2011	1,32	1,42	53287	53062	57115,6	56121,9	32	0,425	31,575	42	1,771	40,229
İnfo Yatırım A.Ş.	1,75	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	2,35	3,5	58751	58442	56201,5	55540,7	34,286	0,527	33,758	100	1,19	98,81
Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	8	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	7,48	6,24	55541	56180	54769,3	53806,6	-3,484	-1,138	-2,345	-19,48	1,789	-21,27
A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	2,50	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	3,24	3,03	52552	52444	50182,5	51204,6	29,6	0,205	29,395	21,2	-1,996	23,196
Gentra Lojistik A.Ş.	2,90	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	3,34	3,44	52444	53835	51204,6	51532,6	15,172	-2,584	17,756	18,62	-0,636	19,257
Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,50	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2012	2,6	2,48	55099	55125	60451,4	60439,8	4	-0,047	4,0471	-0,8	0,019	-0,819
Taraf Gazetecilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4,30	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	6,42	6,34	56696	56248	62543,5	60822,6	49,302	0,795	48,507	47,44	2,829	44,612
Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,04	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2012	2,32	2,16	58365	58250	62780,6	61972,1	13,725	0,196	13,529	5,882	1,305	4,5778
Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	2,30	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	2,08	2,35	62781	61972	64372,8	63841	-9,565	1,305	-10,87	2,174	0,833	1,3409
Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	3,56	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla T.T.	2012	3,86	4,42	63124	62608	65303,6	63777,9	8,427	0,824	7,6031	24,16	2,392	21,765

Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi Ticaret A.Ş.	4,00	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2012	3,92	3,97	65126	64501	67208,2	67368	-2	0,969	-2,969	-0,75	-0,237	-0,513
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	7,75	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	7,52	7,7	65149	65126	67714,8	67559,5	-2,968	0,035	-3,003	-0,645	0,23	-0,875
Polisan Holding A.Ş.	2,25	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	2,71	2,54	71219	70774	71597,2	71325,6	20,444	0,629	19,815	12,89	0,381	12,508
Ar Tarım Organik Gıda A.Ş.	1,89	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2012	1,54	1,45	77404	76815	79564	80033,3	-18,52	0,768	-19,29	-23,28	-0,586	-22,69
TGS Dış Ticaret A.Ş.	5,60	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2012	6	6,42	58365	58250	62780,6	61972,1	7,1429	0,196	6,9468	14,64	1,305	13,338
Flap Kongre Toplantı Hizmetleri Otomotiv ve Turizm A.Ş.	4,90	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	6,24	7,64	62781	61972	64372,8	63841	27,347	1,305	26,042	55,92	0,833	55,085
Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.	10,90	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	11,4	11	63124	62608	65303,6	63777,9	4,1284	0,824	3,3046	0,917	2,392	-1,475
Karakaş Atlantis Kıymetli Madenler Kuyumculuk Telekomünikasyon Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,50	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	2,51	2,35	65126	64501	67208,2	67368	0,4	0,969	-0,569	-6	-0,237	-5,763

Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş.	1,90	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatlı Talep Top.	2012	2,77	1,51	65149	65126	67714,8	67559,5	45,789	0,035	45,754	-20,53	0,23	-20,76
Atlantik Petrol Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.	4,50	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatlı Talep Top.	2012	4,37	4,16	71219	70774	71597,2	71325,6	-2,889	0,629	-3,518	-7,556	0,381	-7,936
Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	4,00	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2012	4	3,94	77404	76815	79564	80033,3	0	0,768	-0,768	-1,5	-0,586	-0,914
Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,35	Sabit fiyatlı Borsa dışında talep top.	2013	1,32	1,31	79.867,54	79.333,67	82.452,04	82.373,94	-2,22	0,67	-2,90	-2,963	0,095	-3,058
Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,73	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2013	2,72	2,75	8.866,73	86.046,04	91.016,31	91.351,40	-0,37	-89,70	89,33	0,733	-0,367	1,0994
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	18,40	Fiyat aralığı ile talep top.	2013	18,5	23,1	89.093,70	88.669,73	91.016,31	91.351,40	0,27	0,48	-0,21	25,54	-0,367	25,91
Royal Halı İplik Tekstil Mobilya San. Ve Tic. A.Ş.	4,45	Fiyat aralığı ile talep top.	2013	4,37	4,1	89.568,89	89.931,15	76.983,66	85.990,01	-1,80	-0,40	-1,39	-7,865	-10,47	2,6085
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	5,00	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2013	5,72	4,89	89.916,41	90.546,75	73.101,76	73.101,76	14,40	-0,70	15,10	-2,2	0	-2,2
Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	4,70	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2013	4,56	4,37	87.170,23	87.174,54	73.101,76	73.461,89	-2,98	0,00	-2,97	-7,021	-0,49	-6,531
Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım ve Ticaret A.Ş.	2,60	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2013	2,55	2,38	80.011,09	76.488,60	73.111,83	75.409,63	-1,92	4,61	-6,53	-8,462	-3,047	-5,414

EK-3 2006-2013 Yılları Arasında Halka Arz Olan Şirketlere Ait 3. Ay ve 6. Ay Hisse Senedi Verileri

Şirket Ünvanı	Halka Arz Fiyatı	Satış Yöntemi	Halka Arz Yılı	3. Ay Kapanış Fiyatı	6. Ay Kapanış Fiyatı	3.ay endeks getirisi	3.ay önceki endeks getirisi	6.ay endeks getirisi	6.ay önceki gün endeks	3.ay h.s ham getirileri	3.ay endeks getirileri	3.ay anormal getiriler	6.ay h.s ham getirileri	6.ay endeks getirileri	6.ay anormal getiriler
Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	4,00	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2006	5,3	4,08	43598,99	44563,26	37389,25	37563,33	32,5	-2,164	34,66	2	-0,463	2,4634
Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	3,5	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2006	4,34	2,31	43598,99	44563,26	37389,25	37563,33	24	-2,164	26,16	-34	-0,463	-33,54
Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.	3,20	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2006	1,65	2,03	34988,8	35311,04	39643,76	39823,94	-48,44	-0,913	-47,52	-36,56	-0,452	-36,11
Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	5,35	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2006	5,8	4,9	35984,53	35264,4	40591,06	39643,76	8,4112	2,042	6,369	-8,411	2,39	-10,8
Asya Katılım Bankası A.Ş.	3,50	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2006	3,82	4,58	37418,11	37389,25	39627,18	39890,93	9,1429	0,077	9,066	30,86	-0,661	31,518
Coca-Cola İçecek A.Ş.	7,25	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2006	6,75	8,8	37418,11	37389,25	39627,18	39890,93	-6,897	0,077	-6,974	21,38	-0,661	22,04
Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	1,05	Borsada Satış	2006	0,78	0,81	36861,66	36651,38	37582,13	38077,05	-25,71	0,574	-26,29	-22,86	-1,3	-21,56
Metro Menkul Kıymetler Y.O.	1,05	Borsada Satış	2006	0,74	0,94	37414,94	37285,94	38196,52	38168,53	-29,52	0,346	-29,87	-10,48	0,073	-10,55
Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,08	Borsada Satış	2006	0,66	0,99	37414,94	37285,94	38196,52	38168,53	-38,89	0,346	-39,23	-8,333	0,073	-8,407
Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2006	1,85	2,03	38143,91	37478,65	40204,8	39595,38	-38,33	1,775	-40,11	-32,33	1,539	-33,87
Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	2,60	Borsada Satış	2006	1,91	1,74	36390,01	37790,82	39180,2	39082,95	-26,54	-3,707	-22,83	-33,08	0,249	-33,33

Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	Borsada Satış	2006	1,18	1,47	36432,37	36084,24	38766,55	38705,39	18	0,965	17,04	47	0,158	46,842
Tacirler yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	Borsada Satış	2006	0,92	0,77	37449,23	36885,89	36629,89	37083,09	-8	1,527	-9,527	-23	-1,222	-21,78
Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4,36	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2006	3,56	3,8	40201,14	40256,29	47355,82	46308,09	-18,35	-0,137	-18,21	-12,84	2,263	-15,11
Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	Borsada Satış	2006	1,05	1,04	41406,85	40406,51	44332,44	44843,86	5	2,476	2,524	4	-1,14	5,1404
TAV Havalimanları Holding A.Ş.	10,30	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2007	12,6	11,5	46424,71	46369,23	47388,6	46881,96	22,33	0,12	22,21	11,65	1,081	10,57
Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,1	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	2007	1,44	1,3	46490,14	47081,49	50198,6	48082,17	30,909	-1,256	32,17	18,18	4,402	13,78
Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,10	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2007	0,86	0,82	50716,44	51393,57	56855,06	57371,31	-21,82	-1,318	-20,5	-25,45	-0,9	-24,55
Merkez B Tipi Men.Kıy.Yat.Ort.	1,10	Borsada Satış	2007	0,84	0,99	50716,44	51393,57	56855,06	57371,31	-23,64	-1,318	-22,32	-10	-0,9	-9,1
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	8,00	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2007	8,2	9,2	49186,43	49974,83	53689,08	55160,75	2,5	-1,578	4,078	15	-2,668	17,668
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hk.	2,80	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (2,40 YTL - 3,00 YTL)	2007	2,5	2,5	46576,86	44473,3	54304,47	54743,01	-10,71	4,73	-15,44	-10,71	-0,801	-9,913
Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	7,60	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (6,85 - 8,40 YTL)	2007	7,45	7,9	53882,14	53543,06	53847,36	54223,58	-1,974	0,633	-2,607	3,947	-0,694	4,6412

Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	4,10	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (3,60 YTL - 4,10 YTL)	2007	5,35	6,25	54044,22	54390,2	55698,42	55233	30,488	-0,636	31,12	52,44	0,843	51,596
Tekfen Holding A.Ş.	5,70	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (4,70-5,80 YTL)	2007	6,4	7,6	45592,48	46446,64	39960,99	40752,45	12,281	-1,839	14,12	33,33	-1,942	35,275
Türk Telekomünikasyon A.Ş.	4,60	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2008	4,46	3,48	42194,42	41710,52	25425,26	25099,98	-3,043	1,16	-4,204	-24,35	1,296	-25,64
Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	Borsa Birincil Piyasada Satış	2008	0,75	0,92	42194,42	41710,52	25425,26	25099,98	-25	1,16	-26,16	-8	1,296	-9,296
Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	2,86	Borsada Satış	2009	3,9	3,62	51454,89	53463,88	55763,57	56441,12	36,364	-3,758	40,12	26,57	-1,2	27,774
Koza Altın İşletmeleri Aş	36,80	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	39,75	13,4	57976,46	56461,72	58383,71	58154,66	8,0163	2,683	5,334	-63,59	0,394	-63,98
Tskb Gyo A.Ş.	1,05	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	1,91	2,52	57150,9	57345,59	67217,24	66758,97	81,905	-0,34	82,24	140	0,686	139,31
Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	3,96	Borsada satış	2010	5,5	5	60328,94	59507,68	68588,51	7074673	38,889	1,38	37,51	26,26	-99,03	125,29
Akfen Holding Aş	12,50	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	11,5	13	58479,86	58383,71	69553,08	70084,95	-8	0,165	-8,165	4	-0,759	4,7589
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	4,90	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	4,56	5,12	58749,93	58849,39	67926,47	69998,07	-6,939	-0,169	-6,77	4,49	-2,96	7,4493
Mango Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	3,60	Borsada satış	2010	3,98	3,01	58623,2	58890,46	67230,72	66335,42	10,556	-0,454	11,01	-16,39	1,35	-17,74
İhlas Gazetecilik A.Ş.	1,65	Fiyat aralığı ile talep top.	2010	4,52	4,03	62478,98	62260,11	66509,71	6638044	173,94	0,352	173,6	144,2	-99	243,24

Anel Elektrik Proje Taahhüt Ve Tic. A.Ş.	5,30	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	4,96	5,6	63732,81	63397,71	64429,48	65499,2	-6,415	0,529	-6,944	5,66	-1,633	7,2936
Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	1,71	Borsada satış	2010	2,29	1,71	64124,73	64289,57	64819,64	63501,58	33,918	-0,256	34,17	0	2,076	-2,076
İdealist Gayrimenkul Y.O A.Ş.	1,27	Borsada satış	2010	3,26	2,7	64882,72	65774,37	66004,48	66822,14	156,69	-1,356	158	112,6	-1,224	113,82
Çemaş Döküm Sanayii A.Ş.	2,14	Borsada satış	2010	1,94	3,89	64882,72	65774,37	66004,48	66822,14	-9,346	-1,356	-7,99	81,78	-1,224	82,999
Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	0,89	0,94	69675,08	68999,96	67923,91	67668,96	-11	0,978	-11,98	-6	0,377	-6,377
Ekiz Yağ Ve Sabun Sanayii A.Ş.	6,65	Borsada satış	2010	5,15	5,72	69364,54	69838,75	65288,03	66462,89	-22,56	-0,679	-21,88	-13,98	-1,768	-12,22
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	1,58	Borsada satış	2010	2,14	2,02	68760,46	68588,51	63211,27	65038,59	35,443	0,251	35,19	27,85	-2,81	30,658
Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,42	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	1,06	1,13	66267,34	66218,98	64355,86	63719,64	-25,35	0,073	-25,43	-20,42	0,998	-21,42
Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	7,30	Fiyat aralığı ile talep toplama	2010	6,7	6,78	65927,31	65288,03	68565,6	68054,04	-8,219	0,979	-9,198	-7,123	0,752	-7,875
İhlas Yayın Holding A.Ş.	1,30	sabit fiyatla ile talep toplama	2010	1,78	1,68	65309	63727,95	69374,88	69437,55	36,923	2,481	34,44	29,23	-0,09	29,321
Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	6,00	Sabit fiyatla ile talep toplama	2010	7,26	13,55	64730,35	64421,53	65643,34	67259,99	21	0,479	20,52	125,8	-2,404	128,24
Uyum Gıda Ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	8,75	Sabit fiyatla ile talep toplama	2010	8,28	8,5	61283,87	61367,34	63298,58	63733,16	-5,371	-0,136	-5,235	-2,857	-0,682	-2,175
Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ort. A.Ş.	1,70	Fiyat aralığı ile talep top.	2010	2,36	2,92	58664,24	58709,33	63112,6	63224,65	38,824	-0,077	38,9	71,76	-0,177	71,942

Do&Co Restaurants And Catering Ag	43,18	Tavan fiyat ile talep toplama	2010	57,75	69,75	58664,24	58709,33	63112,6	63224,65	33,742	-0,077	33,82	61,53	-0,177	61,71
Despec Bilgisayar Pazarlama Ve Ticaret A.Ş.	7,15	sabit fiyatla talep toplama	2010	5,86	6,16	61301,65	60217,58	64067,11	64463,23	-18,04	1,8	-19,84	-13,85	-0,614	-13,23
Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	4,25	Borsada satış	2011	19,3	9,46	68450,46	67959,5	62635,13	62743,81	354,12	0,722	353,4	122,6	-0,173	122,76
Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda San. Ve Tic. A.Ş.	6,10	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	6,92	5,64	67792,69	68524,35	61181,55	61388,64	13,443	-1,068	14,51	-7,541	-0,337	-7,204
Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri Ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	4,13	Borsada satış	2011	5,86	3,79	69522,42	69250,14	61926,61	62295,68	41,889	0,393	41,5	-8,232	-0,592	-7,64
Bizim Toptan Satış Mağazaları Aş	25,00	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	29,2	23,85	70072,02	69522,42	61315,08	61758,61	16,8	0,791	16,01	-4,6	-0,718	-3,882
Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	3,86	Borsada satış	2011	3,28	4,68	64561,4	63209,88	53055,09	52411,48	-15,03	2,138	-17,16	21,24	1,228	20,016
Bimeks Bilgi İşlem Ve Dış Ticaret A.Ş.	4,50	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	3,54	2,27	62743,81	63261,06	59300,29	58543,37	-21,33	-0,818	-20,52	-49,56	1,293	-50,85
Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	6,10	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	6,1	3,54	61636,83	61840,1	55904,51	57798,73	0	-0,329	0,329	-41,97	-3,277	-38,69
Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,28	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	1,25	1,69	52017,02	50307,63	56201,45	55540,67	-45,18	3,398	-48,57	-25,88	1,19	-27,07
Yaprak Süt Ve Besi Çiftlikleri	6,00	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	2011	4,42	5,18	50307,63	52017,02	56201,45	55540,67	-26,33	-3,286	-23,05	-13,67	1,19	-14,86

Bilici Yatırım Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2,70	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2011	2,21	2,6	54217,83	54097,43	55089,82	55927,45	-18,15	0,223	-18,37	-3,704	-1,498	-2,206
Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	3,30	Birincil Piyasada fiyat teklifi alma yönt. satış	2011	2,64	4,32	53707,56	52967,67	51071,22	49621,67	-20	1,397	-21,4	30,91	2,921	27,988
Dagi Giyim Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2,42	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	2,01	2,38	55375,28	53946,09	53806,64	54517,76	-16,94	2,649	-19,59	-1,653	-1,304	-0,349
Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hiz. San. Ve Tic. A.Ş.	7,18	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	5,72	5,8	55375,28	53946,09	54769,25	53806,64	-20,33	2,649	-22,98	-19,22	1,789	-21,01
Ataç İnşaat Ve Sanayi A.Ş.	12,50	Fiyat aralığı ile talep top.	2011	11,45	3,75	56691,98	55238,22	53499,25	55138,85	-8,4	2,632	-11,03	-70	-2,974	-67,03
Ericom Telekomünikasyon Ve Enerji Teknolojileri A.Ş.	3,55	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	3,38	3,88	55902,98	56691,98	53834,91	53499,25	-4,789	-1,392	-3,397	9,296	0,627	8,6684
Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret Ve Sanayi A.Ş.	3,20	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama	2011	6,06	8,4	56323,38	57979,9	51948,62	51591,56	89,375	-2,857	92,23	162,5	0,692	161,81
Global Menkul Değerler A.Ş.	1,65	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama	2011	0,98	0,99	59758,18	58988,46	52053,62	51553,2	-40,61	1,305	-41,91	-40	0,971	-40,97
Mepet Metro Petrol Ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	5,50	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	2011	5,26	2,84	56278,39	56259,37	54918,68	54790,84	-4,364	0,034	-4,397	-48,36	0,233	-48,6
Özbal Çelik Boru San Ve Tic A.Ş.	4,10	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama	2011	3,45	2,79	57042,36	56616,81	57356,72	56958,83	-15,85	0,752	-16,61	-31,95	0,699	-32,65

Mataş Matbaacılık Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.	3,50	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	2011	6,5	2,56	54851,52	56061,47	59215,65	57171,34	85,714	-2,158	87,87	-26,86	3,576	-30,43
Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	Birincil piyasada değişken fiyatla talep toplama	2011	1,21	0,9	55922,53	55875,72	59847,64	59662,13	21	0,084	20,92	-10	0,311	-10,31
İnfo Yatırım A.Ş.	1,75	Birincil piyasada sabit fiyatla talep toplama	2011	1,26	1,61	51410,44	50781,84	60709,82	59987,73	-28	1,238	-29,24	-8	1,204	-9,204
Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	8	Fiyat aralığı ile talep toplama	2011	5,3	5,86	60147,96	60051,94	59285,68	58943,71	-31,61	0,16	-31,77	-24,39	0,58	-24,97
A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	2,50	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	2,72	2,39	59143,43	59685,48	56248,45	55799,77	8,8	-0,908	9,708	-4,4	0,804	-5,204
Gentra Lojistik A.Ş.	2,90	Birincil piyasada sabit fiyatla talep top.	2011	3,67	3,6	59685,48	60902,41	55799,77	55744,29	26,552	-1,998	28,55	24,14	0,1	24,038
Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,50	Sabit fiyatla Borsa dışında talep top.	2012	2,28	1,83	65654,31	66079,48	71004,31	69926,07	-8,8	-0,643	-8,157	-26,8	1,542	-28,34
Taraf Gazetecilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4,30	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla T.T	2012	9,84	7,02	67367,95	66152,55	73058,51	72448,89	128,84	1,837	127	63,26	0,841	62,414
Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,04	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	2,01	1,82	67937,05	67714,84	76242,2	75785,58	-1,471	0,328	-1,799	-10,78	0,603	-11,39

Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	2,30	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama	2012	1,87	1,67	66396,71	66770,56	78579,08	78454,19	-18,7	-0,56	-18,14	-27,39	0,159	-27,55
Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	3,56	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama	2012	7,48	17,6	66822,36	67498,2	80033,33	79642,08	110,11	-1,001	111,1	394,4	0,491	393,89
Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi Ticaret A.Ş.	4,00	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	3,99	4,12	71422,61	72552,51	80221,68	78783,47	-0,25	-1,557	1,307	3	1,826	1,1745
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	7,75	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama	2012	7,48	9,04	72039,74	72737,1	80054,41	80309,85	-3,484	-0,959	-2,525	16,65	-0,318	16,963
Polisan Holding A.Ş.	2,25	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama	2012	2,35	2,25	82406,13	81990,01	85107,29	84581,07	4,4444	0,508	3,937	0	0,622	-0,622
Ar Tarım Organik Gıda A.Ş.	1,89	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	1,42	3	81051,21	80612,21	79636,79	80733,25	-24,87	0,545	-25,41	58,73	-1,358	60,088
TGS Dış Ticaret A.Ş.	5,60	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	8,38	3,24	67937,05	67714,84	76242,2	75785,58	49,643	0,328	49,31	-42,14	0,603	-42,75

Flap Kongre Toplantı Hizmetleri Otomotiv ve Turizm A.Ş.	4,90	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama	2012	4,44	2	66396,71	66770,56	78579,08	78454,19	-9,388	-0,56	-8,828	-59,18	0,159	-59,34
Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.	10,90	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Top.	2012	10,2	11,7	66822,36	67498,2	80033,33	79642,08	-6,422	-1,001	-5,421	7,339	0,491	6,8482
Karakaş Atlantis Kıymetli Madenler Kuyumculuk Telekomünikasyon Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,50	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	2,23	1,62	71422,61	72552,51	80221,68	78783,47	-10,8	-1,557	-9,243	-35,2	1,826	-37,03
Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş.	1,90	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama	2012	1,19	1,29	72039,74	72737,1	80054,41	80309,85	-37,37	-0,959	-36,41	-32,11	-0,318	-31,79
Atlantik Petrol Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.	4,50	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama	2012	3,86	3,22	82406,13	81990,01	85107,29	84581,07	-14,22	0,508	-14,73	-28,44	0,622	-29,07
Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	4,00	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2012	3,79	5,6	81051,21	80612,21	79636,79	80733,25	-5,25	0,545	-5,795	40	-1,358	41,358
Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,35	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2013	1,22	1,24	93.178,87	91.190,82	68.300,05	69.709,46	-9,63	2,18	-11,81	-8,148	-2,022	-6,126

Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2,73	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2013	2,32	2,6	70.640,50	73.101,76	76.529,68	76.807,89	-15,02	-3,367	-11,65	-4,762	-0,362	-4,4
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	18,40	Fiyat aralığı ile talep toplama	2013	27,4	38,5	72.555,00	73.849,74	79.271,50	78.845,79	48,913	-1,753	50,67	109,2	0,54	108,7
Royal Halı İplik Tekstil Mobilya San. Ve Tic. A.Ş.	4,45	Fiyat aralığı ile talep toplama	2013	3,82	3,77	74.032,75	73.401,77	76.501,23	77.620,37	-14,16	0,86	-15,02	-15,28	-1,442	-13,84
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	5,00	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2013	4,45	4,66	75.873,99	77.022,76	74.679,25	75.381,71	-11	-1,491	-9,509	-6,8	-0,932	-5,868
Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	4,70	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2013	4,32	4,09	69.709,46	72.204,25	74.679,25	75.381,71	-8,085	-3,455	-4,63	-12,98	-0,932	-12,05
Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım ve Ticaret A.Ş.	2,60	Sabit fiyatla Borsa dışında talep toplama	2013	2,37	2,39	67.232,42	66.715,06	73.378,44	71.991,94	-8,846	0,775	-9,622	-8,077	1,926	-10

ÖZGEÇMİŞ

20.08.1983 tarihli, Ankara ili Altındağ ilçesi doğumluyum. Lise eğitimimi Ankara Anafartalar Anadolu Ticaret ve Meslek Lisesi'nde tamamladım. Ardından Osmangazi Üniversitesi'nde Bilgisayar Programcılığı bölümünü okudum. Bu bölümden mezun olduktan sonra 1,5 yıl özel sektörde çalıştım. Daha sonra Gazi Üniversitesi İşletme Öğretmenliği Bölümü'nde eğitim hayatıma devam ettim ve bölümü ikincilikle tamamladım. Mezuniyetimin akabinde 2008 yılında Bursa Osmangazi İlçesi'nde bulunan bir devlet okulunda Teknoloji ve Tasarım Öğretmeni olarak göreve başladım. 2011 yılında İstanbul Bakırköy İlçesi'nde bulunan bir devlet okuluna tayinimi istedim ve aynı yılda Yıldız Teknik Üniversitesi İşletme Yönetimi Bölümü'nde yüksek lisans eğitimine başladım.

Özel ilgi alanlarım; işletme yönetimi, finansal piyasalar, eğitim yönetimi ve denetimidir.

Yabancı dilim İngilizce olup, evliyim ve halen Bakırköy Cumhuriyet Ortaokulu'nda görev yapmaktayım.