

**T.C
HARRAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**HALKA İLK HİSSE SENEDİ ARZI VE DÖNEMSEL HİSSE SENEDİ ARZININ
YATIRIMCI AÇISINDAN ANALİZİ**

**DANIŞMAN
YRD. DOÇ. DR. FERİT KÜÇÜK**

**HAZIRLAYAN
İLKUT ELİF KANDİL**

**ŞANLIURFA
2009**

Yrd. Doç. Dr. Ferit KÜÇÜK danışmanlığında, İlkut Elif KANDİL'in hazırladığı "Halka İlk Hisse Senedi Arzı ve Dönemsel Hisse Senedi Arzının Yatırımcı Açısından Analizi" konulu bu çalışma 16.06.2009 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından İşletme Ana Bilim Dalı'nda Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Ferit KÜÇÜK

Üye: Yrd. Doç. Dr. Nedim BAYUK

Üye: Yrd. Doç. Dr. Murat DEMİR

Bu Tezin İşletme Anabilim Dalında Yapıldığını ve Enstitümüz Kurallarına Göre Düzenlendiğini Onaylarım.

Prof. Dr. Zuhal KARAHAN KARA
Enstitü Müdürü

Bu çalışma TÜBİTAK tarafından desteklenmiştir.

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan alıntıların, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunundaki hükümlere tabidir.

ÖNSÖZ

İlk halka arzlar ve dönemsel hisse senedi arzları şirketlere ek finansman sağlayarak şirketin finansal durumunu güçlendirmenin yanında şirketin likiditesini artırması, şirket imajını güçlendirmesi, şirket çalışanlarının motivasyonunu artırması, şirkete birtakım vergi avantajları sağlamasıyla da şirketlere büyük katkı sağlamaktadır. Bu çalışmada cevap aranan soru ise ilk halka arzlar ve dönemsel hisse senedi arzlarının sağlamış olduğu birkaç tanesini belirttiğimiz bu katkılarla şirket taleplerini karşılarken yatırımcıların bu süreçlerde yer alarak taleplerine ulaşmasına olanak verip vermediğinin tespit edilmesidir. Halka ilk kez açılan ya da açılmış olup sermaye artırımını yapan şirketlere yatırım yapan yatırımcıların en önemli amacı şüphesiz yatırım yapmış oldukları hisse senetlerinden yüksek getiri elde etmektir. Çalışmanın amacı ilk kez halka arzı gerçekleştiren ve dönemsel hisse senedi arzlarında bulunan şirketlerin uzun dönemde fiyat performanslarını inceleyerek uluslararası literatürde kabul görmüş şirketlerin uzun dönemde yatırımcısına negatif getiri sağladığı görüşünün varlığını test etmek olmuştur.

Çalışmanın hazırlanması aşamasında her türlü desteği için danışmanım Yrd. Doç Dr. Ferit KÜÇÜK'e ve Arş. Gör. Levent KAYA'ya, fikir ve yardımlarını esirgemeyen, çalışmanın birçok aşamasında bana destek olan değerli hocam Doç. Dr. Kürşat YALÇINER'e, Bilim İnsanı Yetiştirme Programı kapsamında vermiş olduğu destek ile yüksek lisans yaptığım üniversitemin sağlayamadığı birtakım olanaklara erişmemi sağlayan TÜBİTAK'a ve aileme sonsuz teşekkürlerimi iletmeyi bir borç biliyorum.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
KISALTMALAR.....	iv
TABLolar.....	v
EKLER.....	vi
GİRİŞ.....	1
I. BÖLÜM: İLK HALKA ARZLAR (IPOS)	
1.1 Halka Arz Kavramı.....	3
1.2 Halka Arzın Şirketlere Faydası.....	4
1.2.1 Şirketin Finansal Durumunu Güçlendirmesi.....	5
1.2.2 Şirketin Likiditesini Artırması.....	5
1.2.3 Şirketin Hisse Senetlerinin Pazar Değerinin Belirlenmesi.....	6
1.2.4 Şirket İmajının Güçlenmesi ve Şirket Çalışanlarının Motivasyonunun Artması.....	6
1.2.5 Hissedar Değerinin Artması.....	7
1.2.6 Vergi Avantajı ve Sermaye Piyasası Kurulu'na Tanınan İmtiyazlar.....	8
1.2.7 Diğer Faydaları.....	9
1.3 Halka Arzın Şirketler Açısından Sakıncaları.....	9
1.3.1 Halka Arz Giderleri.....	10
1.3.2 Şirket Kontrolünün Kaybedilmesi.....	10
1.3.3 Yöneticilerin Görev ve Sorumluluklarının Artması.....	11
1.3.4 Şirkete Ait Önemli Bilgilerin Dışarıya Açılması.....	11
1.3.5 Olumsuz Seçim Etkisi.....	12
1.4 Halka Arzın Tarafları.....	12
1.4.1 Halka Açılacak Şirket.....	12
1.4.2 Yatırımcılar.....	14
1.4.3 Aracı Kuruluşlar.....	14
1.4.4 Bağımsız Denetim Kuruluşları.....	17
1.4.5 Düzenleyici Kuruluş Olarak Sermaye Piyasası Kurulu.....	18
1.4.6 Borsalar.....	19
1.5 Halka Arz Yolları.....	21
1.5.1 Kuruluş Aşamasında Halka Arz.....	21
1.5.2 Kuruluştan Sonra Halka Arz.....	22
1.5.2.1 Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz.....	22
1.5.2.1.1 Halka Açık Olmayan Şirketlerin Sermaye Artırımı Hisse Senetlerini Arzı.....	22
1.5.2.1.2 Halka Açık Şirketlerin Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerini Arzı.....	23
1.5.2.2 Mevcut Hisse Senetlerinin Halka Arzı.....	24
1.5.2.3 Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı İle Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Hisse Senetlerinden Bir Kısmını Halka Arz Etmesinin Birlikte Yapılması.....	25
1.6 Halka Arz Süreci.....	26
1.6.1 Başvuru Öncesi Süreç.....	28
1.6.2 Başvuru Süreci.....	30
1.6.2.1 Talep Toplama Yöntemi.....	32
1.6.2.2 Borsada Satış Yöntemi.....	34
1.6.3 İlk Halka Arz Sonrası Süreç.....	35
1.7 İlk Halka Arzlarda Karşılaşılan Anomaliler.....	36
1.7.1 Düşük Fiyatlama Olgusu.....	36
1.7.2 Sıcak ve Soğuk Piyasa Olgusu.....	42
1.7.3 Uzun Dönem Düşük Performans.....	43
1.8 İlk Halka Arzlarla İlgili Ülkemizde Yapılan Çalışmalar.....	44
1.9 İlk Halka Arzlarla İlgili Uluslararası Çalışmalar.....	47

II. BÖLÜM: DÖNEMSEL HİSSE SENEDİ ARZLARI (SEOs)	
2.1 Dönemsel Hisse Senedi Arzı Kavramı.....	54
2.2 Dönemsel Hisse Senedi Arzının Gerçekleştirilme Yolları.....	54
2.2.1 Bedelsiz Sermaye Artırımı.....	54
2.2.2 Bedelli Sermaye Artırımı.....	55
2.3 Dönemsel Hisse Senedi Arzı Süreci.....	57
2.3.1 Başvuru Öncesi Süreç.....	57
2.3.2 Başvuru Süreci.....	58
2.3.3 Dönemsel Hisse senedi Arzı Sonrası Süreç.....	58
2.4 Dönemsel Hisse Senedi Arzlarında Karşılaşılan Anomaliler.....	59
2.4.1 Negatif İlan Günü Etkisi.....	59
2.4.2 Uzun Dönem Düşük Performans.....	60
2.5 Dönemsel Hisse Senedi Arzlarıyla İlgili Ülkemizde Yapılan Çalışmalar.....	60
2.6 Dönemsel Hisse Senedi Arzlarıyla İlgili Uluslararası Çalışmalar.....	62
III. BÖLÜM: AMPİRİK ÇALIŞMA	
3.1 İlk Halka Arzlarda Uzun Dönemli Performans Analizi.....	65
3.1.1 Araştırmanın Kapsamı.....	65
3.1.2 Kullanılan Veriler.....	66
3.1.3 Verilerin Hazırlanması.....	66
3.1.4 Yöntem.....	66
3.1.5 Uygulama ve Sonuçları.....	68
3.2 Dönemsel Hisse Senedi Arzlarında Uzun Dönemli Performans Analizi.....	69
3.2.1 Araştırmanın Kapsamı.....	69
3.2.2 Kullanılan Veriler.....	70
3.2.3 Verilerin Hazırlanması.....	70
3.2.4 Yöntem.....	71
3.2.5 Uygulama ve Sonuçları.....	72
SONUÇ	73
EKLER	
Ek-1 2000-2004 Yılları Arasında Halka İlk Kez Arz Edilen Şirketlere İlişkin Bilgiler.....	75
Ek-2 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları.....	83
Ek-3 2000-2004 Yılları Arasında Sermaye Artırımı Yapan Şirketler.....	102
EK 4: 2000–2004 Yılları Arasında Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları.....	108
EK 5: 2000–2004 Yılları Arasındaki Dönemsel Hisse Senedi Arzlarının 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları.....	113
KAYNAKÇA.....	117
ÖZET	124
SUMMARY.....	125

KISALTMALAR

IPOs	: Initial Public Offerings
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
SEOs	: Seasoned Equity Offerings
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı

TABLolar

Sayfa No

Tablo 1.1: Sermaye Artırımı Açısından Kayıtlı ve Esas Sermaye Sistemi	
Arasındaki Farklar.....	24
Tablo 1.2: 2000–2008 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Halka Arz	
Yollarının Dağılımı.....	26
Tablo 1.3: 2000–2008 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Halka Arzlarda	
Uygulanan Satış Yöntemleri.....	35
Tablo 1.4: 38 Ülkede İlk Halka Arzlarla İlgili Yapılan Çalışmaların Özet Verileri.....	52
Tablo 3.1: 2000-2004 Yolları arasındaki İlk Halka Arzların Yıllar	
İtibariyle Dağılımı.....	65
Tablo 3.2: 2000-2004 Yılları Arasında Halka İlk Kez Arz Edilen	
Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performans Ölçüm Sonuçları Özet Tablo	69
Tablo 3.3: 2000-2004 Yılları Arasındaki Dönemsel Hisse Senedi	
Arzlarının Yıllar İtibariyle Dağılımı	74
Tablo 3.4: 2000-2004 Yılları Arasında Dönemsel Hisse Senedi	
Arzlarının Uzun Dönem Performans Ölçüm Sonuçları Özet Tablo	75

EKLER

	Sayfa No
EK 1	
: 2000-2004 Yılları Arasında İlk Kez Halka Arz Edilen Şirketlere İlişkin Bilgiler.....	83
EK 2	
: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları.....	91
EK 3	
: 2000-2004 Yılları Arasında Sermaye Artırımı Yapan Şirketler.....	110
EK 4	
: 2000–2004 Yılları Arasında Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları.....	113
EK 5	
: 2000–2004 Yılları Arasındaki Dönemsel Hisse Senedi Arzlarının 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları.....	11

GİRİŞ

Gelişmekte olan ya da gelişmiş bir piyasada faaliyet gösteren tüm şirketlerin ortak ihtiyacı şüphesiz ek finansmandır. Şirketler faaliyetlerini sürdürebilmek için ihtiyaç duydukları bu ek finansmanı iç ve dış kaynaklardan sağlamaktadırlar. Şirketin ilk kuruluş aşamasında iç kaynaklardan temin edilen fonlar yeterli olurken şirket faaliyetlerinin büyümesi, faaliyet alanlarının genişlemesi şirketi dış finansman kaynaklarına yöneltmektedir. Gerek mevcut yatırımların genişletilmesi gerek yeni yatırım alanlarına yönelmek istenmesinin şirketlere getirdiği ek finansman ihtiyacı borçlanma ya da özsermaye ile sağlanmaktadır. Gelişmiş piyasalarda banka kredileri ve ticari kredilerin kullanımı, finansman bonosu, varlığa dayalı menkul kıymet çıkarımı ya da factoring gibi borçlanma yoluyla finansman sağlama olanaklarının geniş olmasına rağmen gelişmekte olan piyasalarda gerek bu piyasalarda faaliyet gösteren şirketlerin kredibilitelerinin düşük olması, gerek bu şirketlerin pazar değerlerinin etkin bir şekilde belirlenememesi ve gerekse kredi faiz oranlarının çok yüksek olması nedeniyle borçlanma yoluyla finansman sağlanması güçtür. Bu nedenle özellikle gelişmekte olan piyasalardaki şirketler özsermaye ile finansman yolunu tercih etmekte ve hisse senetlerini halka açmak suretiyle ek finansman ihtiyaçlarını temin etmektedirler. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketlerin hisse senetlerini ilk kez halka arz ederek borsada işlem görmeye başlaması ve daha sonra borsada işlem görmekte olan bu şirketlerin dönem içindeki finansman ihtiyaçlarını karşılamak için dönemsel hisse senedi arzlarını gerçekleştirmeleri özsermaye ile finansman sağlamanın en belirgin yollarıdır.

Hisse senetlerini ilk kez halka arz eden şirketler ile borsada işlem görmekte olup sermaye artırımını yapmak amacıyla hisse senedi arzını gerçekleştiren şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarının bu arzlardan nasıl etkilendiğini tespit etmek üzere dünya literatüründe birçok çalışma yapılmış olmasına rağmen bu konu henüz tam olarak aydınlatılmış bir konu değildir. Kimi çalışmalar ilk halka arzların (initial public offerings) ve dönemsel hisse senedi arzlarının (seasoned equity offerings) hisse senedi fiyatları üzerine hiçbir etkisi olmadığını, kimi çalışmalar pozitif bir etkisi olduğunu, kimi çalışmalar ise negatif bir etkisi olduğunu öne sürmektedir. Özellikle pozitif ve negatif bir etkinin varlığını savunan birçok yazar bu etkilerin oluşumunu açıklamaya yönelik pek çok hipotez geliştirmiştir. Bu hipotezlerle hisse senedi arzı sonrası uzun dönemde şirketin düşük performans göstermesi, ilk halka arzın ya da

dönemsel hisse senedi arzının gerçekleştirilmesi öncesi hisse senetlerinin düşük fiyatlanmış olması gibi anomalileri açıklamaya çalışmışlardır.

Bu çalışma 2000–2004 tarihleri arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsa'sında ilk kez halka arz edilen şirketler ile yine aynı dönemde gerçekleştirilen dönemsel hisse senedi arzlarının üç yıllık performanslarını ölçmek ve literatürde öne sürülen halka arzın hisse senedi fiyatına etkisinin Türkiye için hangi yönde olduğunu tespit etmek amacıyla yapılmıştır. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, ilk halka arzlar kavramı ele alınmış ve halka arzın avantaj ve dezavantajlarına, halka arz süreci ve bu süreçte yer alacak taraflara ve son olarak ilk halka arzlarda karşılaşılan anomalilere değinilmiştir.

İkinci bölümde, dönemsel hisse senedi arzı kavramı ele alınmıştır. Dönemsel hisse senedi arzlarında temel nitelik ilk halka arzlarla aynı olduğundan bu bölümde tekrar avantaj ve dezavantajlara, arz sürecinin taraflarına değinilmemiştir. Aynı şekilde dönemsel hisse senedi arzı kavramı tanımlanarak, bu arzın gerçekleştirilme yolları, süreci ve bu uygulama neticesinde karşılaşılan anomalilere değinilmiştir.

Üçüncü bölüm, çalışmanın uygulama bölümü niteliğinde olmuştur. Bu bölümde uzun dönemde ilk halka arzlar ve dönemsel hisse senedi arzları neticesinde şirketlerin getiri oranları hesaplanmış ve uluslar arası literatürle uyum sağlaması açısından uzun dönem olarak kabul edilen 3 yıl içinde 12. ay, 24. ay ve 36. ay sonundaki getiri oranları ile gerekli testler yapılmış ve yorumlanmıştır.

BÖLÜM 1

İLK HALKA ARZLAR (IPOS)

1.1. Halka Arz Kavramı

Halka arz kavramı; şirket sermayesinin bir bölümünün hisse senetlerinin bedelini ödemeye hazır olan kişilere satılması olarak tanımlanabilir. Başka bir deyişle ihtiyaç duyulan finansmanın karşılanması için hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satılmasıdır. Bu anlamda, halka açılma bir şirketin kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu yöntemlerden biridir (Koç, 1998: 9). Sermaye piyasalarında gerçekleştirilen, tasarruf sahibi yatırımcılar ile finansman ihtiyacı olan şirketlerin kâr elde etme ve yatırım olanakları sağlama amaçlarına ulaşmalarını sağlayan bir yöntem olan halka arz neticesinde hisse senetleri pazara sunulduktan sonra, yatırımcılar, şirketin finansal performansını, piyasadaki ekonomik güçleri, faiz oranlarını ve pazar psikolojisini dikkate alarak hisse senetlerini alıp satmaktadırlar (Gereklioğlu, 1998: 22). Bununla birlikte şirket hayat seyriinde ihtiyaç duyulan finansmanın elde edilmesi için halka arza ya da daha genel bir ifade ile özsermaye ile finansmana alternatif yöntem olan borçla finansman yeterli olabilmekte, çok yüksek aktif büyüklüğüne sahip ve bununla birlikte çok yüksek finansman ihtiyacı olan kimi şirketlerin hiçbir faaliyet döneminde halka arzı gerçekleştirmedikleri de görülmektedir. Bu da bize Pagano ve ark. (1998)'ın belirttiği gibi halka arzların her şirketin er geç gerçekleştireceği bir aşama olarak değil, yapılmış olan bir tercih olarak değerlendirilmesi gerektiğini göstermektedir. Şirketlerin halka açılması uygun piyasa koşullarına bir cevap olarak gerçekleştirilmekte ve fakat bunu ancak şirketler yaşam döngüsünde belirli bir aşamayı geçtikten sonra gerçekleştirebilmektedirler (Chen, 2002: 1).

Sermaye Piyasası Kanunu'nda halka arz: "Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan çağrıda bulunulmasını, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini, hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini, bu kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder"(SPK md. 3/c). Yine Sermaye Piyasası Kanunu'nda "pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar halka açık anonim ortaklıklar hükümlerine tabi olurlar" (SPK md.11).

Yatırım ve ekonomik büyüme için gerekli olan finansal kaynağın sağlanması ve tasarrufların desteklenmesinde orta ve uzun vadeli fon gereksinimlerinin karşılandığı piyasa türü olan sermaye piyasalarının hayati rolü vardır. Hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetleri ihraç eden şirketler ile tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştıkları ve bu menkul kıymetlerin ilk kez doğrudan ihraç edilmesi ile alındığı piyasa türü olan birincil piyasalar ve ihraçtan alınmış menkul kıymetlerin tekrar paraya çevrilmesine imkân tanıyan ikincil piyasalardan oluşan sermaye piyasaları tasarruf sahiplerinin birikimlerinin şirket yatırımlarında ve duran varlık ihtiyaçlarının karşılanması için kullanımına olanak tanımaktadır. Halka ilk kez arzların gerçekleştirildiği birincil piyasalar bu anlamda yeni yatırımlar için gerekli fonların sağlanması ile şirketlerin büyüme ve gelişiminde önemli rol oynama imkânına sahiplerdir (Chun, 2000: 1). Halka açılmak isteyen şirketlerin menkul kıymetlerinin işlem göreceği birincil piyasaları; gerekli kotasyon şartlarının tümünü sağlamış şirketlerden oluşan ulusal pazar, gerekli kotasyon şartlarını sağlayamamış ancak büyüme potansiyeli taşıyan şirketlerin sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerini sağlayan ikincil ulusal pazar ve telekomünikasyon, bilişim, internet, elektronik, yazılım, donanım, medya ve benzeri alanlarda faaliyet gösteren teknolojik şirketlerin finansal kaynak bulmasını sağlayan yeni ekonomi pazarı olarak üç grupta incelemek mümkündür. Bu üç pazar türü birçok ülkede faal olarak mevcudiyetini koruyan menkul kıymetler borsası çatısında faaliyetlerini sürdürmektedir. Ülkemizde de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) halka arzların gerçekleştirildiği tek piyasadır. Son 10 yılda Türkiye'deki sermaye piyasalarının gelişimi incelendiğinde İMKB toplam piyasa değerinin, toplam işlem hacminin, İMKB'ye kayıtlı şirket sayısının ve İMKB ULUSAL 100 endeksinin yıllar itibarı ile arttığı gözlenmiştir. Bu artış içindeki bir pay da bir anlamda ilk halka arzların gerçekleştirilmesindeki artışı göstermekte: sınaî mülkiyetin git gide tabana yayılmaya başladığını işaret etmektedir.

1.2. Halka Arzın Şirketlere Faydası

Halka arzın çok sayıda ve çeşitte faydası vardır. Bu faydaların, halka açılmanın beraberinde getireceği sakıncalardan ağır basıp basmağını görmek için anonim ortaklığın amaçları, hissedarların amaçları ve kişisel amaçlar göz önünde bulundurularak dengeli puan tablosu perspektifinin kullanılması önemlidir (Kleeburg, 2005: 21). Oluşturulacak dengeli puan tablosu ile anonim ortaklığın amaçları, hissedarların amaçları ve kişisel amaçlar olarak

sıralanan üç perspektif açısından belirlenen kâr elde etme, büyüme, şirket yönetiminde söz hakkına sahip olma vb. gibi ölçütlere göre bir strateji haritası çizilmiş olacaktır.

Halka arzın faydalarını genel başlıklar altında şu şekilde sıralamamız mümkündür:

1.2.1. Şirketin Finansal Durumunu Güçlendirmesi

Şirketin hisse senetlerini halka arz ederek ek bir fon sağlaması halka açılmanın en önemli nedenlerinden biridir. Birincil piyasalarda gerçekleştirilen ilk halka arzlar neticesinde elde edilen fonlar doğrudan şirket bünyesine girmektedir. Halka arz edilen hisseler beraberinde şirkete nakit getirmekte ve buna karşılık herhangi bir geri ödeme zorunluluğu getirmemektedir (Kleeburg, 2005: 22). Bu da şirketin finansal durumunda bir iyileşmeye sebep olacaktır. Türüdü (2001) çalışmasında halka arz ile diğer alternatif fon temin yöntemlerini karşılaştırdığında halka arzın finansman bonusu, tahvil ihracı, banka kredisi gibi alternatiflerden gerek belirli bir vadeyi öngörmemesi, gerek vade sonunda zorunlu bir nakit çıkışı gerektirmemesi sebebiyle üstünlüğünü ortaya koymuştur.

Signh (1995) yapmış olduğu çalışmasında şirketlerin halka açılmasındaki temel nedenin yeni yatırımların finanse etmek olduğunu savunurken, Pagano ve ark. (1998)'nin hipotezi şirketlerin halka açılma nedeninin büyük bir yatırım ve büyüme sürecinin ardından şirket finansal tablolarında yer alan hesapların yeniden dengeye getirilmesi olmuştur. Kleeburg (2005)'a göre halka arz ile hisse senetlerinin satışından elde edilen net gelir ek bir şirket sermayesi de sağlamaktadır ve şirket bu sermayeyi genel şirket amaçları veya özel projeler için kullanabilir. Örneğin: diğer şirketlerin satın alınması, araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin finanse edilmesi, borçların geri ödenmesi, üretim olanaklarının modernize edilmesi veya yenilenmesi gibi. Her durumda halka arz, şirketler için ek bir fon sağlayarak finansal durumlarını güçlendirmesini sağlamaktadır.

1.2.2. Şirketin Likiditesini Artırması

Şirketin halka açılması ile birtakım kanun hükümlerine tabi olması, denetlenmesi gibi etmenler yatırımcıları şirkete yatırım yapmaya isteklendirecektir (Brigham, 1986: 356–357).

Halka kapalı anonim ortaklıkların piyasa değerini belirlemek kolay olmadığından bu tür anonim ortaklıkların hisse senetleri genellikle likit değildir; kolaylıkla el değiştiremezler (Akgüç, 1998: 766). Bir şirketin likiditesinin artması şirkete ait hisse senetlerinin yatırımcılar

tarafından kolaylıkla alınıp satılabilmesi olarak algılanabilir. Halka arz işlemi ile şirketlerin borsaya kote edilmesi hisse senetlerinin pazarlanabilirliğini arttırmaktadır, bundan dolayı da şirket ortakları kazançlı çıkabilmektedir (Akbulak, 1991: 10).

Şirketlerin likiditesi ile ilgili olarak Chun (2000) tezinde işlem hacmiyle birlikte şirket hisselerinin likiditesinin artması durumunda yalnızca büyük şirketlerin bu faydadan etkin bir şekilde yararlandığını öne sürmüştür. İşletme büyüklüğü ile ilk halka arz olasılığı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu vurgulamıştır.

1.2.3. Şirketin Hisse Senetlerinin Pazar Değerinin Belirlenmesi

Halka arz, şirketlerin hisse senetleri için bir pazar değeri oluşturur. Bu halka satışla oluşan fiyat, yönetime ve hissedarlara şirket değeri hakkında önemli bilgi sağlar. Bu bilgi de şirketin sermaye maliyetinin belirlenmesine yardımcı olur ve ekonomide fonların şirketler arasında dağılımının daha etkin olması ile sonuçlanır (Baker, Powell, 2005: 329).

Diğer şirketlerle birleşme, şirkete yeni ortaklar alma veya ortaklardan bazılarının ayrılması, şirketin kredi güvenilirliğinin araştırılması gibi durumlar söz konusu olduğunda şirket değerinin bilinmesi gerekmektedir (Türüdü, 2001: 24).

1.2.4. Şirket İmajının Güçlenmesi ve Şirket Çalışanlarının Motivasyonunun Artması

Halka açılma şirketlerin prestijini ve saygınlığını artırarak ek fon gereksinimlerinin sağlanmasını kolaylaştırmaktadır. Halka açılma ile şirketlere kamuyu aydınlatma ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetime tabi olma gibi mali ve sosyal sorumluluklar yüklenir. Ve bu da finansman kurumlarının gözünde şirketlerin güvenilirliğini artırır (Akgüç, 1998: 766).

Farklı bir açıdan bakıldığında da basın ve finansal kesimin dikkati büyük ölçüde bu halka açılan şirkete yönelecektir. Bu nedenle şirket de bedava reklâm yapmış olacaktır. Buna ek olarak birtakım şirketlerin müşterileri veya tedarikçileri de bu ilk halka arzı gerçekleştiren şirketin hisse senetlerini alabilecek ve bu da bu kişiler ile şirket arasında yeni bağlara ve güçlü ilişkilere ortam hazırlamış olacaktır (Kleeburg, 2005: 24).

Türkiye 2007 yılı ile BASEL II kriterlerine uyum sürecine girmiştir. BASEL II öncesi şirketlerin banka kredisi kullanmak için gösterebildikleri çek, senet, kefalet, ipotek ve şirket rehini gibi finansal araçlar yerini nakit, altın, hisse senedi, tahvil, yatırım fonu ve banka garantisine bırakmıştır. Bu anlamda şirketlerin halka açılmalarıyla yaratacakları güvenilirlikleri hem kredibilite değerliliklerinin belirlenmesine olanak sağlayacak, hem de şirketlere banka kredisi kullanımında hisse senetlerini teminat gösterme olanağı sağlayacaktır.

Şirketin hisseleri bir kez halka açıldıktan sonra o şirket, artık kilit noktadaki çalışanlarını onlara hisse senedi değer artışından haklar (stock appreciation right), hisse senedi satın alma planları (stock purchase plans) ve hisse senedi alma hakları (stock options) önermek yoluyla motive edebilmektedir (Kleeburg, 2005: 24). Bunun yanında, şirket yöneticilerinin maaşlarını hisse senedi fiyatlarına endekslemek suretiyle (Chun, 2000: 11) yöneticileri daha kolay etkileyerek şirket bünyesinde tutabilmektedir. Bu şekilde şirket, sadece nakdini korumuş ve vergi avantajlarından yararlanmış olmaz, ayrıca çalışanlarının motivasyonunu ve şirkete bağlılıklarını da artırmış olmaktadır.

1.2.5. Hissedar Değerinin Artması

Halka arz edilen hisse senetleri arz edilmeyen hisse senetlerine oranla genellikle daha yüksek fiyatta olmaktadır. Hisse senetlerini halka açan şirketlere (örneğin anonim ortaklıklara) yatırımcıların ilgisinin büyük oluşunu temelde üç nedene bağlamak mümkündür (Kleeburg, 2005: 24):

- Hisse senetleri kolaylıkla pazarlanabilir niteliktedir.
- Halka açık şirketler buldukları piyasada daha olgun ve daha bilgili olarak kabul edilirler.
- Şirketler hakkındaki bilgiler her an ulaşılabilir niteliktedir.

Bunun yanı sıra halka arz, şirket hissedarlarının hisse senetlerinde bir değer artışı yaratarak bu hissedarlara yatırım portföylerinde çeşitlendirmeye gitme olanağı sağlar. Böylece kişisel portföy riskleri azaltılmış olur (Brigham, 1986: 356).

1.2.6. Vergi Avantajı ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca Tanınan İmtiyazlar

Türkiye’de yer alan anonim şirketlerin çok büyük bir çoğunluğunun halka açılmadığı, kapalı bir aile şirketi özelliği taşıdığı gerçeği karşısında bu şirketleri halka açılmaya teşvik eden birtakım ayrıcalıklar getirilmiştir.

Şirketlere tanınan vergi avantajı, kârını nakden dağıtması durumunda uygulayacağı stopaj oranında görülmektedir. Eğer şirket istisna kaynaklı olmayan 1999 veya müteakip yıllara ait kârını nakit olarak dağıtırsa;

— Halka açık anonim ortaklık değilse fon payı dâhil %16,5

— Halka açık anonim ortaklık ise fon payı dâhil %5,5

oranındaki stopajı, dağıtılan kârın içinden kesmektedir (Maç, 2000: 3).

SPK’ca tanınan imtiyazları üç başlık altında incelemek mümkündür (SPK, Seri IV, No 9 md. 3/ a,c,d)

— Bağımsız denetim muafiyeti: “Kurul’ca belirlenmiş standartlara uygun olarak hazırlanmış, son yıllık mali tablolarına göre aktif toplamı 5.767.641,54 TL’sini aşmayan halka açık anonim ortaklıklar, mali tabloları için bağımsız denetim yükümlülüğünden, talep üzerine Kurul tarafından muaf tutulurlar”.

— Kâr dağıtım muafiyeti:

(i) Aktif toplamı 5.767.641,54 TL’sini aşmayan halka açık anonim ortaklıklarda, SPK düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabılır birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin %10’undan düşük olması,

(ii) Aktif toplamı 5.767.641,54 TL’si ve üzerinde olan halka açık anonim ortaklıklarda, Kurul düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabılır birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin %5’inden düşük olması hallerinde, ortaklığın başvurusunun SPK’ca uygun görülmesi kaydıyla, ilgili hesap dönemleri için birinci temettü dağıtılabılır. Ancak bu hükme göre dağıtılmayan temettü, daha sonraki dönemlerde yapılacak muafiyet hesaplamalarında temettü kalemi olarak dikkate alınır.

— İzah name düzenleme muafiyeti: Sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ortaklıkların, birleşme, devir, bölünme, aktifin bir kısmının devri ya da aynı sermaye konulması nedeniyle ihraç edilmesi, temettünün hisse senedi olarak dağıtımını da dahil olmak üzere bedelsiz hisse senetleri ihraç edilmesi, kupür birleştirilmesine, bölünmesine, tertip birleştirilmesine konu hisse senetleri olması, sermaye piyasası araçlarının tahsisli satışı, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin hisse senedi ile değiştirilmesi amacıyla gerçekleştirilen hisse senedi ihracı durumlarında SPK'ca uygun görülmesi halinde izah name düzenleme yükümlülüğü yoktur.

1.2.7 Diğer Faydaları

Ülkemizde faaliyette bulunan şirketlerin büyük bir çoğunluğu aile şirketi niteliğinde olup bu durum da şirket ömrünün genel olarak kurucu ya da yönetimde söz sahibi olan aile bireylerinin ömürleri ile sınırlı olması durumunu beraberinde getirmektedir. Denetim mekanizması, yatırım kararları gibi önemli kararlar bu bireylerin öngörülerine ile yürütülmektedir. Oysa halka açılma ile şirketler mali tablolarını bağımsız denetim şirketlerini denettirmeleri, SPK ve İMKB tarafından denetlenmeleri sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmış olurlar.

1.3. Halka Arzın Şirketler Açısından Sakıncaları

Şirketler halka arz kararını verdiklerinde bu karardan elde edilecek faydanın, hissedarların hedefleri ve şirketin bütününe hedefleri bağlamında karşılaşılabilecek dezavantajlar ve halka açılmanın getirdiği zorunlu uygulamalardan ağır basması gerekmektedir. Birçok durumda, dikkatli planlama ile ve dışarıdaki profesyonel danışmanların tecrübeleri doğrultusunda bu şirketler bu dezavantajları minimize edebilmektedirler (Kleeburg, 2005: 24).

Halka arzın şirketler açısından sakıncalarını genel başlıklar altında şu şekilde sıralamamız mümkündür:

1.3.1. Halka Arz Giderleri

Hisse senetleri ilk kez halka arz edilecekleri zaman şirketlerin katlanacakları maliyetleri: açık maliyetler (explicit cost) ve kaydedilemeyen gizli maliyetler (implicit cost) olarak iki başlık altında incelemek mümkündür (Carter, 1987:6). Açık maliyetler: yıllık raporların hazırlanması, basılması, dağıtılması, kurulların yapılması için gerekli yerlerin kiralanması, temettü dağıtım masrafları (Türüdü, 2001: 28), bağımsız denetim ücretleri, reklâm giderleri, SPK, İMKB ve TCMB'ye ödenen ücretler vb. olarak sayılabilir. Halka arz işleminin gerçekleştirilmesinin ardından da devam eden raporlama maliyetleri, genel kurul için vekâletname maliyetleri vardır. Kaydedilemeyen gizli maliyetler ise halka arz fiyatı ile satıştan elde edilebilecek daha yüksek fiyat arasındaki farktan kaynaklanan düşük fiyatlama maliyetidir.

Hisse senetlerinin bu kaydedilemeyen gizli maliyetlerini düşürülmesinde arz fiyatının belirlenmesi önemli bir karardır. Eğer fiyat çok düşük belirlenirse şirket, hisse senetlerini kendi değerinden daha düşük değere sattığı için bir maliyetle karşılaşmış olacaktır. Diğer taraftan, hisse senetlerine kendi değerinden daha yüksek değer verdiği zaman da hisse senetleri satılmayacak ve iptal edilmek zorunda kalınacaktır (Carter, 1987:6).

SPK Seri: IV No:27 ile düzenlenen temettü dağıtım yükümlülüğünde şirketlerin birinci temettü tutarının, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler düşüldükten sonra kalan dağıtılabılır kârın %20'sinden az olamayacağı belirtilmiştir. Kâr dağıtım oranının yüksek olması şirketin yaratılan iç kaynaklarla özsermaye artışını sınırlamaktadır (Akgüç, 1998: 767).

1.3.2. Şirket Kontrolünün Kaybedilmesi

Şirketin ilk hissedarları, halka satılan hisse senedi miktarı nispetinde arzın gerçekleştiği dönem veya sonrasında şirket kontrolünü kaybetme riskiyle karşı karşıya kalabilmektedir (Kleeburg, 2005: 24). Halka kapalı şirketlerde, şirket sahibi ve aynı zamanda yöneticisi kişiler için daha fazla olan özerklik halka açılmayla birlikte azalır (Baker ve Powell, 2005: 329).

Genel kurul toplantılarına katılan üye sayısındaki artışın karar mekanizmasını yavaşlatacağı, üyelerin oy hakkı kullanarak şirketin mevcut stratejilerinde birtakım değişikliklere sebep olabileceği görüşleri halka arz kararında caydırıcı nitelikte olmaktadır.

Bununla birlikte, Sermaye Piyasası Kanunu 14/A (Ek madde: 29.04.1992–3794/13 md.)’da belirtildiği üzere şirketlerin oydan yoksun hisse senedi ihracı yaparak da halka açılması mümkündür.

1.3.3. Yöneticilerin Görev ve Sorumluluklarının Artması

Halka kapalı bir şirketin yatırım için ayıracağı ya da riske atacağı para tamamen şirketin kendi tercihine bağlıken şirket halka açıldıktan sonra bu tarz kararları verirken hesap vermekle yükümlü olduğu ortaklarına karşı sorumludurlar. Bu nedenle şirket faizle ilgili vb. potansiyel karışıklılara azami dikkatle yaklaşmalıdır (Kleeburg, 2005: 28).

Halka açılan bir şirket Türk Ticaret Kanunu’nun yanında Sermaye Piyasası Kanunu’na da tabi olacağı için yöneticilerin ek raporlar hazırlamaları gerekecektir (Akgüç, 1998: 766). Raporlardan hissedarlar bilgi alma hakları doğrultusunda yararlanacaklarından eksik veya yanlış bilgilendirme sonucu zarara uğramaları durumunda bundan yöneticiler sorumlu olacaktır.

1.3.4. Şirkete Ait Önemli Bilgilerin Dışarıya Açılması

İşletme yönetimi faaliyetleri ile ilgili verileri raporlama fikrine, rakip şirketlerin de bu sayede verileri kolaylıkla elde edebileceklerini düşünerek pek sıcak bakmamaktadır. Benzer şekilde, şirket sahipleri şirketin net değerinin bilinmesini istemeyebilmektedir. Ancak şirketin halka açılması ile birlikte büyük hissedarlar tarafından sahip olunan hisse sayısının açıklanması zorunluluğu hisse başına fiyatla hisse senedi sayısının çarpımı ile şirketin net değerinin tahmin edilmesi için yeteri olmaktadır (Brigham, 1986: 357).

Şirketin faaliyet konusunun değişmesi veya yeni konularda faaliyete başlaması, şirketin yurtiçinde veya yurtdışında yeni birimler oluşturması, şirketin faaliyet sonuçlarını önemli derecede etkileyecektir. Patent, royalty, lisans, know-how, teknolojik işbirliği gibi konularda anlaşma yapılması, şirketin önemli büyüklükte bir yatırıma başlaması, şirketin menkul kıymetlerinin yabancı ülkelerin borsalarına kote edilmesi gibi durumlar Sermaye Piyasası Kurul’unun Seri:VIII, No:20 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ’inde bulunan düzenlemelerin birkaçıdır.

1.3.5. Olumsuz Seçim Etkisi (Adverse Selection)

Yatırımcılar ile halka açılacak şirketler arasında, halka açılacak şirketin gerçek değeri hakkındaki asimetrik bilgi (daha küçük ve yeni şirketlerin yatırımcılar tarafından daha az bilinmesi) borsaya kote olmaya çalışan şirketlerin yatırımcı gözündeki ortalama niteliklerini ters yönde etkileyecek; böylece hisselerin satılabileceği fiyatı etkileyecek ve bunların satılabilmesi için gereken düşük fiyatlama büyüklüğünü de belirleyecektir. Bu olumsuz seçim maliyeti (adverse selection cost) çok az deneyimi olan ve büyük ve köklü şirketlere göre daha az görünürlüğü olan küçük ve yeni şirketler için çok ciddi bir engel teşkil etmektedir (Chun, 2000: 8). Chun; tezinde Leland ve Pyle (1977)¹in olumsuz seçim etkisi üzerine araştırmalarına değinmiş ve sonuç olarak Leland ve Pyle (1977)²in daha yeni ve daha küçük şirketlerin halka açılma konusunda daha az istekli oldukları yargısını desteklemiştir.

İMKB’de işlem gören şirketleri değerlendirdiğimizde KOBİ’lerin halka açılma oranlarındaki düşüklüğün bir nedeni olarak da bu sebebin düşünülmesi mümkündür.

1.4. Halka Arzın Tarafları

Şirketlerin hisse senetlerini halka arz etme kararı ile birlikte başlayacak olan yasal süreçte birçok kuruluşun koordineli bir şekilde faaliyet göstermesi gerekmektedir. Halka arz sürecinde yer alacak taraflar: halka açılacak şirket, yatırımcılar, aracı kuruluşlar, bağımsız denetim kuruluşları, düzenleyici kurum niteliğindeki Sermaye Piyasası Kurulu ve borsalardır.

1.4.1. Halka Açılacak Şirket

Halka açılacak şirket; sermayesinin bir bölümünü hisse senetlerinin bedelini ödemeye hazır kişilere satmayı amaçlayan şirket olarak tanımlanabilir. Halka arzı gerçekleştirmek

¹ LELAND, Hayne, PYLE, David, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermedation, Journal of Finance, Vol: 32, 371-387, 1977, Aktaran, CHUN, Hesuk; The Role of Stock Market in Korea: Determinants and Effects of Initial Public Offerings, The George Washington University, Columbian School of Art and Science, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, Washington 2000

² LELAND, Hayne, PYLE, David, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermedation, Journal of Finance, Vol: 32, 371-387, 1977, Aktaran, CHUN, Hesuk; The Role of Stock Market in Korea: Determinants and Effects of Initial Public Offerings, The George Washington University, Columbian School of Art and Science, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, Washington 2000

isteyen şirketler ilk olarak arzı mevcut payların halka arz edilmesi yoluyla mı yoksa sermaye artırımını yoluyla mı yapacaklarına karar vermeli ve SPK Seri:1 No:26 sayılı “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”nde belirtilen önkoşulları sağlamalıdır. Her iki arz şeklinde de ortak önkoşul:

Paylarının nominal değerleri toplamının, Kurul başvuru tarihi itibariyle ortaklığın nominal sermayesine oranının en az:

- 1) Sermayesi 14.200.000 TL kadar olan ortaklıklar için %25
- 2) Sermayesi 14.200.000 TL ile 70.800.000 YTL arasında olan ortaklıklar için %15
- 3) Sermayesi 70.800.000 TL ve daha fazla olan ortaklıklar için %5

olmasıdır.

Mevcut payların halka arz edilmesi yoluyla yapılacak halka arzlarda ayrıca ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması, hisse senetlerinde rehin ve teminata verilmek suretiyle devir ve tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması, hisse senetlerinin Kurul hisse senetlerinin şekil şartına ilişkin düzenlemelerine uygun olması şartları vardır (SPK Seri I, No:26).

Esasında arz işleminin gerçekleştirilmesindeki sorumluluk aracı kurumla yapılan aracılık yüklenim sözleşmesinin ardından aracı kuruma gitmekte, halka açılacak şirketin sorumlulukları ise halka arz işleminin ardından başlamaktadır. İhracı gerçekleştiren şirketin yönetim kurulu borsada fiyatların etkin bir şekilde oluşması ve yatırımcıların bilgilendirilmesi için finansal durumlarını ve faaliyet sonuçlarını, ayrıca şirketin yatırımcı gözündeki görüntüsünü etkileyebilecek olumlu ya da olumsuz haberleri kamuoyuna bildirme sorumluluğunu yerine getirmelidir (Küçüksözen, 1999: 15).

1998 yılı öncesinde Türkiye’de şirketlerin gerek büyüme arzusu, gerek enflasyonun etkisiyle kâr dağıtımını konusundaki politikaları net değildir (Ceylan, 2001: 405). Şirketlerin hisse senetlerine olan talebin bir anlamda hissedarların almayı arzuladığı kâr payı ile de ilgili olduğu da düşünülürse bu halka arzlarda şirketler için bir olumsuz imaj yaratmaktaydı. Ancak SPK Seri IV, No:27 “Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü Ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyulacak Esaslar Hakkında tebliği ile halka açılacak anonim ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl

zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın %20'sinden az olamaz hükmü getirilmiştir (Menemencioğlu, 2003: 16).

1.4.2. Yatırımcılar

Yatırımcılar tasarruf ettikleri fonlarını, para ve sermaye piyasası araçlarında değerlendirerek belirli bir gelir elde etmeye çalışan gruplardır (Menemencioğlu, 2003: 18). Halka arz sürecinin tarafları içinde yer alan yatırımcılar iki grup altında incelenebilir. Bunlar: ilk defa yatırım yapacak olan yeni yatırımcılar ve daha önce şirkette hisse senedi bulunan mevcut hissedarlardır. Yatırımcılar şirketlerin hisse senetlerine yatırım kararı verirken o şirketlerin finansal rakamlarına bakarak şirket değeri hakkında edindikleri izlenim doğrultusunda hareket ederler.

Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında: sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların;

- Yönetim kurulu başkanı ve üyeleri
- Kanuni denetçileri
- Murahhas müdürleri
- Genel müdür ve genel müdür yardımcıları
- Görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personel ile
- Bunların eşleri ile birinci derecede kan ve sıhrî hısımlarının

söz konusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan veya dolaylı olarak satın alamayacakları yani söz konusu şirketlerin arz ettikleri hisse senetlerine birer yatırımcı olamayacakları belirtilmiştir (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2003: 14).

Sermaye piyasası Kanunu'nun "Cezai Sorumluluk" başlıklı 47/A-1 maddesinde içerden öğrenenler ticareti (insider trading), sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek olarak tanımlanmış ve bunu yapan kişilere 2 yıldan 5 yıla kadar hapis, 10 milyar liradan 25 liraya kadar ağır para cezası getirilmiştir.

1.4.3. Aracı Kuruluşlar

Sermaye piyasasında aracılık; sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına ticari amaçla alım satımıdır (SPK Seri: V No:46 md. 3). Bu aracılık faaliyetini üstlenen kuruluşlardan biri de aracı kuruluşlar olup, sermaye piyasasında aracılık faaliyetlerini bankalar ve yatırım bankalarıyla birlikte sürdürürler.

Hisse senetlerinin halka arzı sürecinde en önemli taraf aracı kuruluşlardır. Bu nedenle aracı kuruluş seçiminde şirketlerin dikkat etmesi gerek bir takım hususlar vardır (Fuerst, Geiger, vd., 2002). Bunlar:

- İtibar ve Deneyim: Aracı kuruluşun, hizmetinden yararlanmış şirketler ve yatırımcı grupları arasında iyi bir itibarının olması gerekir. Piyasanın şirkete karşı ilk tutumu aracı kuruluşunun piyasadaki duruşuna bağlıdır.
- Halka Arzı Üstlenme Derecesi: Aracı kuruluşun planlanan halka arza gerekli dikkati ve insan gücünü sağlaması ve arz sonrası da şirketi ve hisselerini üstlenmesi gerekmektedir. Aracı kuruluşu düşen hisse senetlerini arz sonrası da geniş ölçüde takip etmek ve desteklemektir. Bu şekilde bir üstlenme olmaksızın şirketlerin yatırımcılar tarafından tanınabilirlik kazanması ve değerini yükseltmesi güçtür.
- Hisse Senetlerini Satma ve Dağıtma Kabiliyeti: Aracı kuruluşun hisse senetlerini başarılı bir şekilde satması ve bunları doğru yatırımcılara ulaştırması sadece halka arzında başarısında etki etmez, aynı zamanda hisse senetlerinin gelecekteki performanslarını da etkiler. Bireysel ve kurumsal yatırımcılar arasında doğru bir dağılımın yapılması gerekir. Bu dağılım hisse senetlerinin gelecekteki likiditesini ve volalitesini etkiler.
- Halka Arz Sonrası Ek Hizmet Sağlama Kabiliyeti: Aracılık faaliyeti yatırım bankalarının sadece bir departmanının işidir. İşletme hangi aracı kuruluşla çalışacağına bu yatırım bankasının daha sonra hangi hizmetlerinden yararlanabileceğini düşünerek de karar verebilir. Danışmanlık hizmeti bu duruma örnek olarak verilebilir.
- Aracı Kuruluşun Alacağı Spread Discount Tutarı: Aracı kuruluşun halka arz fiyatı ile gerçekleşen piyasa fiyatı arasındaki farktan elde ettiği gelir tutarı olup, bu tutar arzı gerçekleştiren şirketin çeşidine, arzın büyüklüğüne ve aracı kuruluşun satmayı düşündüğü hisse senedi fiyatına göre değişebilmektedir.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, bu aracılık faaliyetini yürüten kurumlardan herhangi biri ile halka açılacak şirket arasında yapılacak bir aracılık yüklenim sözleşmesine bağlanması gerekmektedir. Aracı kuruluşların halka arza aracılık faaliyetleri ise iki şekilde yapılmaktadır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu: 41):

- a) En İyi Gayret Aracılığı: Halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının izah namede belirtilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise ihraççıya iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder.
- b) Aracılık Yüklenimi: Bu yöntemde aracı kuruluş tarafından ihraççı şirkete halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının tamamının veya belirli bir kısmının satılacağı taahhüt edilmektedir. Aracılık yüklenim ise dört şekilde yapılabilmektedir.
 - o Bakiyeyi Yüklenim: Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılmasının ve satılmayan kısmının tamamının bedelinin satış süresi sonunda tam veya nakden ödenerek satın alınmasının satışı yapana taahhüt edilmesi yolu ile aracılık yüklenimi
 - o Tümünü Yüklenim: Sermaye piyasası araçlarının bedelinin, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasının satışı yapana taahhüt edilmesi yolu ile aracılık yüklenimi
 - o Kısmen Bakiyeyi Yüklenim: Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılmasının ve satılmayan kısmının bir kısmının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının taahhüt edilmesi yolu ile aracılık yüklenimi
 - o Kısmen Tümünü Yüklenim: Sermaye piyasası araçlarının bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasının satışı yapana taahhüt edilmesi yolu ile aracılık yüklenimi

Sözleşmenin yapılmasının ardından aracı kuruluş halka açılmak isteyen şirketin hisse senetlerini Sermaye Piyasası Kurul'una kaydettirir. Halka arz edilecek paylarının miktar ve fiyatının tespitinde kullanılmak üzere, tasarruf sahiplerinden herhangi bir bedel veya teminat alınmaksızın halka arza konu olacak paylarına ilişkin olası taleplerin toplanmasını ifade eden ön talep toplama sürecinin ardından aracı kurumlar vasıtasıyla satış süreci başlar. Bu satış süreci öncesinde ve satış süreci boyunca aracı kurumların iki ana görevi bulunmaktadır.

Bunlar; menkul kıymetlerin fiyatlandırılması ve bunun pazarlanması görevidir (Koç, 1998: 43). Piyasada talep eden taraf yani yatırımcı ile arz eden taraf yani ihraççı, aracı kurumun belirlediği fiyata tabi olacağından aracı kurumun fiyat belirleme konusunda her iki tarafın da aşırı getiri elde etmesini ya da herhangi bir mağduriyete uğramasını engelleyecek şekilde hareket etmesi gerekmektedir.

1.4.4. Bağımsız Denetim Kuruluşları

Bağımsız denetim: Şirketlerin kamuya açıklanacak veya Sermaye Piyasası Kurulu'na istenecek yıllık finansal tablo ve diğer finansal bilgilerinin, finansal raporlama standartlarına uygunluğu ve doğruluğu hususunda, makul güvence sağlayacak yeterli ve uygun bağımsız denetim kanıtlarının elde edilmesi amacıyla bağımsız denetim standartlarında öngörülen gerekli tüm bağımsız denetim tekniklerinin uygulanarak, defter, kayıt ve belgeler üzerinden denetlenmesi ve değerlendirilerek rapora bağlanmasını ifade eder (SPK Seri: X No:22 md.3/b).

Halka arzda sürecinde halka açılacak şirketin halka arz şekli nasıl olursa olsun Sermaye Piyasası Kurulu'na teslim etmesi gereken belgeler içinde mutlaka bir bağımsız denetim raporunun bulunması gerekmektedir. Halka arz sürecinde en önemli aşama hisse senedi fiyatının belirlenmesi olduğundan bağımsız denetime tabi tutulmuş, şirketin herhangi bir faaliyet bilgisini gizlemediği, üzerinde makyajlama yapmadığı, finansal tablo verilerinden yararlanarak belirlenecek bir hisse senedi fiyatı yatırımcıların korunması açısından önemlidir.

Bağımsız denetime tabi şirketlere yapılan denetim çalışmaları üç ayrı niteliktedir. Bunlar: (Kaval, 2003: 27)

- a) Sürekli Denetim: Halka açık şirketlerin, SPK gözetimine tabi diğer şirketlerin, bankaların, sigorta şirketlerinin yılsonu finansal tablolarının genel kabul görmüş denetim standartlarına uygun şekilde denetlenmesidir. Denetçilerin denetim görüşüne ulaşabilmeleri için yeterli zaman ve imkânlarının olması bu denetim sonucunda verilen raporların güvenilirlik düzeyinin oldukça yüksek olmasını sağlamaktadır.
- b) Sınırlı Denetim: Bazı şirketlerin ara finansal tablolarının, yıllık denetimi yapan bağımsız denetim kuruluşu tarafından ara dönemlerde denetlenmesi şeklinde yapılan denetimdir. 6. ayın sonu itibarıyla düzenlenen finansal tabloların bağımsız dış denetimden geçmiş olması gerekir. Halka açılmış ve

hisse senetleri borsada işlem gören şirketler, aracı kuruluşlar, menkul, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve fonları ve emeklilik yatırım fonları bu denetime tabidir.

- c) Özel Denetim: Sermaye piyasası araçlarının halka arzı için Sermaye Piyasası Kuruluna başvuru sırasında veya birleşme, bölünme, devir ve tasfiye durumunda bulunan şirketlerce, bu amaçlarla herhangi bir tarih itibariyle düzenlenmiş finansal tabloların bağımsız denetime tabi tutulmasını ifade eder (SPK Seri: X No:22 md.6).

1.4.5. Düzenleyici Kuruluş Olarak Sermaye Piyasası Kurulu

Sermaye piyasası, yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akımını sağlayan, aracı kurumlar ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan modern bir finansman sistemi (Ceylan, 2003: 345) olarak tanımlanabileceği gibi uzun vadeli yatırım araçlarının veya hiç vadesi olmayan hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasalar (Pinches, 1990: 21) olarak da tanımlanabilir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun başlıca görev ve yetkileri başlıca şu şekilde sıralanabilir (Kılınç, 1993: 48-49):

- Sermaye piyasası araçlarının ihracının, halka arz ve satış şartlarının düzenlenmesi ve denetlenmesi,
- İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının kurul kaydına alınması ve kamu yararının gerektirdiği hallerde sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışının geçici olarak durdurulması,
- Denetlemeye yetkili olanların sermaye piyasasında bağımsız denetleme faaliyetlerinde bulunmak üzere oluşturacakları kuruluşlara ilişkin kuruluş şartlarının ve çalışma esaslarının belirtilerek, bu şartlara uyan sermaye piyasasında bağımsız denetlemeye yetkili kuruluşların listeler halinde ilan edilmesi,
- Kamunun zamanında yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, genel ve özel nitelikte kararların alınması ve her türlü mali tablo ve raporlar ile bunların bağımsız denetimlerinin, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yayınlanacak izah name ve sirkülerin ve araçların değerini etkileyebilecek önemli bilgilerin kapsamının, standartlarının ve ilan esaslarının belirlenmesi ve bu konuda tebliğler yayınlanması,

- Kendisine tebliğ edilen mali tablo ve raporları, bağımsız denetleme raporları ile diğer belgeleri incelenmesi, gerekli gördüğü konularda ihraççı ve kurum denetçilerinden veya bağımsız denetçilerden ayrıca rapor isteyerek elde ettiği sonuçları değerlendirerek kanunda belirtilen gerekli önlemlerin alınmasıdır.

Yukarıda sadece birkaçına değinilen Sermaye Piyasası görev ve yetkileri ile ulaşılmak istenen nihai amaçları iki temel amaç olarak belirtmek mümkündür. Bunlar: Sermaye Piyasası'nın güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını sağlamak ve yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlamaktır.

Sermaye piyasalarımızda son dönemde yapılan düzenlemelerle AB müktesebatına uyum yönünde önemli mesafe kaydedilmiştir. Yatırımcıları koruma fonu ve menkul kıymetlerde kaydi sisteme geçiş gibi yatırımcı güveninin tesisine yönelik adımlar atılmıştır. Şeffaflaşma ve kurumsal yönetişimin geliştirilmesi bağlamında hisse senetleri borsada işlem gören şirketler, aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketleri için uluslararası finansal raporlama standartlarının uygulanması sağlanmıştır (DPT 9. Kalkınma Planı s.24).

1.4.6. Borsalar

Borsa kavramı oldukça geniş kapsamlı olup, birçok kıymetin borsası vardır. Altın borsası, zahire borsası, döviz borsası gibi sayılabilecek birçok borsadan ziyade halka arzın tarafı olarak burada ele alacağımız menkul kıymetler borsasıdır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda borsa şöyle tanımlanmıştır: "Sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsalar, özel kanunlarında yazılı esaslar çerçevesinde örgütlenerek, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak kurulan kamu tüzel kişiliği haiz kurumlardır" (Kılıç, 1993: 22). Likidite sağlama, ekonomik kaynak yaratma, sermaye mülkiyetini geniş bir topluma yayma, ekonominin göstergesi olma, uzun vadeli yatırımlara kısa vadeli tasarruflarla finansman sağlama, menkul kıymetlerle ilgili bilgilere kolay ulaşılmasını sağlama, güvence verme (Emre ve Fıkrıkoca, 2004: 3-4) gibi işlevleri olan menkul kıymetler borsaları Sermaye Piyasası Kurulu'nun gözetim ve denetimi altındadır. 1985 yılında faaliyete başlayarak Türkiye'deki tek borsa olma niteliğini koruyan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın görev ve yetkileri şöyle sıralanabilir (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2003: 187):

—Menkul kıymetlerin borsa kotuna alınmasıyla ilgili başvuruları, kotasyon yönetmeliğinde belirtilen esaslar dâhilinde inceleyerek ek bilgi ve belgeler istemek, başvuruları değerlendirerek karara bağlamak,

— Kanuni gerekler yerine getirilerek para, kambiyo, kıymetli madenler ile vadeli işlem piyasaları açmak,

— Borsa’da işlem görebilecek menkul kıymetler için türlerine göre menkul kıymetler pazarları oluşturmak, bu pazarlarda işlem görece menkul kıymetleri belirlemek ve borsa bülteninde yayınlamak pazarlara borsa binasında yer tahsis etmek,

— Borsa’da pazarların çalışma gün ve saatlerini belirleyerek Borsa bülteninde ilan etmek,

— Borsa pazarlarında yapılan işlemler sonucunda oluşan fiyatları ve bu fiyatlardan yapılan toplam işlem miktarını seans bitiminde ilan etmek,

— Borsa’da yapılan alım satım işlemlerini güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca ve düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak, bu kuralların dışına çıkan borsa üyelerine “ İMKB yönetmeliğine belirtilen müeyyideleri uygulamak,

— Borsa’da olağandışı menfi gelişmelerin meydana gelmesi halinde, mevzuatın verdiği yetkiler içinde gerekli önlemleri almak.

Hisse senetlerini halka arz edecek şirketler için iki alternatif vardır. Birincisi, hisse senetlerini borsaya kote ederek organize olmuş bir piyasa türü olan menkul kıymetler borsasında arz etmektir. İkinci alternatif ise daha çok yerel ve menkul kıymetleri tanınmayan şirketlerin, mali durumu iyi olmayan, banka, sigorta ve yatırım şirketlerinin tercih ettikleri organize olmamış sermaye piyasalarında (Ceylan, 2003: 351) arz etmektir. Hisse senetlerini arz edecek şirketler için bu iki alternatif arasında birçok teorik farklılık olmasına karşın yatırımcı açısından hiç belirgin bir fark yoktur (Fuerst, Geiger vd., 2002).

Menkul kıymetler borsasının da içinde yer aldığı sermaye piyasası uygulamada birincil ve ikincil piyasa şeklinde ikiye ayrılmıştır (Rodoplu, 1993: 10-11):

- a) Birincil Piyasalar: Sermaye piyasasında alıcı ile taşınır değeri çıkaran gerçek ya da tüzel kişilerin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır. Anonim

ortaklıkların kuruluşu veya sermaye artırımı sırasında, ya da yatırım ihraçları için çıkarılan hisse senetleri ve tahvillerin toptan satıldığı piyasalar olarak da tanımlanabilir.

- b)** İkincil Piyasalar: Yeni kurulan veya daha önceden kurulmuş bulunan şirketlere ait var olan hisse senedi ve tahvillerin alınıp satıldığı piyasalardır. Yatırımcılar aldıkları menkul kıymetleri ikincil piyasada kolaylıkla satabileceklerine inandıklarında birincil piyasada şirketlere kaynak aktarmaya daha kolay karar verebilmektedirler (Emre ve Fıkırkoca, 2004: 3).

1.5. Halka Arz Yolları

Şirketler hisse senetlerini şirketin kuruluş aşamasında ya da kuruluştan sonra halka arz edebilirler. Bu nedenle halka arz yollarını bu temel iki başlık altında incelemek mümkündür.

1.5.1. Kuruluş Aşamasında Halka Arz

Tedrici kuruluş olarak da adlandırılacak bu aşamada şirketler, T.T.K'nın 280. maddesi gereğince Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na kuruluş izni için başvururlar. Sonrasında da şirketler halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle Sermaye Piyasası Kurulu'na müracaat ederler. Kurul'dan halka arz izninin alınmasıyla birlikte kurul tarafından onaylanan izah name çeşitli yayın organlarında ilan ettirilir ve böylece halka, şirkete ortak olması için çağrıda bulunulur (Menemencioğlu, 2003: 19). Şirketin hisse senetlerini satın alan kişiler de bu anonim ortaklığa kuruluş aşamasında ortak veya kurucu olarak katılmış olurlar.

Kuruluş aşamasında halka arzda uygulanabilecek bir başka yöntem de belirli kişi veya gruplara ait şirketlerin mevcut hisselerinin belirli bir kısmının yeni kurulan holdinglere devredilmesi ve bu hisseler karşılığında da holdingden yönetime hâkim olacak kadar hisse senedi alınması ve holdingin geri kalan hisselerinin halka arz edilerek toplanarak fonlarla holdinge bağlı yeni şirketler kurulmasıdır (Karslı, 1994: 89). Gelişmiş ülkelerde faiz oranları düşük, halkın tasarruf ve yatırım gücü yeterli ve enflasyon oranı düşükse şirketlerin halka açık olarak kurulması söz konusu olmaktadır. Ancak, Türkiye'de şirketlerin halka açık olarak kurulmaları çok riskli görülmektedir. Tedrici kuruluşun Sermaye Piyasası Kurulu'nun kuruluşundan önce sıkça uygulanıp, SPK'dan sonra terk edilmesi SPK'nın talep ettiği aşırı formalitelerin de caydırıcı bir etken olduğunu görüşünü ortaya çıkartmıştır (Ceylan, 2003: 396).

1.5.2. Kuruluştan Sonra Halka Arz

Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği çerçevesinde kuruluşun sonra halka arzın üç şekilde gerçekleştirilebileceği belirtilmiştir.

1.5.2.1. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz

Şirketlerin sermaye artırımı yoluyla halka açılmalarındaki temel amaç, şirketin büyümek için ihtiyaç duyduğu fonların mevcut ortaklardan elde edilmesidir (Aksöyek, 1994: 18). Bu yolla yapılacak bir halka arz iki şekilde gerçekleştirilebilmektedir (Sermaye Piyasası Ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2003: 217):

- i. Şirketin sermaye artırımı yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü rüçhan haklarını kısıtlayarak Borsa'da veya Borsa dışında halka satabilmesi,
- ii. Şirketin sermaye artırımında ortaklarca rüçhan hakları kullanıldıktan sonra kalan hisse senetlerini Borsa veya Borsa dışında halka arz edebilmesi.

Sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemi Sermaye Piyasası Kurulu'nun 'Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar' tebliği ile düzenlenmiştir. Bu tebliğ doğrultusunda sermaye artımı yoluyla halka arzın halka açık olan ve halka açık olmayan şirketlerde ne şekilde yapılacağını belirtmek mümkündür.

1.5.2.1.1. Halka Açık Olmayan Şirketlerin Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerini Arzı

SPK Seri:1 No:29 sayılı Tebliğ'de belirtildiği üzere, halka açık olmayan şirketler, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerini halka arz edebilmektedirler. Kurul'a başvuru öncesinde yönetim kurulu esas sözleşmesinde sermaye ile ilgili maddede değişik yapılması, TTK hükümleri çerçevesinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin kararlar alınır. Sermaye artırımı yoluyla yapılan başvurularda halka arz edilecek hisse senetlerinin artırım sonrası ulaşacak nominal sermayeye oranının en az: sermayeleri 10 trilyon Türk lirasına kadar olan ortaklıklar için %25, sermayeleri 10 trilyon Türk lirası ile 50 trilyon Türk lirası arasında olan ortaklıklar için %15, sermayeleri 50 trilyon Türk lirası ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması gerekmektedir.

Yalnız, yukarıdaki esaslar çerçevesinde sermayelerinin %15'inin altında bir oranla ilk kez halka açılan şirketlerin, halka açılma tarihini izleyen 3. yılın sonuna kadar, nominal sermayelerinin %15'ine tamamlayacak şekilde hisse senetlerinin kurula kaydettirilmesi zorunludur. Söz konusu %15'lik oranın hesaplanmasında da tamamlama işleminin yapıldığı tarihteki nominal sermaye dikkate alınır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2003: 217).

1.5.2.1.2. Halka Açık Şirketlerin Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerini Arzı

Halka açık şirketlerde sermaye artırımı ile elde edilen getiri doğrudan hisse senetlerini ihraç etmiş olan şirkete gittiğinden, bu getiri şirketin istediği alanda kullanılabilir. İhtiyaç duyulan fonun karşılanması amacıyla yeni hisse senetlerinin satış işlemleri olarak tanımlayabileceğimiz bu sürece piyasa fiyatı yeterli ölçüde yükselmiş bulunan ve böylece sermaye maliyeti oldukça düşmüş şirketlerin yeni hisse senedi ihraçlarının da dahil edilebilmemiz mümkündür.

Şirketler esas sermaye ve kayıtlı sermaye sistemleri olmak üzere iki farklı sermaye sistemine tabi olabilmektedirler. Halka arz sürecinde de şirketlerin hangi sisteme tabi oldukları, nasıl bir sermaye artırımı prosedürüne tabi olacaklarını belirlemektedir.

Kayıtlı sermaye sisteminde, Ticaret siciline tescil edilmiş olan kayıtlı sermaye tavanı ile sınırlı kalmak şartıyla Türk Ticaret Kanunu hükümlerine tabi olmaksızın yönetim kurulunun kararıyla ve Kurul'un onayını takiben sermaye artırılabilir. Esas sermaye sisteminde ise, yönetim kurulunca esas sözleşmenin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarısı hazırlanır ve madde değişikliği için Kurul'un onayını takiben TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermaye artırımı kararı alınır. Bu genel kurulda, yeni pay alma haklarının kısmen ya da tamamen kısıtlanmasının toplantı gündemine alınmış olması halinde yönetim kurulu tarafından yeni pay alma haklarının kısıtlanma nedenlerinin ve satış için ortaklara teklif edilen fiyatın gerekçelerinin açıklandığı bir raporun ortakların bilgisine sunulması gerekmektedir (SPK, Seri:1, No:26 md 6, Değişik Üçüncü Fıkra Seri:1, No:29).

Esas ve kayıtlı sermaye sistemine tabi şirketlerin sermaye artırımı prosedürleri arasındaki farklılıkları bir tablo ile özetlemek gerekirse:

Tablo 1.1: Sermaye Artırımı Açısından Kayıtlı ve Esas Sermaye Sistemi Arasındaki Farklar

	Kayıtlı Sermaye Sistemi	Esas Sermaye Sistemi
Sermaye Artırımı Kararının Alınması	Yönetim Kurulu Kararı ile. Kayıtlı Sermaye tavanına kadar sermaye artırımları Yönetim Kurulu yetkisinde artırılabilir.	Genel Kurul kararı ile. Yönetim Kurulunca esas sözleşmenin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarısı hazırlanır ve madde değişikliği için Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayını takiben TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermaye artırımı kararı alınır.
Satın Alma Taahhüdü	Zorunluluk yoktur. Satılmayan paylar satış süresi sonunda 6 iş günü içinde iptal edilir.	Satın alma taahhütnamesi imzalanır. Satış süresi sonunda satılmayan payların taahhüt edenler tarafından satın alınma zorunluluğu vardır.
Hisse Senedinin Teslimi	Nakit sermaye artırımlarında satış anında, iç kaynaklardan sermaye artırımlarında ise kayda alma belgesinin verilmesinden itibaren 15 gün içinde teslim edilir.	Hamiline yazılı hisse senetlerinde sermaye artırımının tescilini izleyen 30 gün içinde, nama yazılı hisse senetlerinde ise 90 gün içinde hisse senetleri teslim edilir.

Kaynak: (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2003: 129)

1.5.2.2. Mevcut Hisse Senetlerinin Halka Arzı

Mevcut hisse senetlerinin halka arz edilmesi sürecinde şirkette hisse senedi sahibi olan hissedarlar ellerinde bulundurdukları hisse senetlerini borsada veya borsa dışında halka arz etmektedir.

Özelleştirme kapsamında olanlar dâhil ve hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş şirketlerde hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için gereken koşullar SPK, Seri:1 No: 26 ' Hisse senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar' tebliği madde 5'te belirtilmiştir. Buna göre, ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması, hisse senetleri nominal değerleri toplamının, Kurul'a başvuru tarihi itibarıyla ortaklığın nominal sermayesine oranının en az: sermayeleri 10 trilyon Türk lirasına kadar olan ortaklıklar için %25, sermayeleri 10 trilyon Türk lirası ile 50 trilyon Türk lirası arasında olan ortaklıklar için %15, sermayeleri 50 trilyon Türk lirası ve daha fazla olan

ortaklıklar için ise %5 olması, hisse senetlerinde rehin ve teminata verilmek suretiyle devir ve tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması, hisse senetlerinin Kurul hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkin düzenlemelerine uygun olması gerekmektedir.

Koşulların sağlanması halinde gerçekleştirilecek halka arz işlemi için hisse senetlerini satacak olan hissedarlar bir aracı kuruluş ile aracılık yüklenim sözleşmesi imzalayarak satış işlemine ilişkin tüm yetki ve sorumluluğu aracı kuruluşa devretmiş olurlar. Aracı kuruluşlar da öncelikle halka satılacak hisse senetlerinin kurul kaydına alınması için Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurur ve kayıt sonrası satış işlemlerini gerçekleştirir.

Bu şekilde gerçekleştirilen halka arzda, hisse senetlerinin nominal bedelinin üzerinde satılması nedeniyle oluşacak prim tutarının, söz konusu hisse senetlerini ihraç etmiş olan şirkete değil, hisse senetlerini arz etmiş olan gerçek ve tüzel kişi ortağa ait olmasıdır. Bu nedenle, ortaklara elde ettikleri fonları istedikleri yere kullanma hakkı doğacak ve bu da arz edilen hisse senetlerini alan yatırımcıların sağladıkları fonların, hisse senetleri satın alınan şirket tarafından kullanılmama tehlikesini doğurmaktadır (Kıymaz, 1997: 79). Hisse senetlerinin fiyatlandırılmasında en çok sorunla karşılaşılan yöntem olmasına rağmen tercih edilmesindeki en önemli nedenler elde edilen fonların kullanımının serbest olması ve Vergi Usul Kanunu'nun 80. maddesi ile şirkete vergi avantajı sağlamasıdır (Tille, 2000: 51).

1.5.2.3. Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı İle Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Hisse Senetlerinden Bir Kısmını Halka Arz Etmesinin Birlikte Yapılması

Her iki yöntemin ayrı ayrı uygulanması hallerinde geçerli olan düzenlemeler çerçevesinde uygulanabilecek bir yöntemdir (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2003: 217). Bu yöntemin uygulanması ile hem ortaklar hem de şirket halka arz yoluyla kaynak elde edebileceklerdir.

Türkiye'de 1997 yılından 2007 yılına kadar geçen süreç içerisinde gerçekleştirilen halka arzlarda kullanılan yöntemlerin dağılımı tablo 1.2'de belirtilmiştir.

Tablo 1.2: 2000–2008 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Halka Arz Yollarının Dağılımı

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Sermaye Artırımı	23	-	2	2	3	2	3	2	-
Mevcut Hisse Satışı	-	-		-	-	-	-	-	-
Sermaye Artırımı ve Mevcut Hisse Satışı	8	-	-	-	6	2	5	5	-
Ortak Satışı	4	1	2	-	3	5	7	2	2
Toplam	35	1	4	2	12	9	15	9	2

Kaynak: www.spk.gov.tr

1.6. Halka Arz Süreci

Halka arz sürecinin ilk ve en önemli aşaması şüphesiz şirketlerin halka açılmaya ne kadar hazır olduklarını tespit etmeye yönelik ön hazırlıklar yapmalarıdır. Halka açılmaya ne kadar hazır olduklarını tespit etmek için şirketler ve aracı kuruluşlar birtakım parametreleri dikkatle gözden geçirirler. Bu parametreler bir şirketin kurulmasına karar verilirken girişimcilerin ya da şirketlerin büyümesinin her bir aşamasında yatırımcıların dikkatle gözden geçirdikleri parametrelerdir. Başlıca parametreler şu şekilde sıralanabilir (Fuerst, Geiger vd., 2002):

- Ürün: Şirketin tüketicilere çekici gelen ürünleri var mı? Üründe geliştirme aşamaları tamamlanmış ve ürün üretilmeye başlanmış mı? Eğer arz edilen bir hizmetse, bunun katma değeri nedir? Bu tarz bir hizmet için piyasa var mıdır?
- Piyasa: Piyasa ne kadar büyüktür? Rakipler kimlerdir? Piyasaya girişi engelleyen unsurlar nelerdir? Piyasanın yüksek bir oranda büyümesi öngörülmekte midir? Rekabet ile piyasanın daha da hareketli olması beklenmekte midir?
- Satışlar: Şirketin mevcut satış hacmi ve gelecekteki potansiyel satış hacmi ne kadar büyüktür?

- Kârlılık: Şirket kârlı mıdır? Kâr potansiyeli nedir? Şirketin rekabetçi pozisyonu ve pozisyonu muhafaza etme ve geliştirme yeteneği nedir?
- Büyüme: Şirket faaliyetlerinin tahmini büyüme oranı nedir? İşletme yatırımcılara cazip gelecek sürdürülebilir bir büyüme oranı ön görmekte midir?
- Yönetim: Yönetimin deneyimi, kredibilitesi, nitelikleri ve gerek sermaye piyasasındaki beklentilerinden kaynaklanan koşulları gerek yasal koşulları şirketin halka açılması halinde sağlayabilme yeteneği
- Finansal Durum: İlk halka arz sonrası şirketin likidite durumunun ne olacağı, şirketin mevcut ve ilerisi için tahmin edilen kârlılık düzeyi, şirketin gelecekte elde etmesi umulan finansal kaynaklar yatırımcıların şirketi cazip bulmasında önemli faktörlerdir.
- Arzın miktarı: Şirketin piyasa değeri ve nakit ihtiyacı şirketin sermayesinde ne kadarlık bir artışa ihtiyaç duyduğunun tespit edilmesinde en temel göstergelerdir. Bununla birlikte, şirketlerin çok küçük miktarlarda hisse arz etmeleri sermaye piyasalarında alışılmış bir durum değildir: Bu arz sonrasında piyasada akan sermaye miktarı çok küçük olacaktır ve bu da uygun bir likiditeyi garanti etmeyecektir. Diğer bir açıdan, çok büyük miktarlardaki arz da, arz işlemi sonrası fiyatların düşmesine yol açacak fazladan hisse senetlerinin kalmasına sebep olacaktır.
- Yatırımcı tabanı: Şirketin değerini ve halka açık bir şirket olarak cazibesini etkileyecek en önemli faktörlerden bir tanesidir. Örneğin birinci sınıf bir risk sermayedarının şirkete yatırımcı olması, kurumsal ya da bireysel diğer yatırımcılar için oldukça cazip bir durum olacaktır. Benzer şekilde, iyi bir yönetim mekanizması ve yatırım tecrübesi olan girişimcilerin şirkete yatırımı şirketin tanınmasına katkı sağlayacaktır.
- Arz değeri: Şimdiye kadar sayılan tüm parametrelerin şirketin tahmini değeri üzerinde büyük etkisi olacaktır. Çok düşük değeri olan bir şirket, ilk halka arzlarda aslan payını alan birçok kurumsal yatırımcı açısından yatırım yapılmaya aday olarak görülmeyecektir. Bu da diğer yatırımcılar için şirketin cazibesini olumsuz yönde etkileyecektir.

Şirketlerin halka açılmak için büyüklük, olgunluk ya da kârlılık bakımından yeterliliğini ölçmek için hiçbir formül, evrensel bir kural yoktur. Ancak yakın zamanlarda gerçekleştirilmiş başarılı arzların incelenmesi yatırımcıların yeni halka açılacak şirketlerde

neye önem verdiklerini anlama açısından fayda sağlamaktadır (Blowers, Griffith, Milan, 1999: 99).

Halka arz süreci üç aşamalı bir süreç olarak incelenebilir (Kua, 2002: 14):

1- Başvuru öncesi süreç

2- Başvuru süreci

3- İlk halka arz sonrası süreç

1.6.1. Başvuru Öncesi Süreç

Başvuru öncesi süreç, şirketin halka açılma kararı vermesi ile Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurularını fiili olarak yapması arasındaki süreçtir (Kua, 2002: 14). İlk kez halka açılmaya karar veren şirketler için arzın gerçekleştirileceği dönemin belirlenmesi çok önemlidir. Borsanın yükseliş dönemlerinde yapılan halka arzlar şirketin daha çok getiri elde etmesini sağlayacaktır. Örneğin insanların tatilde olmayı tercih ettikleri Ağustos ayı ya da Aralık ayının son dönemleri yatırım yapmak isteyen yatırımcı bulmak güçtür (Geddes, 2003: 48). Nitekim Düzakın (1998), 1990–1997 yılları arasında Türkiye’de halka ilk arzı gerçekleştiren şirketler üzerine yaptığı çalışmasında şirketlerin %62,7 gibi büyük bir çoğunluğunun hisse senetlerini yükselen bir piyasada satmayı tercih ettiğini, %29,4’ünün durgun piyasayı ve %7,8 gibi küçük bir kesimin hisse senetleri ise düşen piyasada satmayı tercih ettiğini belirtmiştir. Türkiye’de de halka arz işlemleri sürecinde hisse senetlerinin Borsa’da işlem görmeye başlamasına kadar 6 haftalık bir süre geçmektedir. Halka arza yönelik zamanlamanın yapılmasında bu kriterin de göz önünde bulundurulmasında fayda vardır. Çünkü küçük borsalarda fiyatların düşme eğiliminde olduğu yükselen piyasa dönemi oldukça kısa olabilmektedir. Zamanlama konusunda karar verirken şirketlerin göz önünde bulundurabilecekleri bir diğer faktör de şirketin içinde bulunduğu sektöre yatırımcıların bakış açısıdır. Şirketler buldukları sektör revaçta iken arz işlemlerini gerçekleştirdikleri takdirde çok daha yüksek getiri elde edebileceklerdir (Akbulak, 1991: 49).

Yönetimde görev almayacak birtakım bağımsız yöneticilerin şirket bünyesine katılmasını sağlamak halka arz esnasında şirkete bazı yönlerden katkı sağlayabilmektedir. Bu yöneticilerin özellikle diğer halka açık şirketlerde yöneticilik görevi yapmış olmaları hem halka arzın gerektirdiği prosedürleri bilmeleri açısından hem de piyasadaki önemli kurumsal

ya da bireysel yatırımcılar tarafından bilinmeleri açısından şirkete büyük fayda sağlayacaktır (Geddes, 2003: 48).

Gelişmiş birçok ülkede halka açılma kararı vermiş şirketlerin hisse senetlerini nerede, hangi borsada satacaklarına karar vermeleri bu sürecin bir basamağı olarak görülmektedir. Eğer şirket büyük, tanınmış, kârlı ve ekonomide köklü bir yeri olan şirket ise kendi ülkesindeki ana menkul kıymet borsasında yer alacak ve hisse senetlerini yerel yatırımcılara satacaktır. Daha da büyük şirketler kendi ülkesindeki menkul kıymetler borsasında yer alıp, hisse senetlerini uluslar arası olarak satacaktır. Arz miktarı büyüdükçe daha geniş bir pazarlama çabası gerektireceğinden arzın gerçekleştirileceği piyasanın belirlenmesinde şirketlerin kıstas aldığı iki temel nokta; planlanan arz büyüklüğü ve şirketin amaçlarıdır (Geddes, 2003: 48). Türkiye’de ise halka arz edilecek hisse senetleri tek borsa olan İMKB’nin birincil piyasasında işlem görmektedir.

Birincil piyasalar, uzun vadeli fonların tasarruf sahibinden ihraççı şirkete doğrudan akışının olduğu ve yapılan hisse senedi satışları sonrası şirkete nakit sermaye girişini sağlayan piyasalardır. Birincil piyasalarda ilk gün açılış fiyatı izah namede yer alan halka arz fiyatıdır ve arz süresi izah namede belirtilen satış süresidir. Satışın ilk günü fiyat marjı açılış fiyatının %10’u olarak uygulanır. İzleyen günlerde ise önceki günün birincil piyasa seansının ağırlıklı ortalama fiyatının en yakın adıma uygulanması sonucu bulunan baz fiyata +/- %10 marj uygulanmaktadır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2003: 232).

Hisse senetlerini arz etmeye karar veren şirketler belirtilen hususları gerçekleştirmelerinin ardından sermaye artırımını ile halka arz söz konusu ise yönetim kurulu esas sözleşmesinde Kurul düzenlemelerine ve Sermaye Piyasası Kanununun amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri ve sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarımlarını hazırlayarak, Kurula başvurur ve esas sözleşme değişikliği için Kurul onayını alır. Bu işlemin ardından Kurul onayı ile başvuru Sanayi ve Ticaret Bakanlığında madde değişikliği için izin alınır ve yetkili bir aracı kuruluş ya da yatırım bankası ile aracılık yüklenim sözleşmesi imzalanır. Mevcut hisse senetlerinin arzı söz konusu ise doğrudan aracılık faaliyetini yürütmesi için yetkili bir aracı kuruluş ya da yatırım bankası ile aracılık yüklenim sözleşmesi imzalaması gerekmektedir. Aracı kuruluşlar, gerek yasal prosedürleri yürütmeleri gerekse hisse senetlerinin menkul kıymetler borsasında satışı sonrası minimum bir getiriye garanti etmeleri açısından oldukça önemlidir (Orhan, 2006: 45).

1.6.2. Başvuru Süreci

Aracı kuruluş, sözleşmenin imzalanmasının ardından menkul kıymetlerin Sermaye Piyasası Kurulu'na kaydı için başvurur. Kurul, başvuruları izah name ve sirkülerlerin, ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetlerine ilişkin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak, kamunun aydınlatılması çerçevesine dayanarak inceler (SPK Seri:1, No:26 Md.16). 30 günlük inceleme süresi içinde başvurular Kurul'ca değerlendirilerek, sonuçlandırılır. Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuru ile eş zamanlı olarak İMKB'ye de müracaatta bulunur. Şirket hisselerinin İMKB'de hangi pazarda işlem göreceği hususunda görüş sorularak alınan cevap şirketin izah name ve sirkülerinde belirtilir. Bunun dışında şirketlerin halka arz için hazırladıkları izah namelerde yer alması gereken hususlar: şirket hakkında genel bilgiler, mevcut sermaye ve paylar ile ilgili bilgiler, artırılan sermaye paylarına ilişkin bilgiler, halka arzın süresi, satış fiyatı, satış yöntemi gibi hususları içeren halka arzla ilgili genel bilgiler, şirketin uluslararası finansal raporlama standartları hükümlerine göre düzenlenen mali tabloları ve açıklamaları, yönetime ilişkin bilgiler, şirketin faaliyeti hakkında bilgiler, hisse senetleri ile ilgili vergilendirme esasları olarak sıralanabilir.

Kurul onayının alınmasının ardından izah namede yer alan denetlenen dönemlere ilişkin mali tabloların, bağımsız denetleme kuruluşlarınca denetlenmesi gerekmektedir. Hisse senetlerinin kurul kaydına alınmasının ardından Kurul'ca onaylanmış ve bağımsız denetim kuruluşunca denetlenmiş izah name, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde ortaklığın kayıtlı olduğu, tedrici kuruluşta ise merkezinin bulunduğu Ticaret Sicili'ne tescil ve TTSG'nde ilan ettirilmelidir (SPK Seri:1, No:26 Md.17).

Hisse senetlerinin pazarlanmasına ilişkin faaliyetlerin bir kısmı başvuru sürecinden önce, bir kısmı başvuru süreci ile eş zamanlı, bir kısmı da başvuru süreci sonrasında gerçekleştirilmektedir. Pazarlama sürecini; pazarlama öncesi faaliyetler, pazarlama faaliyetleri ve fiyatlama ve dağıtım faaliyetleri şeklinde temel olarak üç aşamada incelemek mümkündür.

Pazarlama öncesi faaliyetler uzunluğu bakımından en değişken süreçtir. Hisse senetlerini arz etmek üzere resmi işlemlere başlamadan önce, kurumsal ya da bireysel yatırımcılardan en yüksek talebi sağlamak için şirketler, bir yıl öncesinden reklam kampanyaları düzenleyebilmekte veya mevcut reklamlarında artışa gidebilmektedir (Geddes, 2003: 56). Yapılacak ilan ve reklam metinleri, yayım tarihinden en az 2 gün önce Kurul'a sunulur. İlan, reklam ve her türlü açıklamalarda izahname ve sirkülerde yer alan bilgiler

dışında herhangi bir bilgiye yer verilemeyeceği ve gerekli görüldüğü takdirde Kurul'un metinlerde değişiklik talep edebileceği SPK Seri:1 No:26 Md 26'da belirtilmiştir. Hisse senetlerinin kurul kaydına alınmasından önce, belirli bir fiyat aralığından, yatırımcıların olası talepleri aracı kuruluşlar tarafından toplanabilir. Ön talep toplama olarak adlandırılacak bu süreçte halka arz edilecek hisse senetlerinin miktar ve fiyatının tespitinde kullanılmak üzere, tasarruf sahiplerinden herhangi bir bedel veya teminat alınmaksızın halka arza konu olacak hisse senetlerine ilişkin olası taleplerinin toplanması sağlanır. Ancak ön talep toplama elde edilen sonuçlar reklâm amacıyla kullanılamaz ve ön talep toplama süresi 30 günden fazla olamaz (SPK Seri:1, No:26 Md.13).

Halka arz edilecek hisse senetlerinin fiyatının belirlenmesi de pazarlama öncesi faaliyetler kapsamında incelenebilir. Arz edilecek hisse senedi miktarı ve fiyatı üç temel kriter göz önünde bulundurularak belirlenir. Bu kriterler, ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve yatırımcının talep düzeyidir (Johnston, 2000: 5). Arz fiyatının belirlenmesi halka arz sürecinin en zor karar verme süreci olarak nitelendirilebilir. Çünkü belirlenecek fiyatın halka arzın tarafları içerisinde saydığımız yatırımcılar, ihraççılar ve aracı kurumların tümünü tatmin etmesi beklenmektedir ve bu üç tarafından beklentileri birbirinden farklıdır. İhraççı şirketler şirkete bünyesine girecek nakit akışını maksimize etmek için hisse senetlerinin en yüksek arz fiyatından satılmasını ister, yatırımcılar kısa vadeli bir yatırım sürecinde iyi bir getiri elde etmek için hisse senetlerini çok düşük bir fiyattan satın almak isterler, aracı kurumlar ise ihraççı şirket ile yatırımcılar arasında bir arabulucu görevi üstlenirler. Aracı kurumun ihraç fiyatını düşük tutması durumunda ihraççı şirket sahip olabileceği potansiyel kazançtan mahrum olacaktır ve bir başka aracı kurum ile anlaşma yoluna gidebilecektir. İhraç fiyatının yüksek tutulması durumunda ise hisse senedine olan talebin az olmasına ve halka arzın başarısız sayılmasına sebep olarak hem aracı kurum hem de ihraççı şirket açısından bir imaj zedelenmesine sebep olacaktır (Teker, Ekit, 2003: 118).

Pazarlama faaliyetleri kapsamında potansiyel yatırımcıları etkilemek için hazırlanan sunumlar sayılabilir. Bu sunumlarda piyasanın özellikleri ve büyüklüğü, şirketin arz ettiği ürün ve hizmetler, şirketin kurumsal stratejisi, finansal durumu, geçmiş finansal verileri, yönetimin yetkinliği gibi verilere yer verilir (Geddes, 2003: 157). Pazarlama faaliyetlerinin sürecini belirleyen temel etkenler; arzın büyüklüğü, piyasadaki rakip arzların sayısı olarak sıralanabilir (Geddes, 2003: 165).

Fiyatlandırma ve dağıtım aşamasında hisse senetlerinin hangi yöntemle satışa sunulacağına karar verilir. Satış işlemleri, SPK Seri: VIII, No:22 “Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği” 3.2.1 maddesi hükümleri çerçevesinde yerine getirilir.

Halka açılmak ya da Borsa’da sürekli olarak işlem görmek için hisse senedi arzında bulunacak şirketlerin ‘Talep Toplama’, ya da ‘Borsa’da Satış’ yöntemlerinden birini kullanmalarını zorunludur.

1.6.2.1. Talep Toplama Yöntemi

Yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin talepleri toplanarak bir değerlendirme sonrası bu araçlar yatırımcılar arasında dağıtımına tabi tutulur. Talep toplama yöntemiyle satış; sabit fiyatlarla, fiyat teklifi alma ve fiyat aralığı yoluyla yapılır (SPK Seri: VIII, No:37).

a) Sabit Fiyatla Talep Toplama

Satışa sunulacak hisse senetleri için hissedar ya da ihraççı tarafından sabit bir fiyat belirlenir. Talep toplama süresi, sirküler ilanından itibaren en az 3, en çok 5 iş günü geçtikten sonra başlar. Bu süre en az 2 iş günü olarak belirlenir. Satışa sunulan sermaye piyasası aracından almak isteyen yatırımcılar almak istedikleri miktara ilişkin bedelleri sirkülerde belirtilen banka hesabına yatırır ve halka arzı yürüten aracı kurumlara başvurarak Sermaye Piyasası Kurulu’na hazırlanmış talep formunu imzalarlar. Başvuru taleplerinin satışa sunulan pay tutarından az olması halinde bütün talepler karşılanır. Taleplerin satışa sunulan sermaye piyasası aracı tutarından fazla olması durumunda ise, talepler ya dağıtımını belirli bir yatırımcı kitlesi için ayrılan kısmı hariç olmak üzere satışa sunulan toplam tutarın talep eden yatırımcı sayısına bölünüp bu suretle bulunan tutarın ve altındaki alım taleplerinin karşılanması yoluyla ya da, herhangi bir yatırımcı grubuna tahsis edilmiş bulunan toplam sermaye piyasası aracı miktarının bu gruba gelen toplam talep miktarına bölünmesi ile arzın talebi karşılama oranının bulunup söz konusu oranın yatırımcıların talep ettikleri tutar ile çarpılarak, her bir yatırımcının talebinin arzın talebi karşılama oranında sermaye piyasası aracı tahsis edilmesi yoluyla karşılanır (SPK Seri: VIII, No:33, Md.4.1.1.1).

İzah name ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla; halka arz edilecek sermaye piyasası araçları yatırımcı grubuna, ihraççının çalışanlarına, ticari organik bağı bulunan yatırımcı

kitlesine veya ihraççının/hissedarın belirleyeceği bir yatırımcı kitlesine satılmak üzere sınırlandırılabilir (SPK Seri: VIII, No:41, Md.4.1.1.4).

b) Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama

Fiyat aralığı uygulanması halinde hisse senetleri taban fiyatı ile tavan fiyatı arasındaki marj %20'yi geçmemek şartıyla Kurul kaydına alınabilmektedir. Bu yöntemin uygulanması halinde talep tavan fiyat üzerinden toplanır. Satış fiyatının bir fiyat aralığı olarak belirlenmesi halinde, kesin satış fiyatı, talep toplamanın tamamlanmasını takip eden ilk iş günü Kurul'a bildirilir ve sirkülerin daha önce ilan edildiği gazetelerde yayımlanır.

Toplanan talep neticesinde dağıtım, oransal yöntem esasına göre yapılır. Yani, herhangi bir yatırımcı grubuna tahsis edilmiş bulunan toplam sermaye piyasası aracı miktarının bu gruba gelen toplam talep miktarına bölünmesi ile arzın talebi karşılama oranı bulunur. Söz konusu oran yatırımcıların talep ettikleri tutar ile çarpılarak, her bir yatırımcının talebi arzın talebi karşılama oranında sermaye piyasası aracı tahsis edilmesi suretiyle karşılanır (Seri: VIII, No: 37, Md.4.1.1.9).

c) Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama

Bu yöntem ile gerçekleştirilen halka arzlarda ihraççı ve hissedar tarafından hisse senedi satışlarında asgari bir satış fiyatı belirlenir ve üzerindeki fiyat teklifleri toplanır. Talep toplama süresi sirküler ilanından itibaren en az 3, en çok 5 iş günü geçtikten sonra başlar ve bu süre en az 2 iş günü olarak belirlenebilir. Satışa sunulan hisse senetlerinden almak isteyen yatırımcılar, almak istedikleri miktara ilişkin teklif verdikleri fiyat üzerinden bedelleri, sirkülerle belirtilen süre içinde sirkülerde belirtilen banka hesabına yatırır ve halka arzı yürüten aracı kuruluşça düzenlenen talep formunu doldurup imzalarlar. Talep formlarını toplayan aracı kuruluş, talep toplama süresinin sonunda hisse senetlerinin yatırımcılar arasında dağıtımını aşağıdaki esaslara göre yapar:

“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 dönüştürülür. Birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabildiği fiyat, satış fiyatı olarak belirlenir. Hisse senetlerinin dağıtımında bu fiyatı karşılayan teklifler dikkate alınır. Belirlenen fiyat düzeyinde talep edilen toplam hisse senedi miktarının satışa sunulandan fazla olması durumunda, en yüksek fiyatlı talepten başlamak suretiyle dağıtım işlemi yapılır.

Teşekkül eden fiyat seviyesinde birden fazla yatırımcının karşılanamayan talebi olması durumunda, yatırımcılar arasında dağıtım talep miktarı ile orantılı olarak yapılır. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilir, ortaya çıkan miktarın bu alt sınırın altında kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar dağıtım tabi tutulur. Dağıtım hesaplamalarında küsurat ortaya çıkması durumunda küsurat tama iblağ edilerek talebi tamamen karşılanamayan yatırımcılar arasında ihraççı veya hissedarın uygun gördüğü şekilde dağıtım yapılır.” (Seri: VIII, No: 33, Md. 4.1.1.7).

Sabine (1987)³'nin belirttiği üzere; eğer ihraç edilecek hisse senedi tutarı küçük ise ve yapılan pazar araştırmaları da potansiyel alıcılardan yoğun talep geleceğine dair sinyaller veriyorsa, satıcılar riskin küçük olduğunu ve teklif yönteminin en iyi sonucu vereceğini düşünürler. Ancak teklif yöntemi ile saptanan fiyat, her zaman potansiyel yatırımcılar tarafından iyi karşılanmamaktadır. Bazen sabit bir fiyat belirlemenin daha az karmaşık olduğu ve daha kolay değerlendirilebildiği düşünülmektedir. Bunun yanı sıra teklif yöntemi ile yapılan fiyatlandırmanın spekülasyon kârlarını azaltacağı ya da ortadan kaldıracığı da yaygın görüşlerdendir. İhraç edilen senetlerin başarısı, bazı pazarlarda büyük ölçüde spekülâtorlerin faaliyetlerine bağlı olmaktadır (Türüdü, 2001:57).

1.6.2.2. Borsada Satış Yöntemi

Borsada satış yöntemi İMKB yönetmelikleri çerçevesinde yapılmaktadır. Borsa kanalıyla halka arz edilecek hisse senetleri, Borsa Birincil Piyasa'da işlem görür. Bunun için, asgari 20 işgünü önce Borsa'ya başvurulması gerekmektedir (Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2003: 215). Borsada satış yöntemini talep toplama yönteminden ayıran temel farklılık borsada satış yönteminin uygulanabilmesi için Kurul kaydının yanı sıra Borsa yönetim kurulunun onayının da alınması gerekmesidir.

³ SABİNE, Martin, Corporate Finance: Going Public and Issuing New Equity and Takeovers, Mergers and Disposals, London, Butterworths, 54-55, 1987, Aktaran, TÜRÜDÜ, Engin; Ülkemizde İlk Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2001

Tablo 1.3: 2000–2008 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Halka Arzlarda Uygulanan Satış Yöntemleri

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Sabit Fiyatla Talep Toplama	34	1	3	-	9	2	4	1	-
Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama	-	-	-	-	1	3	4	7	1
Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Borsada Satış	1	-	1	2	2	4	7	1	1
TOPLAM	35	1	4	2	12	9	15	9	2

Kaynak: www.imkb.gov.tr

2000–2008 yılları arasında halka açılan toplam 89 şirketin yaklaşık %79'unu oluşturan 70 şirket halka arz yöntemi olarak talep toplama yöntemini, kalan 19 şirket ise borsada satış yöntemini tercih etmişlerdir. Talep toplama yöntemini kullanan 70 şirketin 54'si sabit fiyatla, 16'sı ise fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemini uygulamıştır.

1.6.3. İlk Halka Arz Sonrası Süreç

Şirketin hisse senetlerinin halka açılmasının ardından aracı kuruluşlar istikrar sağlama (stabilization), hisse analizi gibi farklı birtakım görevler üstlenebilmektedir. Eğer hisse senedi fiyatları düşerse aracı kuruluşlar hisseleri geri satın alarak ihracı destekleyebilmektedir (Kua, 2002: 18).

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik faaliyet yatırımcıların korunması adına yasal olarak kabul edilmektedir. Aracı kurumların fiyat istikrarını sağlayıcı işlemleri ilgili hisse senedinin borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren en çok 30 gün süreyle gerçekleştirilebilmektedir. Aracı kurumlar bu süre içerisinde fiyat istikrarını sağlamak amacıyla alımda bulunmaktadır. Ayrıca istikrar sağlayıcı işlemler sırasında halka arz fiyatının üzerinde emir verilemeyeceği de ilgili yönetmelikte açıkça belirtilmiştir. Diğer taraftan, eğer hisse senedi fiyatları yükselirse de ihraççı şirket ile aracı kurum arasında yapılan aracılık sözleşmesine göre aracı kuruluşlar %15 daha fazla hisse senedini arz fiyatından satın alabilmektedirler.

1.7. İlk Halka Arzlarda Karşılaşılan Anomaliler

Şirketlerin hisse senetlerini ilk kez halka arz etmelerinin ardından bu şirketlere ait hisse senetlerinin fiyat performanslarına ve dolayısıyla yatırımcılarına sağladıkları getirilerine ilişkin ampirik bulgularda şaşırtıcı sonuçlar elde edilmiştir. Hem kısa hem de uzun dönemde elde edilen bu sonuçları açıklamaya yönelik birçok hipotez öne sürülmüştür. Bu çalışmada bu hipotezler genel olarak üç başlık altında toplanmıştır;

- Düşük Fiyatlama Olgusu
- Sıcak ve Soğuk Piyasa Olgusu
- Uzun Dönem Düşük Performans

1.7.1. Düşük Fiyatlama Olgusu

Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin işlem görmeye başlamasından sonraki ilk günde hisse senedi kapanış fiyatının ihraç fiyatından daha yüksek seviyelere çıktığı gözlenmiştir. Finans literatüründe düşük fiyatlama olarak adlandırılan bu durumu açıklamaya yönelik son 30 yıldır yüzlerce akademik çalışma yapılmış ve yapılmaktadır (Taranto, 2001: 4).

Halka ilk arzlarda düşük fiyatlamaı açıklamaya yönelik hipotezlerin büyük çoğunluğu piyasa katılımcıları olarak sayabileceğimiz ihraççı şirket, aracı kurum ve birincil piyasaların ilk yatırımcıları veya ikincil piyasalardaki daha büyük yatırımcı grupları arasındaki asimetrik bilginin varlığından yola çıkmıştır. Düşük fiyatlamaı yönelik geliştirilen modellerin büyük çoğunluğu bu piyasa katılımcılarından birinin şirketin gerçek değerine dair daha üstün bir bilgiye sahip olduğu varsayımını kabul etmiştir (Marshall, 1998: 5). Bunun yanı sıra çok kabul gören başka bir açıklama ise düşük fiyatlamanın aracı kurumların riskten kaçınması ile alakalı olduğudur. Aracı kurumlar ya da yatırım bankaları halka ilk kez arz edilecek hisse senetlerini aracılık maliyetlerini ve risklerini düşürmek amacıyla bilinçli olarak düşük fiyatlamaı yapmaktadır. Başka bir deyişle düşük fiyatlama, başarısız bir arz gerçekleştirme ve bununla alakalı kayıplara katlanma olasılığını azaltan bir metot hizmeti görmüştür (Wu, 2000: 62). Halka ilk arzlarda düşük fiyatlama olgusunu açıklamaya yönelik geliştirilen başlıca hipotezler şunlardır:

— **Sinyal Modeli⁴**: Sinyal modeli, ihraççı şirketin, şirket değeri hakkında yatırımcı ve aracı kuruluşlardan daha fazla bilgiye sahip olduğu varsayımı ile geliştirilmiştir. Düşük fiyatlama ileride şirket değerine itibar katacak bir güvenilirlik sağlayacaktır. Böylece ihraççı şirket ilk halka arzda kaybettiği parayı dönemsel hisse senedi arzlarından elde ettiği getiri ile tazmin edecektir (Marshall, 1998: 5).

Allen ve Faulhaber (1989), şirketin durumunu en iyi bileninin yine şirketin kendisi olduğunu varsaymışlar ve ilk halka arzlar için sıcak bir işlem piyasasının olduğu varsayımı ile bir model geliştirmişlerdir. İyi durumdaki şirketler ilk halka arzlarını düşük fiyatlamayı karşılayabilir ve sonrasında gerçekleştirecekleri dönemsel hisse senedi arzlarında düşük fiyatlamalarını telafi ederler. Hisse senetlerinden ilk getirileri yüksek olan yatırımcılar üzerinde şirket iyi bir etki bıraktığı için yatırımcılar şirketin dönemsel hisse senedi arzlarına iyi bir fiyat ödemeye istekli olacaktırlar.

Welch (1989), iyi durumdaki şirketlerin sonraki dönemlerde yapacakları dönemsel hisse senedi arzlarını daha yüksek bir fiyatta gerçekleştirme amacını sağlamak için kendi halka ilk arzlarını durumu iyi olmayan şirketlerin halka ilk arzlarından farklı kılmaya yönelik teşviklerinin olduğunu belirtmiştir. Durumu iyi olmayan şirketlerin durumu iyi olan şirketleri taklit etmesi belirgin bir düşük fiyatlama maliyetine maruz kalmalarına sebep olacaktır. İlk halka arz ile dönemsel hisse senedi arzı arasındaki dönemde, iyi durumda olmayan şirketin gerçek durumun ortaya çıkması durumunda düşük fiyatlama ilk halka arz piyasasında iyi durumda ve kötü durumda olan şirketlerin ayırt edilmesinde bir faktör olacaktır.

— **Asimetrik Bilgi Modeli⁵**: Asimetrik bilgi modelinde en çok atıfta bulunulan iki çalışma Baron (1982) ve Rock (1986)'ya aittir. Çalışmalarında düşük fiyatlamamanın derecesini ilk halka arz piyasasının çeşitli katılımcıları arasındaki asimetrik bilginin düzeyine bağlamışlardır.

Baron (1982), geliştirdiği modelde ihraççı şirketin yatırım bankası hizmetlerinden yalnızca danışmanlık ve dağıtım hizmetlerinden yararlandığını belirtmiştir. İhraççı şirket ve yatırım bankasının hiçbir şekilde riske maruz kalmayacağı varsayımı ile aracılık sözleşmesi göz ardı edilmiştir (Bhabra, 1995: 12). Buna ek olarak, yatırım bankalarının sermaye piyasaları hakkında ihraççı şirketlere göre daha fazla bilgi sahibi olduğu ve bu nedenle de

⁴ Literatürde “Signalling Models” olarak geçmektedir.

⁵ Literatürde “Informational Asymmetry Model” olarak geçmektedir.

hisse senetlerinin yatırımcılara dağıtımını daha iyi yapacağı ve doğru bir piyasa fiyatı belirleyeceğini varsaymıştır. Yatırım bankası ise, halka arzda başarısız olma riskinden kaçınmak, dağıtım için harcayacağı çabayı azaltmak için hisse senetlerini düşük fiyatlayarak arza yeterli bir talep yaratılmasını sağlamayı amaçlamışlardır. Neticede arz fiyatındaki düzenleme ihraççı şirket ile yatırım bankası arasındaki asimetrik bilgiye dayanmaktadır.

Mascarella ve Vetsuypen (1989), Baron (1982)'un hipotezini test etmek üzere bir model oluşturmuşlardır. Bu modelde Baron'un belirttiği asimetrik bilginin oluşmasını engellemek için asimetrik bilgi akışında taraf olan iki kesimin tek paydada toplanmasını sağlamışlardır. Yani,38 tane yatırım bankasının kendi hisse senetlerini ilk kez halka arz ettikleri durumda düşük fiyatlama olgusunu sınımlamışlardır. Ancak Baron'un modeline göre asimetrik bilgi söz konusu olmayacağından herhangi bir düşük fiyatlamadan da oluşmaması gerekirken hisse senetlerinin düşük fiyatlandığını tespit etmişlerdir.

Rock (1986), ise düşük fiyatlamayı Baron (1982)'un aksine yatırım bankası ile ihraççı şirket arasındaki asimetrik bilgiye değil piyasadaki iki çeşit yatırımcı arasındaki asimetrik bilgiye bağlamıştır. Rock (1986) piyasadaki yatırımcıları bilgilendirilmiş yatırımcılar ve bilgilendirilmemiş yatırımcılar olarak sınıflandırmıştır. Bilgilendirilmiş yatırımcı hisse senedinin arz fiyatının üzerinde bir fiyatla işlem göreceğini tahmin edebilecek bilgiye belirli bir maliyete katlanarak sahip olmuş yatırımcı olarak tanımlanmıştır. Eğer hisse senetleri düşük fiyatlanırsa yani oluşan piyasa fiyatı arz fiyatının altında olursa satın alma emri vereceklerdir. Aksi durumda yani oluşan piyasa fiyatının arz fiyatının üzerinde olması durumunda ise bu tarz bir ihraca yatırım yapmaktan kaçınacaklardır. Bilgilendirilmemiş yatırımcılar ise oluşabilecek herhangi bir düşük fiyatlamadan habersiz oldukları için hem düşük fiyatlanmış hem de yüksek fiyatlanmış hisse senetlerine yatırım yapabileceklerdir. Böylece prim yapmış hisse senetlerine yatırım yapan yalnızca bilgilendirilmemiş yatırımcılar, düşük fiyatlanmış hisse senetlerine yatırım yapan ise hem bilgilendirilmiş hem de bilgilendirilmemiş yatırımcılar olacaktır.

— **Monopson Güç Hipotezi**⁶: Logue (1973)⁷ ve Reilly (1977)⁸, düşük fiyatlamamanın yatırım bankacılığının monopson gücünden kaynaklandığını belirtmiştir. Monopson modeli ihraççı şirket ile aracı kurumun pazarlık gücüne bağlı olarak oluşan bir arz fiyatının söz konusu olduğu durumlarda geçerli olacaktır. Eğer yatırım bankası hisse senedi piyasası ve endüstrinin durumu hakkında ihraççı şirkete göre daha fazla bilgiye sahipse kendi maliyetlerini ve riskini azaltmak isteyecektir. Yatırımcılara daha yüksek bir getiri sunarak ihraççı şirketin avantajlarını kendine çekmiş olacaktır. Böylece ilk halka arza talep yaratmak için harcaması gerek çabayı azaltmış olacaktır. Diğer taraftan piyasa koşulları ile ilgili olarak ihraççı şirketin daha fazla bilgi sahibi olduğu durumda aracı kuruluşun pazarlık gücü daha az olacak ve satıştan elde edilecek prim miktarı beklenenin altında olacaktır. Büyük şirketler genelde daha bilgili oldukları için sahip oldukları avantajlı durumdan yatırım bankalarının faydalanmasını engelleyebilirler. Ampirik çalışmalar da küçük şirketlerin büyük şirketlere göre daha çok düşük fiyatlandığını doğrulamıştır (Bhabra, 1995: 19).

Chalk ve Peavy (1987), küçük spekülâtif şirketlerin hisse senetlerinin aracılık faaliyetlerinde monopson bir gücün olduğunu belirtmişlerdir. Böyle bir durumda aracı kuruluşların çok büyük bir pazarlık gücüne sahip olduklarını ve hisse senetlerini de amaçlı olarak düşük fiyatladıklarını düşünmüşlerdir. Hisse senetleri aşırı bir talep olması durumunda da aracı kuruluşun hisse senetlerini devamlı ve büyük müşterilerine öncelikli olarak verdiği görüşünü tartışmışlardır. Aracı kuruluşların da sonradan bu müşterilerden daha yüksek ücret talep ederek ya da başka hizmet adı kapsamında fazla getirilerden gelir elde ettiğini bildirmişlerdir (Marshall, 1998: 10).

— **Sigorta Hipotezi (Yasal İşlemleri Önleme Hipotezi)**⁹: Düşük fiyatlamamanın yasal işlem olasılığına karşı bir sigorta işlevi göreceği görüşünü ilk kez Logue (1973)¹⁰ ve Ibbotson

⁶ Literatürde “Monopsony Power Hypothesis” olarak geçmektedir.

⁷ LOGUE, D. E.; On The Pricing of Unseasoned Equity Issues, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol: 8, 91-103, 1973, Aktaran, BHABRA, Singh Harjeet; Informational Asymmetries and Pricing of IPOs: An Analysis of Firm Quality, Signals and Subsequent Performance, University of Missouri, The faculty of Graduate School, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, Columbia, May 1995

⁸ REILLY, F. K., New Issues Revisted, Financial Management, Vol: 6, 28-42, 1977, Aktaran, BHABRA, Singh Harjeet; Informational Asymmetries and Pricing of IPOs: An Analysis of Firm Quality, Signals and Subsequent Performance, University of Missouri, The faculty of Graduate School, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, Columbia, May 1995

⁹ Literatürde “Insurance Hypothesis (Litigation Avoidance Hypothesis) olarak geçmektedir.

(1975) ortaya atmıştır. Sonrasında Tiniç (1988) bu fikri geliştirmiş ve ampirik çalışmalarla sigorta (yasal işlemleri önleme) hipotezini destekler nitelikte bulgulara ulaşmıştır (Dhatt, 1995: 34) Tiniç (1988), yatırımcıların açacak oldukları bir dava karşısında yatırım bankalarının zarara uğrayacaklarını bildikleri için düşük fiyatlamayı yasal işlemlere karşı bir sigorta şeklinde kullandıklarını belirtmiştir. Şöyle ki hisse senetleri için gerçek değerinin altında bir arz fiyatının belirlenmesi gelecekte açılması olası bir davanın olası maliyetlerine karşı bir önlem olacaktır. Böylece yatırım bankaları hakkında olumsuz bir reklam söz konusu olamayacaktır.

ABD’de 1933 Menkul Kıymetler Yasası ile aracı kuruluşlar, ihraççı şirket sahipleri, bağımsız denetçiler, yönetim kurulu üyeleri gibi ilk halka arz başvuru talep formunda imzası olan tüm yetkililerin, sadece ihraççı şirketin durumu hakkında yanlış ve yanıltıcı bilgi vermeleri halinde değil aynı zamanda talep başvuru sürecinde ihmal ettikleri tüm işlemler için sorumlu olacakları belirtilmiştir (Almisher, 1998: 24). Örneğin, aracı kurumlar kamuyu aydınlatma yükümlüğünü tam olarak yerine getirmezlerse yatırımcılar, uğradıkları zararın tazmini için dava açabileceklerdir.

Tiniç (1988), 1933 Menkul Kıymetler Yasası öncesi yatırım bankasının niteliği ile düşük fiyatlama düzeyi arasında hiçbir ilişki olmadığını, ancak yasa sonrasında daha prestijli yatırım bankalarının yeni hisse senetlerine prestijli olmayan meslektaşlarına göre daha fazla rağbet gösterdiğini ve aynı zamanda prestijli yatırım bankalarının bu yasa sonrasında daha az riskli halka ilk arzlarda bulunmaya başladıklarını belirtmiştir (Almisher, 1998: 26).

Drake ve Vetsuypens (1993), Tiniç’in yapmış olduğu ampirik çalışmada 1933 Menkul Kıymetler Yasası sonrası 1966–1971 dönemini değil de 1972–1977 dönemini seçmesi halinde ortaya koyduğu sigorta (yasal işlemleri önleme) hipoteziyle uyumsuz sonuçlar elde edileceğini ileri sürmüşlerdir. Ayrıca kendileri 1933 Menkul Kıymetler Yasası sonrası yapmış oldukları yanlışlık dolayısıyla yatırımcılar tarafında dava edilen 93 ilk halka arz örneği üzerinde bir çalışma yapmışlardır. Halka ilk arzların ortalama %9.13 oranında düşük fiyatlandırıldığını ve bu oranın ele aldıkları dönemdeki tüm ilk halka arzlardaki düşük fiyatlama oranı ile hemen hemen aynı olduğunu tespit etmişlerdir. Sonuç olarak Tiniç’in ileri sürdüğü sigorta hipotezinin geçerli olmadığını belirtmişlerdir (Drake, Vetsuypens, 1993: 80).

¹⁰ Bkn: Logue, D.; On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969, Journal of Financial and Quantative Analysis, Vol 8, 91-103, 1973

Keloharju (1993), Finlandiya piyasasında 1984-1989 döneminde 91 ilk halka arz örneğini ele almış ve %8,7 oranında bir düşük fiyatlama tespit etmiştir. Kendi ülkesinde sigorta (yasal işlemleri önleme) hipotezinin geçerli olamayacağını çünkü ABD'deki gibi bir yasal düzenlemenin mevcut olmadığını belirtmiştir (Almisher, 1998: 27). Lowry ve Shu (2002) ise, yapmış oldukları çalışmada aynen Keloharju (1993) gibi düşük fiyatlamasının ülkelerinde böyle bir yasa olmamasından dolayı yatırım bankalarının kendilerini sigorta etmek için sergiledikleri tutumdan kaynaklanmadığını belirtmişler ve ayrıca bu yasanın geçerli olmadığı birçok ülkede de düşük fiyatların gerçekleştiğini söylemişlerdir. Ayrıca ileride şuan yürürlükte olan yasanın değişebileceğini ve şirketlerin aracı kurumları halka açılırken çok fazla düşük fiyatlandırdıkları için dava açabileceklerini ve aracı kurumların her iki şekilde de sor durumda kalacaklarını ileri sürmüşlerdir (Menemencioğlu, 2003: 44).

—**Heterojen Düşünceler ve Pazar Uyuşmazlıkları¹¹**: Miller (1977), ilk halka arzların düşük fiyatlamasının, arz edilen hisse senetlerine beklenenden fazla talep oluşması ve talebin tamamının karşılanamayıp bir kısıtlamaya gidilmesi sonucunu yansıttığını öne sürmüştür. İlk halka arzdan istediği tahsilâtı elde edemeyen iyimser yatırımcılar ikincil hisse satışlarında almak istedikleri hisseleri geri tahsil edeceklerdir. Kötümser yatırımcılar ise kâr sağlamak amacıyla hisse senetlerini satıp daha sonra düşük fiyatla geri almak gibi bir strateji izleyemeyeceklerdir (Marshall, 1998: 9). Buna ek olarak, Miller (1977) de yatırımcıların düşüncelerindeki farklılık ve belirsizlikten ötürü ilk halka arz edilen hisse senedi fiyatlarının arzın hemen sonrasında artacağı da belirtilmiştir. Gelecek bu kadar belirsizken ve tahminde bulunmak bu kadar zorken kimi yatırımcıların her bir hisse senedinin riski ve getirisi üzerine gerçek değerine çok yakın tahminlerde bulunması imkânsızdır (Miller, 1977: 1). Bu nedenle de yatırımcı görüşleri çoğu zaman birbirinden farklı olacak ve bu da hisse senedi fiyatlarını etkileyecektir.

Aggarwal ve Rivoli (1990), 1977–1987 döneminde 1598 halka ilk arz edilen hisse senetleri üzerinde yapmış oldukları çalışmalarında düşük fiyatlamasının ilk halka arz edilen hisse senetlerinin aşırı değerlendirilmesi sonucu oluşan bir anomali olduğunu belirtmişlerdir. Ve bu anomalinin de rasyonel olmayan beklenti içinde olan ya da aşırı iyimser yatırımcı kesiminden kaynaklandığını, aracı kurumların düşük fiyatlamada herhangi bir etkisi olmadığını belirtmişlerdir.

¹¹ Literatürde “Heterogeneous Beliefs and Market Frictions” olarak geçmektedir.

Rajan ve Servaes (1997), 1975 ve 1987 yılları arasındaki veriler ile yapmış olduğu çalışmalarında analizcilerin ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin gelecekteki getirileri ve uzun vadeli büyüme beklentilerinin oldukça iyimser olduğunu tespit etmişlerdir (Rajan ve Servaes, 1997: 1). Yatırımcıların karar aşamasında analizci görüşlerini çokça dikkate aldığı düşünülürse Rajan ve Servaes'in çalışması Miller'in hipotezini doğrular nitelikte olmuştur (Rajan ve Servaes, 1997: 1).

— **Riskten Kaçınan Aracı Kurum Hipotezi:** Aracı kurumların hisse senetlerini hiç zarara uğramaksızın satmak istemesi halka arzda başarısız olma riskini azaltması demek olduğundan aracı kurumlar satılmasında aracılık ettikleri hisse senetlerinin fiyatını düşük belirlemeyi tercih etmektedirler (Kunz ve Aggarwal, 1994: 713).

1.7.2. Sıcak ve Soğuk Piyasa Olgusu

Gerçekleştirilen ilk halka arz sayısının ve bu arzlardan kısa dönemde elde edilen getirilerin normalin çok üstünde yüksek olduğu dönemler sıcak piyasa ve ilk halka arz sayısının ve bu arzlardan elde edilen getirilerin göreceli olarak daha düşük olduğu dönem soğuk piyasa olarak kabul edilmiştir.

Ibbotson ve Jaffe (1975), bu olguyu akademik olarak ele alan ilk kişilerdir. Sıcak piyasayı ortalama ilk gün getirisinin medyandan daha büyük olduğu ay olarak tanımlamışlardır. Ortalama ilk gün getirilerinin yüksek olduğu ayları daha sonra artan işlem hacminin takip edeceğini söylemişlerdir. 1960-1970 yılları arasında gerçekleştirilen ilk halka arzları ele alarak yaptıkları çalışmaları neticesinde ihraççıların daha yüksek fiyatlardan soğuk piyasa dönemlerinde faydalandığı çıkarımında bulunmuşlar ve ihraççıların soğuk ve sıcak piyasa dönemlerini geçmiş verileri kullanarak tespit etmeleri gerektiğini vurgulamışlardır.

Ritter (1984), 1960-1982 yılları arasında gerçekleştirilen ilk halka arzları ele almıştır. Oldukça yüksek bir oran olan %48,4'lük bir ortalama getiri oranını, 1980-1981 yılları arasında gerçekleştirilen ilk halka arzlarda ve göreceli olarak daha düşük olan %16,3'lük bir getiri oranını da 1977-1982 döneminde gerçekleştirilen ilk halka arzlarda tespit etmiştir. Çok daha yüksek getiri oranına sahip birinci dönemi sıcak piyasa ikincisini ise soğuk piyasa olarak nitelendirmiştir.

Ibbotson, Sindelar ve Ritter (1988)¹², 1960-1987 dönemini ele alarak yaptıkları çalışma neticesinde sıcak ve soğuk piyasa olgusunu doğrulamışlar ve ilk halka arzların ortalama getirileri ile halka arz sayısı arasında oldukça net bir ilişkinin varlığını ispatlayarak daha önceki çalışmalara katkı sağlamışlardır (Yi, 1997: 7).

Loughran ve Ritter (2002), yaptıkları çalışmalarında Mart 1991 ve Ağustos 1998 arasındaki her ay gerçekleştirilen ilk halka arzlardaki ortalama ilk gün getiri oranının %30'un altında ve Kasım 1998 ile Mart 2000 arasında her ay gerçekleştirilen ilk halka arzlardaki ortalama ilk gün getiri oranının %30'un üstünde olduğunu tespit etmişlerdir.

1.7.3. Uzun Dönem Düşük Performans

İlk halka arzlar üzerine yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu kısa dönemde yanlış fiyatlandırma ve bunun olası açıklamaları üzerine yoğunlaşmıştır. Az sayıdaki araştırmacı anormal getirilerin, aracı kurumların yanlış fiyatlandırmasından ziyade arz sonrası piyasa etkisizliğinden kaynaklanabileceğini öne sürmüştür.

Uzun dönem düşük performansı kanıtlamaya yönelik ampirik çalışmalar yapılmadan önce kabul görmüş temel birkaç görüş bulunmaktaydı. Miller (1977)'in ileri sürdüğü görüşe göre ilk halka arzlarda esas yatırımcılar, halka ilk kez açılan şirketin geleceğe yönelik performanslarını en iyimser şekilde yorumlayan kişilerdi. Halka ilk kez arz edilmiş bir hisse senedinin fiyat dalgalanmasına yönelik belirsizlikten dolayı iyimser ve kötümser yatırımcılar tarafından öngörülen farklı dalgalanma düzeylerinden oluşan bir bant oluşacaktı. Hisse senetleri iyimser yatırımcılar tarafından alınma eğiliminde olduğunda arz fiyatı olması gereken fiyattan daha yüksek olacaktı, yani piyasa fiyatını iyimser yatırımcılar belirleyecekti. Zaman geçtikçe ve şirket hakkında daha çok bilgiye ulaşılabilir duruma gelince hisse senedi fiyatı düşecek ve olması gereken fiyata yaklaşacaktı. Böylece Miller özellikle riskli hisse senetlerinde uzun dönemde düşük performansın olacağını tahmin etmişti. İlk halka arzlarda

¹² IBBOTSON, ROGER, SINDELAR, Jody, RITTER, Jay; Initial Public Offerings, Journal of Applied Corporate Finance, Vol:1, 37-45, 1988, Aktaran; YI, John-Hwan; Pre-Offering Earnings and the Long Run Performance of IPOs, University of Southern California, Faculty of Graduate School, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, Los Angeles, California, 1997

uzun dönem düşük performansı açıklamaya yönelik ikinci bir görüş de Shiller (1990)¹³'in görüşüydü. Shiller ilk halka arz piyasalarının bir modanın uyuğunda olduğunu ve bu modanın da yatırım bankalarının hisse senetlerinin değerini arttırmak üzere bir empresaryo gibi hareket etmesiydi. Yatırımcıları etkilemenin bir yolunu da hisse senetlerini düşük fiyatlamak olarak düşündü. Sonuç olarak da Miller ve Schiller'in ikisinin geliştirmiş olduğu modelde de ilk kez halka arz edilen hisse senetleri uzun dönemde düşük performans gösterdiler ve bu sonuç düşük performans derecesinin düşük fiyatlama derecesi ile pozitif ilişkili olduğu çıkarımını ortaya koydu (Yi, 1997: 9-10).

Aggarwal ve Rivoli (1990), 1977-1987 yılları arasında ilk kez halka arz edilen 1598 hisse senedinin arz sonrası 1, 2, 20 ve 100. gün ilk getirilerini hesaplamışlardır. Birinci günün sonunda yatırımcılarının %10,67 oranında getiri elde ettiklerini tespit etmişlerdir. İlk getiriler 100 güne kadar olan süreç içinde benzer sonuçlar vermiştir. Bunun üzerine Aggarwal ve Rivoli ilk getiri sonuçlarının arz sonrası piyasa etkisizliğinden kaynaklanabilme olasılığını test etmek için ilk halka arz gününden sonraki 1 yılın sonunda elde edilen getirileri test etmişler ve getiri oranı belirgin bir ölçüde daha düşük bulmuşlardır. Uzun dönem getirilerinin aracı kurumların sistematik olarak yaptıkları bir yanlış fiyatlandırmadan kaynaklanamayacağını düşünmüşlerdir. Piyasa etkisizliğinin arz sonrası takip eden ilk dönemlerde özellikle yatırımcıların fiyatı oldukça yüksek seviyelere çıkardıkları zaman gerçekleştiğini belirtmişlerdir.

Loughran ve Ritter (1995), de uzun dönem düşük performans olgusuna atıfta bulunmuşlardır. 1970-1990 yılları arasında 4753 şirkete ait ilk halka arzları ele adlıları çalışmalarında her yıl yıllık ortalama %5'lik bir getiri oranı tespit etmişlerdir. En belirgin performans düşüklüğü arzı takip eden beşinci yılın sonunda görülmüştür.

Sadece Amerika'da değil birçok ülkede de ilk halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönemde düşük performans gösterdiğine dair sonuçlar elde edilmiştir. Lee, Taylor ve Walter (1994) Avustralya'da 1976-1989 yılları arasında gerçekleştirilen ilk halka arzlarda üç yılın sonunda -%46,5'lik bir artık getiri tespit etmişlerdir. Aggarwal, Leal ve Hernandez (1993), de

¹³ SHILLER, Robert; Speculative Prices and Popular Models, Journal of Economic Perspectives, Vol:4, 55-65, 1990, Aktaran; YI, John-Hwan; Pre-Offering Earnings and the Long Run Performance of IPOs, University of Southern California, Faculty of Graduate School, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, Los Angeles, California, 1997

brezilya ve Şili borsalarında arz sonrası üçüncü yılın sonunda sırasıyla %47 ve %24 lük bir düşük performansla karşılaşmışlardır.

1.8. İlk Halka Arzlarla İlgili Ülkemizde Yapılan Çalışmalar

İlk halka arzlarla ilgili ülkemizde yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu düşük fiyatlama olgusunun İMKB’de varlığını test etmeye ve bu düşük fiyatlamaya sebep olan faktörleri incelemeye yönelik olmuştur (Yalçiner, 2006: 146).

Uluslar arası literatürde ilk 1975’li yıllarda yer alan bu konu Türkiye’de ilk 1991 yılında Güzelhan ve Ağar (1991)’ın çalışması ile ele alınmıştır. Ocak 1989- Mart 1991 döneminde 36 ilk halka arzı ele alan çalışmada yazarlar, %2,6’lık bir ilk gün getirisi, %9,5’lik bir ilk hafta getirisi ve %9,5’lik bir ilk ay ortalama getirisi bularak İMKB’de düşük fiyatlama olgusunun var olduğunu ortaya koymuşlardır.

Aydoğan ve Yıldırım (1992)¹⁴, Aralık 1989- Nisan 1991 dönemi içinde ilk defa halka arz gerçekleştiren 33 şirketi ele almışlar, 1. gün getirilerini %1,2, 20. gün getirilerini %-0,1 ve 100. gün getirilerini %-18 olarak bulmuşlardır (Savaşkan, 2005: 20). Halka arzın birinci gününde pozitif bir ortalama getiri elde edilmesi yine düşük fiyatlama olgunun varlığını doğrulamıştır.

Kıymaz (1996), 1990–1995 döneminde gerçekleştirilen imalat sektöründeki 88 ilk halka arzın ilk gün getirilerini %12,2 olarak bulmuş ve bu anormal getirinin düşük fiyatlama olgusunun İMKB’de varlığını bir kez daha doğruladığını ortaya koymuştur. Ayrıca bu anormal getiri oranının imalat sektörünün alt kollarına göre değiştiğini de belirtmiştir.

Kıymaz (1997), yine 1990–1995 tarihleri arasında halka ilk defa arz edilerek İMKB’de işlem görmeye başlayan 39 mali kuruluşa ait hisse senetlerinin uzun dönemdeki performanslarını ve bunu etkileyen faktörleri incelemiştir. En uzun inceleme süresi olan 30 aylık sürecin sonunda mali kuruluşların bir bütün olarak %11’lik bir anormal getiri elde

¹⁴ Bkn: Aydoğan K., Yıldırım J.; “İlk Kez Halka Arz Edilen Senetlerin Fiyat Performansı” Unpublished Study for Third İzmir Economic Congress, Bilkent Uni., Ankara, Aktaran; SAVAŞKAN, Ozan; Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı, Yeterlilik Etüdü, SPK, 2005

ettiklerini ve bu mali kuruluşlar içinde yer alan bankalar dışındaki tüm kuruluşların da getirilerinin pozitif olduğunu tespit etmiştir.

Teker ve Ekit (2003), 2000 yılında İMKB’de halka ilk kez arzı gerçekleştiren 34 şirkete ait hisse senetlerinin 30 günlük performansını incelemişlerdir. İlk üç günde anormal getirilerin sıfırdan farklı ve pozitif değerde olduğunu, ilk iki günde toplam anormal getirinin %11,2 olduğunu tespit etmişlerdir. Ancak 30 günlük sürecin sonunda ise toplam anormal getirileri istatistiksel olarak anlamsız ve negatif değerde bulmuşlardır. Çalışmalarında ilk halka arzlara yönelik geliştirdikleri yatırım stratejisine göre, fiyatların yükselme eğiliminde olduğu durumda halka arz yöntemlerinin hangisinin kullanıldığının önemi olmaksızın hisse senetlerinin satın alınması gerektiğini ve eğer yeni hisse senetlerinin satılması yoluyla bir sermaye artışı sağlama yöntemi kullanılmışsa 3. günün sonunda bu hisse senetlerinin satılması gerektiğini, mevcut hisse senetlerinin halka arzı ya da her iki yönetimin bir arada kullanıldığı bir yöntem kullanılmışsa da hisse senetlerinin hemen o gün satılması gerektiğini belirtmişlerdir. Fiyatların düşme eğiliminde olduğu durumda ise yine her halükarda pozitif bir anormal getirisi olan hisse senetlerinin satın alınabileceğini, yeni hisse senetlerinin satılması yoluyla bir sermaye artışı sağlama yöntemi kullanılmışsa 4. günün sonunda bu hisse senetlerinin satılması gerektiğini, mevcut hisse senetlerinin halka arzı ya da her iki yönetimin bir arada kullanıldığı bir yöntem kullanılmışsa da hisse senetlerinin hemen o gün satılması gerektiğini belirtmişlerdir. Bu şekildeki bir stratejinin 3 günlük süreç boyunca fiyatların yükselme eğiliminde olduğu dönemde ortalama %14,41, fiyatların düşme eğiliminde olduğu dönemde ise %16,45 oranında bir anormal getiri sağlayacağını tespit etmişlerdir.

Ayden ve Karan (2000), 1992–1995 döneminde İMKB’de ilk defa halka açılarak işlem görmeye başlayan 70 şirketin uzun vadeli performanslarını incelemek suretiyle, İMKB’de uzun vadede de düşük fiyatlama olgusunun varlığını test etmişlerdir. Bu şirketlerin halka arz sonrasındaki 36 aya kadar olan performansları ölçüldüğünde yalnız 11. ayda anormal getirilerin %90 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu tespit etmişler ve sonuç olarak İMKB’de uzun vadede düşük fiyatlama olgusunun söz konusu olmadığını belirtmişlerdir.

Durukan (2006), 1994–2003 döneminde İMKB’de ilk kez halka arz edilen 112 şirketi ele alarak yaptığı çalışmada hisse senetlerinin birinci gün ortalama getirisini %7,5 olarak tespit etmiş ve düşük fiyatlama olgusunun İMKB’de varlığını doğrulamıştır.

Orhan (2006), düşük fiyatlamayı kısa, orta ve uzun vadede daha iyi ortaya koymak amacıyla değişik zaman periyotlarında imalat, finans ve hizmet sektöründen ilk halka arzı gerçekleştiren 119 şirketi ele almıştır. Hisse senetlerinin halka arz edilmesi sonrası ilk 10 günlük süreci kısa dönem, 1, 2, 4 ve 6 aylık süreci orta dönem ve 1, 2 ve 3 yıllık süreçleri de uzun dönem olarak kabul etmiştir. Kısa dönemde şirketlerin oldukça dalgalı bir getiri oranlarının olduğunu, ilk ortalama getirisi ve 10 günlük sürecin sonundaki ortalama getirisi en yüksek olan sektörün enerji sektörü olduğunu belirtmiştir. Ancak İMKB’de gerçekleştirilen ilk halka arzlarda kısa dönemde düşük fiyatlama olgusunun varlığını araştırmaya yönelik yapılan birçok çalışmanın elde ettiği bulguların aksine birçok sektörde negatif getiri oranları tespit etmiştir. Orta ve uzun vadedeki getirilerin ise özellikle pazarlama sektörünün en yüksek getiri oranına ulaşması sebebiyle kısa vadeli getirilere göre daha umut verici olduğunu belirtmiştir.

1.9. İlk Halka Arzlarla İlgili Uluslararası Çalışmalar

İlk halka arzlar ile ilgili ilkler arasında sayılabilecek çalışmalardan biri Reilly ve Hatfield (1969)’in Aralık 1963- Haziran 1966 döneminde ilk halka arzı gerçekleştirilen 53 şirket ile yaptıkları çalışmadır. Çalışmada hisse senetlerinin hem kısa dönem hem de uzun dönem getirileri hesaplanmıştır. Kısa dönemi, arzın gerçekleştirildiği günün hemen sonrasındaki Cuma günü (1 haftalık süreç) ve hemen sonrasındaki 4. Cuma günü (1 aylık süreç) olarak tanımlamışlardır. Uzun dönem ise arzın gerçekleştirilmesinin ardından 1 yıl sonraki ilk Cuma günü olarak tanımlanmıştır. Yazarlar, birinci hafta ve birinci ay ve birinci yılın sonundaki getiri oranlarını sırasıyla %9.9, %8.7 ve %43.7 olarak bulmuşlardır. Sonuç olarak sınıadıkları, yatırımcıların ilk halka arz piyasasında kısa ya da uzun vadeli getirileri diğer piyasalardan daha yüksek olmalıdır hipotezinin doğruluğunu kanıtlamışlardır.

McDonald ve Fisher (1972), 1969 yılının ilk üç ayında halka ilk kez arzı gerçekleştiren 142 şirketin farklı zaman süreçlerinde getirilerini hesaplamışlar ve kısa vadede artık getiri olup olmadığını test etmişlerdir. Birinci hafta, birinci ay ve birinci yıl getirilerini sırasıyla, %28.5, %34.6 ve %-3.2 olarak bulmuşlardır. Diğer birçok çalışmada olduğu gibi kısa vadede artık getirinin var olduğu, ancak uzun vadede ilk halka arzların düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Ibbotson (1975), 1965-1969 arası dönemde halka ilk kez açılan 120 şirket üzerine yaptığı çalışmasında halka arz gününden birinci ayın sonuna kadar olan dönemde ortalama getiri oranını %11,4 olarak bulmuştur.

Chalk ve Peavy (1987), 1975-1982 tarihleri arasında halka ilk kez arzı gerçekleştiren 649 şirketi ele alarak bir çalışma yapmışlardır. Halka arz günü toplam getiri oranını %21.67, 190 gün sonundaki ortalama getiri oranını ise %17.99 olarak bulmuşlardır. Çalışmalarında ayrıca halka ilk arz gününden arz sonrası 190 güne kadar olan süreçte artık getirilerin hemen arzın gerçekleştirildiği gün mü yoksa arz günü takip eden günlerde mi gerçekleştiğini tespit etmeye çalışmışlardır. Kendi çalışmalarından önce ilk halka arzın sadece ilk günde anormal getiri sağladığını öne süren görüşlerin aksine anormal getirinin arz gününden sonraki günlerde de belirgin olarak görüldüğünü ispatlamışlardır.

Konu ile ilgili en kapsamlı çalışma Ibbotson, Sindelar ve Ritter (1987)¹⁵ tarafından yapılan çalışmadır. 1960- 1987 döneminde halka ilk kez arz edilen 8668 hisse senedini test eden yazarlar, çalışmalarının sonucunda bir aylık ortalama getiri oranını %16.4 olarak tespit etmişlerdir (Dhatt, 1995: 15).

Aggarwal ve Rivoli (1990), 1977–1987 döneminde gerçekleştirilen 1598 ilk halka arz ile yaptıkları çalışmalarında eğer bir yatırımcı, ilk kez halka arz edilen herhangi bir hisse senedini arz gününde ve arz fiyatından satın alıp bu yatırımını bir gün sonuna kadar tutarsa, yatırımdan NASDAQ endeksindeki aynı zamanda yapılmış bir yatırıma oranla %10.67 oranında daha fazla getiri elde edeceğini belirtmişlerdir. Yaptıkları çalışmadan elde ettikleri sonuçlar, yatırım bankalarına sistematik bir düşük fiyatlamanın sorumluluğuna karşı savunma mekanizması yaratma olanağı sağlamış, finansman yöneticilerince ilk yatırımcılara tahakkuk eden anormal getirilerin yatırım bankaları tarafından yapılan düşük fiyatlama sonucu masada bırakılan para “ money left on the table” olarak yorumlanmaması gerektiğini göstermiş, yatırımcılara ise halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin kısa vadede karlı bir yatırım olduğunu fakat uzun vadede performansın daha zayıf olduğunu göstermişlerdir.

Carter ve Manaster (1990), 1979–1983 döneminde ilk kez halka açılan 501 şirket üzerinde yaptıkları çalışmada hisse senetlerinin kısa vadeli getiri oranlarını %16.79 olarak tespit ederek düşük fiyatlama olgusunu doğrulamışlardır. Çalışmalarında ayrıca, Rock

¹⁵ Bkn: Ibbotson, R., Sindelar J.ve Ritter J.; Initial Public Offerings, Journal of Applied Corporate Finance, Vol1,37-45, 1988

(1986)'ın ilk halka arz fiyatındaki ani artışın bilgilendirilmemiş yatırımcıları üstün bilgi dolayısıyla oluşacak riske karşı koruduğu düşüncesini geliştirmeyi amaçlamışlardır. Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerine bilgilendirilmiş sermayeden ne kadar çok pay katılırsa denge fiyatının da o oranda artış göstereceğini belirtmişlerdir. Çünkü bilgiye yatırım yapmak için yetersiz kaynağı olan yatırımcılar, bu kaynaklarını en riskli yatırımlar hakkında bilgiye sahip olmak için kullanacaklardır. Bilgilendirilmiş sermayenin de ilk halka arzlara doğru hareketi olası ikincil piyasa değerlerinde en geniş dağılımı sağlaması ile en büyük fiyat artışının yaşanılmasını sağlayacaktır. Fiyat artışı dolayısıyla zararlı duruma düşme olasılığı olan şirketler de aslında düşük riskli olduklarını ispatlamak için prestijli aracı kurumlar seçerek reklâmlarını yapacaklardır. Sonuç olarak Carter ve Manaster (1990), aracı kurum prestiji ile aracı kurumların satışına aracılık ettiği ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin fiyat artışları arasında negatif yönlü bir ilişkiyi ampirik bulgularla da kanıtlamışlardır.

İlk halka arzdaki düşük fiyatlama olgusu ile ilgili çalışmalar sadece Amerika ile sınırlı kalmamış diğer birçok ülkede de ele alınmıştır. Aggarwal, Leal, Hernandez (1993), çalışmalarını yaptıkları dönemde dünyanın en iyi performans gösteren üç piyasası olan Şili, Brezilya ve Meksika borsalarındaki ilk halka arzları ele almışlardır. 1980–1990 dönemi Brezilya'daki 62 ilk halka arz, 1982-1990 döneminde Şili'deki 36 ilk halka arz ve 1987-1990 dönemindeki Meksika'daki 44 ilk halka arzı inceleyen çalışmalarında kısa dönemce bu arzların ortalama getiri oranlarını sırasıyla %78,5, %16,3 ve %33,0 bulmuşlardır.

Dawson (1987), 1978-1983 yılları arasında Hong-Kong piyasasında 21, Singapur piyasasında 39 ve Malezya piyasasında 21 ilk halka arzın ilk günün sonunda piyasa getiri oranlarına göre düzeltilmiş ortalama getiri oranları sırasıyla %13,8, %39,4 ve %166,6 olarak tespit edilmiştir.

İsviçre, İsveç, İngiltere gibi birçok Avrupa ülkesinde yapılan ilk halka arzlarda düşük fiyatlama olgusunu araştırmak üzere farklı tarihlerdeki ve farklı örnek sayıları ile yapılan çalışmalarda elde edilen getiri oranlarının %12,0 ile %39 arasında değiştiği tespit edilmiş ve düşük fiyatlama olgusunun varlığı kabul edilmiştir (Yi,1997; 3).

Ritter (1991), 1975 ve 1984 yılları arasında ABD'de ilk kez halka açılan 1526 şirketin arz sonrası üç yıllık ortalama getirilerinin benzer sektörlerdeki ve benzer büyüklükteki şirketlerin ortalama getirilerinden gözle görülür derecede düşük olduğunu tespit etmiştir. Halka arz sürecinde taraflardan biri olan yatırımcı kanadının aşırı iyimser oluşunun uzun

dönemdeki düşük performansın gerekçesi olduğunu ve ilk halka arzlardaki yatırımcıların sistematik olarak her defasında oldukça yüksek fiyat ödediğini iddia etmiştir. Ritter'in 1991'deki çalışmasını Loughran ve Ritter (1995) iki açıdan genişletmişlerdir. Ritter(1991) ilk halka arz sonrası üç yıl için getirilerin performansını incelerken Loughran ve Ritter ilk halka arz sonrası beş yıllık performansı incelemişler ve süre sonunda da getirilerdeki düşük performansın varlığını kanıtlamışlardır. Buna ek olarak Loughran ve Ritter aynı düşük performans olgusunu dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştiren şirketler için de tespit etmişlerdir. Buraya kadar belirtilen her iki çalışmada da orta sonuçlardan bir diğeri de ilk halka arzdaki düşük performansın en çok sıcak piyasa dönemi olarak ifade edilen yoğun ihraç dönemlerinde halka açılan şirketlerde görüldüğüdür. Ayrıca şirketler ilk halka arzlarını piyasa dalgalanmalarının en yüksek olduğu dönemlere denk getirmektedirler.

Jain ve Kini (1994), genel anlamda ilk halka arzları takiben şirketlerin faaliyet performanslarında bir düşüşe uğradıklarını ileri sürmüşlerdir. Buna ek olarak halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin değerinin yatırımcılar tarafından artan kazançlar şeklinde devam edeceği beklentisi ile algılandığını ama aslında gerçek kazançların düştüğünü belirtmişlerdir. Jain ve Kini'nin bu görüşü Ritter (1991), Loughran ve Ritter (1995) 'in ilk halka arz döneminde yatırımcıların aşırı iyimser olduğu görüşü ile tutarlılık göstermektedir.

Brav ve Gompers (1997), ilk halka arzı gerçekleştiren firmaların uzun dönemde düşük performans gösterdikleri neticesine itiraz etmişlerdir. Düşük performansın düşük defter değeri/ piyasa değeri oranına sahip küçük şirketlerde görüldüğünü ve getirilerin eşit olarak ağırlıklandırıldıkları zaman risk sermayedarları tarafından desteklenen şirketlerin desteklenmeyenlerden daha iyi performans gösterdiklerini savunmuşlardır. Başka bir ifade ile düşük performansın küçük ve risk sermayedarsız şirketlerde gerçekleştiğini savunmuşlardır. Ulaştıkları nihai sonuç düşük performansın bir ilk halka arz etkisi olmadığıdır.

Teoh, Welch ve Wong (1999), ilk halka arzı gerçekleştirilen şirketlerdeki düşük performansı açıklayan bir başka görüş ileri sürmüşlerdir. İlk halka arz sürecinde şirkete ait az bir bilgi bilinmektedir ve yatırımcılar da yatırım yapmayı düşündükleri şirketin değerini tahmin ederken şirket sirkülerinde belirtilen bilgilere güvenmek zorundadırlar. Bununla birlikte şirketlerin hesaplarını geçmişe dönük olarak değiştirebilme ve raporlanmış kazançlarını kayıtlarda artırabilme olanağı bulunmaktadır. Sonuç olarak eğer yatırımcılar şirkete, sirküleri esas alarak değer biçerlerse şirketin hisse senetlerine aslında olması gerekenden çok daha fazla ödemeye istekli olacaklardır. Ancak ilk halka arz sonrası şirketin

bu yanlış beyan edilmiş kazanç düzeyini sürdüremeyeceği gerçeğinden ötürü şirketin hisse senedi fiyatı düşecektir. Böylece, Teoh, Welch ve Wong şu sonuca ulaşmışlardır; bir şirket ilk halka arzdan önce kazançlarını ne kadar olduğundan farklı gösterirse, şirket hisse senedinin fiyatı da o kadar düşecektir ve böylece daha yüksek bir düşük performans oluşacaktır. Çalışmalarında kullandıkları verilerle de hakikaten normal olmayan yüksek artışların olduğu ilk halka arz yılını takip eden üç yılın sonunda daha düşük getirilere ulaşmışlardır.

Field (1997), kurumsal yapının daha yüksek olduğu şirketlerin daha az kurumsallaşmış şirketlere göre ilk halka arz sonrası uzun vadede daha yüksek bir performans sergilediklerini tespit etmiştir. Aslında Field, yüksek düzeyde kurumsal yapıya sahip olup halka ilk kez açılan şirketler ile yakın tarihte hiç sermaye artırımını yapmayan şirketler arasında performans bakımından belirgin hiçbir fark bulamamıştır. Bu sonuçtan da kurumsal yatırımcıların yeni halka açılan şirketlerin değerini doğru olarak belirlemede daha iyi olduklarını ve bunun da muhtemelen kurumsal olmayan yatırımcılara göre daha iyi bilgilendirilmelerinden kaynaklandığı anlamını çıkarmıştır (Thomas, 2000: 11).

38 ülkede gerçekleştirilen ilk halka arzlar neticesinde elde edilen sonuçları aşağıdaki tablo ile özetlemek mümkündür.

Tablo 1.4: 38 Ülkede İlk Halka Arzlarla İlgili Yapılan Çalışmaların Özet Verileri

Ülke	Kaynak	Örnek Sayısı	Dönem	Ort. İlk Getiri(%)
Avustralya	Lee, Taylor & Walter; Woo	381	1976-1995	12,1
Avusturya	Aussenegg	83	1984-2002	6,3
Belçika	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart	86	1984-1999	14,6
Brezilya	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1979-1990	78,5
Kanada	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski & Rakita	500	1971-1999	6,3
Şişli	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana	55	1982-1997	8,8
Çin	Datar & Mao; Gu and Qin (A shares)	432	1990-2000	256,9
Danimarka	Jakobsen & Sorensen	117	1984-1998	5,4
Finlandiya	Keloharju; Westerholm	99	1984-1997	10,1
Fransa	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine	571	1983-2000	11,6
Almanya	Ljungqvist	407	1978-1999	27,7
Yunanistan	Kazantzis & Thomas; Nounis	338	1987-2000	49
Hong Kong	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist and Yu	857	1980-2001	17,3
Hindistan	Krishnamurti & Kumar	98	1992-1993	35,3
Endonezya	Hanafi; Ljungqvist & Yu	237	1989-2001	19,7
İsrail	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud, Hauser & Kirsh	285	1990-1994	12,1
İtalya	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi	181	1985-2001	21,7
Japonya	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	1689	1970-2001	28,4
Kore	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo	477	1980-1996	74,3
Malezya	Isa; Isa & Yong	401	1980-1998	104,1
Meksika	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-1990	33

<i>Tablo 1.5: 38 Ülkede İlk Halka Arzlarla İlgili Yapılan Çalışmaların Özet Verileri (devam)</i>				
Ülke	Kaynak	Örnek Sayısı	Dönem	Ort. İlk Getiri(%)
Hollanda	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Ljungqvist, Jenkinson & Wilhelm	143	1982-1999	10,2
Yeni Zelanda	Vos & Cheung; Camp & Munro	201	1979-1999	23
Nijerya	Ikoku	63	1989-1993	19,1
Norveç	Emilsen, Pedersen & Sættern	68	1984-1996	12,5
Filipinler	Sullivan & Unite	104	1987-1997	22,7
Polonya	Jelic & Briston	140	1991-1998	27,4
Portekiz	Almeida & Duque	21	1992-1998	10,6
Singapur	Lee, Taylor & Walter; Dawson	441	1973-2001	29,5
Güney Afrika	Page & Reynek	118	1980-1991	32,7
İspanya	Ansotegui & Fabregat; Otero	99	1986-1998	10,7
İsveç	Rydqvist; Schuster	332	1980-1998	30,5
İsviçre	Drobetz, Kammermann & Walchli	120	1983-2000	34,9
Tayvan	Lin & Sheu; Liaw, Liu & Wei	293	1986-1998	31,1
Tayland	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat	292	1987-1997	46,7
A.B.D	Ibbotson, Sindelar & Ritter	1484	1960-2001	18,4
İngiltere	Dimson; Levis; Ljungqvist	3122	1959-2001	17,4
Türkiye	Kıymaz; Durukan	163	1990-1996	13,1

Kaynak: Ritter, Jay R.; Differences Between European and American IPO Markets, European Financial Management, Vol 9, No 4, 421-434, 2003

BÖLÜM 2

DÖNEMSEL HİSSE SENEDİ ARZLARI (SEOs)

2.1. Dönemsel Hisse Senedi Arzı Kavramı

Dönemsel hisse senedi arzları, halka açık şirketlerin ek finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla mevcut hisse senetlerine ek olarak yeni hisse senedi arz etmeleridir. Hisse senetleri ile halka açılmış bir şirketin yeni hisse senetleri arz etmesinin dönemsel hisse senedi arzı olarak adlandırılması şirketin hisse senetlerinin zaten borsada işlem görmesi ve yeni arz fiyatının mevcut piyasa fiyatına dayanarak belirlenmesinden kaynaklanmaktadır (Brigham ve Ehrhardt, 2005: 663).

Ritter (2002); dönemsel hisse senedi arzı kavramını benzer şekilde çeşitli yıllarda ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin birbirini takip eden yeni arzları olarak tanımlamıştır.

2.2. Dönemsel Hisse Senedi Arzının Gerçekleştirilme Yolları

2.2.1. Bedelsiz Sermaye Artırımı

Bedelsiz sermaye artırımı şirketin iç kaynakları ile sağladığı bir finansman temin etme yöntemidir. Hissedarlara bedelsiz hisse senedi dağıtılmak suretiyle gerçekleştirilir. Başka bir anlatımla; halka açık şirketlerin iç kaynaklardan yaptıkları sermaye artırımı karşılığı çıkardıkları hisse senetlerini bir bedel almaksızın ortaklarına dağıtarak gerçekleştirdikleri sermaye artırımlarıdır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2003: 554).

Bedelsiz sermaye artırımı, iştirak ve sabit varlıkların satışından elde edilen kâr, yeniden değerlendirme değer artışı fonu, emisyon primi, olağanüstü yedekler gibi birtakım bilanço kalemlerinin özsermayeye eklenmesi vasıtasıyla elde edilebileceği gibi şirketin temettü ödemesi yerine bedelsiz hisse senedi dağıtması yoluyla da gerçekleştirilebilmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta; bedelsiz sermaye artırımı şirkete aslında somut olarak ek bir finansman kaynağı sağlamamakta başka bir ifade ile taze para girişi sağlamamakta ancak bilanço kalemleri üzerinde yapılan birtakım değişikliklerle vergi avantajı yaratarak şirketin finansal durumuna olumlu yönde bir katkı sağlamaktadır. SPK Seri: IV, No:27

tebliğinin 5. maddesinde hisse senetleri borsada işlem gören halka açık şirketlerin birinci temettülerini nakden ve/veya hisse senedi şeklinde dağıtmak veya hiç dağıtmamak konusunda serbest olduğunun belirtilmesi nakit ödenen temettü tutarının nakit temettü ödemesi, hisse senedi şeklinde dağıtılan kısmın da bedelsiz sermaye artımı şeklinde dikkate alınmasını sağlamıştır.

2.2.2. Bedelli Sermaye Artırımı

Şirketlerin sermaye artırımını karşılığında çıkardıkları hisse senetlerini nominal değerinden veya daha yüksek bir fiyattan satmak suretiyle gerçekleştirdikleri sermaye artırımlarına bedelli sermaye artırımını denilmektedir. Söz konusu hisse senetleri mevcut ortaklara satılabileceği gibi (rüçhan hakkının kullandırılması), ortaklar dışındaki yatırımcılara da satılabilmektedir (rüçhan hakkının kısıtlanması). Şirketin faaliyet hacminin büyümesi neticesinde artan fon ihtiyacının karşılanması ya da yeni yatırımlar yapabilmek amacıyla ihtiyaç duyulan fonun karşılanması için yapılan bedelli sermaye artırımına katılım bedeli belli süre ile sınırlandırılmıştır. Bedelsiz sermaye artırımının aksine bedelli sermaye artırımında şirkete ek bir fon girişi sağlanmaktadır.

Rüçhan hakkı kullandırılması; şirketin hisse senedi sahiplerine yeni çıkarılacak hisse senetlerinden şirketteki sermaye payları ile orantılı olarak öncelikle satın alma hakkı sağlayan bir uygulamadır. Türk Ticaret Kanunu'na göre şirket genel kurulunun esas sermayenin artırılmasına ilişkin kararında rüçhan haklarının sınırlayabilme yetkisi bulunmaktadır. Ayrıca aynı şekilde kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda da yönetim kurulu, ana sözleşme ile yetki verilmek koşulu ile yeni çıkarılacak hisse senetlerinde rüçhan hakkını sınırlamak hakkına sahip bulunmaktadır. Şirketler ana sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla ortakların rüçhan haklarını nominal değerden ya da primli fiyattan kullanılabilmektedirler.

Rüçhan hakkının kullandırılması durumunda;

- Ortaklar şirket karı ve şirket yönetimindeki görelî paylarını aynen korumuş olacaklar,
- Ortaklar, yeni hisse senetlerini piyasa fiyatı altında almak olanağına sahip olduklarından, sermaye artışını olumlu karşılayacaklar ve bu durum sermaye artışının başarı şansını artıracaktır.

- Mevcut ortakların şirkete bağlılıkları artacak, şirket mevcut ortaklarını bir şekilde ödüllendirmiş olacaktır.
- Şirket yeni hisse senedi çıkarmanın gerektirdiği çıkarma giderlerini asgari düzeyde tutma olanağı bulabilecektir.
- Rüçhan hakkı tanınarak çıkarılan hisse senetlerine karşı ortakların ve sermaye piyasasındaki yatırımcıların tepkisi olumlu ve sağlanan fiyat avantajı nedeniyle ilgileri fazla olduğundan, yeni ihracın pay senetlerinin piyasa fiyatı üzerinde olabilecek aşağıya doğru itici baskısı önlenilecek veya böyle bir eğilim giderilebilecektir.
- Ülkemiz uygulamasında halka açık ve hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklarda, ortakların kullanmamış oldukları rüçhan haklarının borsada satışı zorunlu kılınmıştır. Söz konusu anonim ortaklıklar, rüçhan hakkı kullanılmamış hisse senetlerini borsada satarak satış bedeli ile hisse senetlerinin itibari değer arasındaki far kadar emisyon primi elde etmektedirler.

Rüçhan hakkının kısıtlanması; sermaye artırımı kararı veren şirketin şirket ortaklarına öncelik hakkı tanımaksızın hisse senedi ihraç etmesi olarak tanımlanabilir. Şirketler rüçhan hakkı kısıtlamasına daha çok şu nedenlerle gitmektedirler;

- Şirketin hisse senetleri birkaç kurucu ortak elinde toplanmış ise şirketin ortak sayısını artırabilmek için,
- Güçlü bir kuruluşun veya bir bankanın şirkete ortak olmasını sağlamak için,
- Yabancı sermayeli bir kuruluşun sonradan şirketin ortağı olmasına olanak vermek için,
- Kapalı bir aile şirketinin hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının oluşması, menkul kıymetler borsasına kote edilmesi için (Akgüç, 1998: 769-772).

Bedelli sermaye artırımında ortaklardan talep edilen fon, ortakların özkaynaklarından karşılanabileceği gibi, eğer şirket temettü dağıtırsa sermaye artırımını ile aynı zamanlarda yapılan temettü ödemelerinden elde edilen kaynaklar ile de bir kısmı veya tamamı karşılanabilmektedir. Bu durum temettüden yapılan bedelsiz sermaye artırımına benzemektedir ve İMKB'ye kote olmuş şirketlerin çokça kullandığı bir yöntemdir (Eren, 2001: 34).

2.3. Dönemsel Hisse Senedi Arz Süreci

Dönemsel hisse senedi arz süreci de ilk halka arz sürecinde olduğu gibi üç aşamalı bir süreç olarak incelenebilir.

- 1- Başvuru öncesi süreç
- 2- Başvuru süreci
- 3- Dönemsel hisse senedi arzı sonrası süreç

2.3.1. Başvuru Öncesi Süreç

Halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuru öncesinde yapması gerek birtakım işlemler mevcuttur. Bu işlemler, şirket kayıtlı sermaye ya da esas sermaye sisteminden hangisine tabi ise ona göre şekillenmektedir. Kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu artırılacak sermaye miktarını ve satış esaslarını belirleyen bir karar alır. Esas sermaye sisteminde; yönetim kurulunca; esas sözleşmenin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarısı hazırlanır ve madde değişikliği için sermaye Piyasası Kurul'unun onayını takiben TTK hükümleri dâhilinde genel kurulca sermaye artırımı kararı alınır. Bu genel kurulda, yeni pay alma haklarının kısmen ya da tamamen kısıtlanmasının toplantı gündemine alınmış olması halinde yönetim kurulu tarafından yeni pay alma haklarının kısıtlanması nedenlerinin ve satış için ortaklara teklif edilen fiyatın gerekçelerinin açıklandığı bir raporun ortakların bilgisine sunulması zorunludur.

Yeni pay alma haklarının tamamen veya kısmen 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. Kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kurulunun yeni pay alma haklarını kısıtlaması kararı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun kayıtlı sermaye sistemine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde, alındığı tarihten itibaren 5 iş günü içinde Ticaret Sicili'ne tescil ve Türk Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilir. Karar, tescili takiben en geç 5 iş günü içinde, ortakların hisse senetlerinin halka arz ve satışına ilişkin ilanların çıktığı günlük yayın yapan en az 2 gazetenin Türkiye baskılarında ayrıca ilan edilir.

Bu işlemlerden sonra hisse senetlerinin kayda alınması için Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuruda bulunulur.

2.3.2. Başvuru Süreci

Başvuru sürecinde yapılan işlemler ilk halka arzların başvuru süreci ile aynı olduğundan burada ayrıca değinilmemiştir. Ancak başvuru süreci işlemlerini maddeler halinde sıralamak gerekirse;

- Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuru
- İzah namenin hazırlanması ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca onaylanması
- Ticaret Siciline Tescil ve Türk Ticaret Sicili Gazetesi ilanı
- Ortakların yeni pay almasına ilişkin sirküler ilanı
- Yeni pay alma hakkının kullanılabilmesi, kupür değişimi ve temettü kuponlarının teslimi
- Tasarruf sahipleri için yayımlanacak sirküler ilanı, kalan hisse senetlerinin satışı (Eren, 2001; 36).

2.3.3. Dönemsel Hisse Senedi Arzı Sonrası Süreç

Hisse senetlerinin satışının ardından satış sonuçları Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirilerek tescile dayanak oluşturacak belgeler teslim edilir ve sermaye artırım işlemlerinin sonucu sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na Sermaye Piyasası Kurulu tarafından bildirilerek ticaret siciline tescili ve ticaret sicili gazetesinde ilanı gerçekleştirilir.

Satış sonrasında satın alma taahhütnameyi bulunmaması halinde satış süresinin sona ermesini takiben satılmayan hisse senetlerini 6 iş günü içinde iptal ettirilmesi, satın alma taahhütnameyi bulunması halinde ise süresi içinde satılmayan paylar için satış süresinin bitiminden itibaren 3 iş günü içinde satın alma taahhüdünde bulunanlara müracaat edilerek satışı tamamlamaları gerekmektedir.

İlk halka arzlarda söz konusu olan arz sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı müdahaleler dönemsel hisse senedi arzları için de geçerli değildir.

Dönemsel hisse senedi arzı sonrası, ilk halka arz sonrasında olduğu gibi kısa ve uzun dönem performansları incelendiğinde fiyat hareketlerinde anomaliler görülmüştür. Bu fiyat anomalilerinin oluş sebebi ise ilk halka arzlarda olduğu gibi iki ana başlık altında toplanmıştır. Düşük fiyatlandırma ve düşük performans olarak tanımlanan bu anomalileri açıklamaya yönelik birçok hipotez geliştirilmiştir.

2.4. Dönemsel Hisse Senedi Arzlarında Karşılaşılan Anomaliler

İlk halka arzlarda olduğu gibi dönemsel hisse senedi arzlarında da arz sonrası hisse senedi fiyat performanslarında ve dolayısıyla getiri oranlarında birtakım anomalilere rastlanmıştır. Karşılaşılan anomalileri iki ana başlık altında incelemek mümkündür (Ritter, 2002: 1);

- Negatif İlan Günü Etkisi
- Uzun Dönem Düşük Performans Olgusu

2.4.1. Negatif İlan Günü Etkisi

Negatif ilan günü etkisini açıklayan hipotezler içinde en çok atıfta bulunulan Myers ve Majluf (1984)'ün “olumsuz seçim” modelidir. Myers ve Majluf yöneticilerin amacının uzun vadede mevcut yatırımcılarının gelirini maksimize etmek olduğunu varsaymışlardır. Negatif ilan günü etkisini de firma içinden yatırımcılarla firma dışından yatırımcılar arasındaki bilgi dengesizliğinden kaynaklanan bir durum olarak öngörmüşlerdir.

Kalay ve Shimrat (1987)¹⁶, negatif ilan günü etkisini açıklamak üzere üç tane hipotez geliştirmiştir(Eren, 2001: 14);

- **Fiyat Baskısı Hipotezi:** Şirketin senet sayısında artışa gidileceğinin açıklanmasının, talepteki artış nedeniyle senet fiyatını düşüreceğini belirtmektedir. Yeni senet ihracı ile şirket tahvillerinde bir artış olmayacağından, bu hipotez tahvil fiyatlarında bir azalmayı tahmin etmemektedir.

- **Varlık Yeniden Dağılım Hipotezi:** Şirket senet değerindeki düşüşü, şirket tahvillerinin değerinde oluşacak bir artışın takip ettiğini belirtmektedir. Beklenmeyen yeni senet ihracı, şirketin kaldıraç oranını düşürerek borçlanmayı daha az riskli yapmaktadır. Sonuç olarak da borçlanmanın Pazar değeri artmaktadır. Bir başka deyişle, tahvil sahipleri hisse senetlerinin kaybı oranında kazanmaktadırlar.

¹⁶ KALAY, A., SHIMTAR A.; Firm Value and Seasoned Equity Issues, Journal of Financial Economics, Vol 19, 109-126, 1987, Aktaran, EREN, Mahmut; İMKB’de Sermaye Artırımı Yapan Şirketlerin Uzun Dönemli Performanslarının İncelenmesi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2001

- **Bilgi Taşıma Hipotezi:** Yeni senet ihracı, var olan hissedarların sermaye sahiplik oranlarını azaltacağından negatif bilgi taşıdığı düşünülmektedir. Yeni senet ihracı, firma değerinde bir düşüşe neden olacağından, bu hipotez, ayrıca tahvil fiyatlarında da bir düşüşün olacağını tahmin etmektedir.

2.4.2. Uzun Dönem Düşük Performans Olgusu

Loughran ve Ritter (1995), Yeni İhraç Bilmecesi adı çalışmalarında ilk halka arzlarda karşılaşılan uzun dönem düşük performans anomalisinin dönemsel hisse senedi arzları için geçerli olduğunu ispatlamışlardır. Biri sermaye artırımını yapan diğeri sermaye artırımını yapmayan iki şirketi ele almışlardır. 5 yıl sonrasında sermaye artırımını yapmayan şirkete yatırım yapan yatırımcının sermaye artırımını yapan şirkete göre %44 daha fazla getiri sağladığını tespit etmişler ve uzun dönemde düşük performansın varlığını kanıtlamışlardır.

Spiess ve Affleck-Graves (1995), sermaye artırımları sonrası uzun dönem senet getirilerini, yöneticilerin yüksek değerlendirme avantajını kullanıp kullanmadığını saptamak amacıyla incelemişlerdir. Yazarların düşüncesine göre; eğer yöneticiler, ilk halka arzda şirket senetleri fazla değerliken satış yapmışlarsa, aynı yüksek değerli satışı sermaye artırımlarında da yapmaları mümkündür. Uzun dönem performans ölçümü için, arz günü kapanış fiyatıyla, 60 ay sonraki fiyata göre getirileri hesaplanmıştır. Sonuç olarak, sermaye artırımının hemen sonrasında, şirketlerin pozitif getirileri olmasına karşılık ilk birkaç aydan sonraki aylarda düşük getiri sağladıklarını göstermişlerdir. Gözlenen düşük performansın büyüklüğü ve tutarlılığı Spiess ve Affleck-Graves'i şirket yöneticilerinin, şirket değerleri aşırı değerlendiği zaman, şirkete özel bilgileri bilmenin avantajını kullanarak senet ihraç ettikleri sonucuna götürmüştür (Eren, 2001: 19).

Loughran ve Ritter (1997), çalışmalarında düşük performans olgusunun şirket büyüklüğü ile alakalı olduğunu öne sürmüşlerdir. Küçük ve büyük şirketlerin her ikisinde de gerçekleşen düşük fiyatlamanın küçük şirketlerde çok daha büyük boyutlara ulaştığını tespit etmişlerdir. Yine senet ihraç eden şirketlerin ihraç öncesi karlılık oranlarında artma olduğunu ancak ihraç sonrasında karlılıkta azalma olduğunu tespit etmişlerdir.

2.5. Dönemsel Hisse Senedi Arzlarıyla İlgili Ülkemizde Yapılan Çalışmalar

İMKB'de gerçekleştirilen dönemsel hisse senedi arzlarının kısa ve uzun dönem performans ölçümlerine ilişkin ulaşabildiğimiz çalışma sayısı iki tanedir.

Eren (2001), çalışmasında İMKB’de 1991–1996 yılları arasında yapılan 663 adet sermaye artırımının sonrasında şirketlerin uzun dönemli performanslarını ampirik olarak incelemişlerdir. Yapmış oldukları çalışma uluslararası literatürle bir noktada uyuşmamaktadır. Uluslar arası literatürde dönemsel hisse senedi arzı sonrası şirketlerin performans analizinde göz önünde bulundurulmuş arz türü rüçhan hakkı kullandırılmayan bedelli sermaye artırımlarıdır. Bedelsiz sermaye artırımları, şirkete dışarıdan bir ek fon girişi yaratmadığı için analiz konusu yapılmamıştır. Ancak Eren’in çalışmasında belirttiği üzere ele aldıkları dönemde gerçekleştirilen rüçhan hakkı kullandırılmayan bedelli sermaye artırım sayısı sadece 4 olduğu için analizlerinde sermaye artırımlarını türlerine göre gruplandırarak değerlendirmiştir. Genel sonuç olarak; tüm sermaye artırımları sonrasında şirketlerin 3 yıllık bir dönemde ortalama İMKB ULUSAL 100 piyasa endeksine göre düşük performans gösterdikleri sonucuna ulaşmıştır. Firmaya dışarıdan bir fon sağlamayan bedelsiz sermaye artırımları sonrasında gözlenen düşük performansın istatistiksel olarak, bedelli sermaye artırımları sonrası gözlenen düşük performansa göre daha iyi olduğu görülmüştür. Ayrıca düşük performansta şirketlerin mali sektörde yer alan bir şirket ya da anonim şirket olmasının istatistiksel bir etkisinin olup olmadığı araştırılmış; yapılan bedelli sermaye artırım sonrası 3 yıla kadar elde edilen düzeltilmiş ve düzeltilmemiş getirilerin her iki grup için de benzer olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Suner (1995), 1989-1994 yılları arasında İMKB’de işlem görmekte olan 36 şirket tarafından gerçekleştirilmiş 55 dönemsel hisse senedi arzlarını ele almıştır. Çalışmanın ana amacı dönemsel hisse senedi arzlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin hangi yönde olduğunu tespit etmek olmuştur. Literatürde ifade edilen “nötr fiyat etkisi”, “pozitif fiyat etkisi” ve “negatif fiyat etkisi” olarak ifade edilen üç durumdan hangisinin İMKB’de geçerli olduğu araştırılmıştır. Çalışmanın ilk aşamasında, dönemsel hisse senedi arzlarının hisse senedi fiyatları üzerinde istatistiksel olarak belirgin bir etkisi olmadığı sonucu bulunmuştur. Daha sonra, araştırma konusu olan sermaye artırımlarını büyüklüklerine göre ve araştırma konusu şirketleri piyasadaki genel itibarlarına göre sınıflandırarak bir analiz yapmıştır. Bu analizin sonucunda da; itibarı yüksek olan şirketler tarafından gerçekleştirilen dönemsel hisse senedi arzlarının hisse senedi fiyatı üzerinde belirgin bir pozitif etkisi olduğu, aynı zamanda itibarı düşük olan şirketler tarafından yapılan dönemsel hisse senedi arzlarında ise belirgin bir negatif etki olduğunu tespit etmiştir. Bunlara ek olarak dönemsel hisse senedi arzı büyüklüğünün hisse senedi fiyatlarının değişmesinde belirgin bir etkisi olmadığını da öne sürmüştür.

2.6. Dönemsel Hisse Senedi Arzlarıyla İlgili Uluslararası Çalışmalar

Dönemsel hisse senedi arzlarına yönelik yapılan ilk çalışmalardan sayılabilecek bir çalışma Parson ve Raviv (1985)'in dönemsel hisse senedi arzlarının düşük fiyatlandırılması konulu çalışmasıdır. Bu çalışmanın amacı aracı kurum tarafından belirlenen arz fiyatının arzı gerçekleştirecek şirkete ait hisse senedi fiyatlarının piyasa fiyatından düşük olarak belirlenmesinde etken olan faktörleri bulmaktır. Çalışmalarında sonuç olarak; dönemsel hisse senedi arzı öncesi piyasa fiyatının ilk halka arz fiyatından daha yüksek olacağını ve bunu takiben dönemsel hisse senedi arzı sonrası piyasa fiyatının da arz fiyatından yüksek olacağını öne sürmüşlerdir. Düşük fiyatlamasının ise doğrudan hisse senedi arz miktarından çok daha fazla bir talep potansiyelinin olması ve mevcut hisse senetlerin bu potansiyel yatırımcıya dağılımının yapılmasından kaynaklandığını düşünmüşler ve bunu ampirik bulgularla doğrulamışlardır.

Asquith ve Mullins (1986)¹⁷ 1963-1981 yılları arasında kamu iktisadi teşebbüsleri ve endüstriyel şirketler tarafından gerçekleştirilen 531 dönemsel hisse senedi arzında istatistiksel olarak doğrulanmış belirgin bir negatif ilan günü etkisi tespit etmişlerdir. İlan gününde tüm endüstriyel şirketler için ortalama getiri oranını $-2,7\%$ bulmuşlardır. Masulis ve Korwar (1986)¹⁸ da aynı dönem içinde hemen hemen aynı büyüklükteki bir örnekleme ilan günü sonrası ilk gündeki ortalama getiri oranını $-3,25\%$ olarak bulmuşlardır. Hisse senetlerinin ilan günü getirilerini etkileyen faktörleri ele aldıklarında getiri oranları ile şirketlerin daha önceki getiri oranları arasında pozitif bir ilişki olduğunu ve yine bu ilan günü getiri oranlarının yönetimde yer alan hissedarların değişimi ile ters orantılı olduğunu ileri sürmüşlerdir. Scholes (1972)¹⁹, hisse senetleri fiyatlarının bedelli sermaye artırımını öncesi genel anlamda artış eğiliminde olduğunu, arzın gerçekleştiği ay boyunca $0,3\%$ lük bir düşüş olduğunu ve arz

¹⁷ ASQUITH, P., MULLINS, D., Equity Issuance and stock Price Dilution, Journal of Financial Economics, Vol 15, 61-89, 1986, Aktaran ; SHEN, Yan; Seasoned Equity Offerings: Evidence From P.R. China, Concordia University, The John Molson School of Business, Degree of master of Science Thesis, Canada, 2006

¹⁸ MASULIS, R., KORWAR, A., Seasoned Equity Offerings: An Emprical Investigation, , Journal of Financial Economics, Vol 15, 91-118, 1986, Aktaran; SHEN, Yan; Seasoned Equity Offerings: Evidence From P.R. China, Concordia University, The John Molson School of Business, Degree of master of Science Thesis, Canada, 2006

¹⁹ SCHOLES, M., The Market for Securities: Substition versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Price, Journal of Business, Vol 57 Is 2, 157- 190, 1972, Aktaran; SHEN, Yan; Seasoned Equity Offerings: Evidence From P.R. China, Concordia University, The John Molson School of Business, Degree of master of Science Thesis, Canada, 2006

sonrasında ise hiç artık getiri elde edilemediği hatta kayıpların söz konusu olduğunu belirtmiştir (Shen, 2006: 5).

Loughran ve Ritter (1995) ABD piyasalarında 1970-1990 yılları arasında 3702 dönemsel hisse senedi arzını ele alarak yaptıkları çalışmalarında 36 ayın sonunda ortalama artık getiri oranlarını $-\%33,60$ ayın sonunda ise $-\%59,4$ bulmuşlardır. Çalışmalarının sonuç kısmına “sermaye piyasalarında işlem görmekte olan şirketlere yapılan yatırımlar sahip olduğunuz finansal güç için tehlike olabilir” şeklinde bir uyarıda bulunmuşlardır. Spiess ve Affleck-Graves (1995) de “Dönemsel Hisse Senedi Arzı Sonrası Hisse Senetlerinin Uzun Dönemdeki Düşük Performansı” adlı çalışmalarında aynı şekilde negatif getiri oranlarına ulaşmışlardır. 1975-1989 yılları arasında gerçekleştirilen 1247 dönemsel hisse senedi arzı neticesinde ortalama artık getiri oranlarını 36 ayın sonunda $-\%22,8$, 60 ayın sonunda $-\%42,4$ bulmuşlardır.

Jagadeesh (2000)²⁰, yine dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştiren şirketlerin uzun dönem performanslarını değerlendirmek üzere yaptığı çalışmasında 25 yıllık bir dönemi ele almış ve sonuç olarak diğer birçok çalışmayı destekler nitelikte sonuçlara ulaşmıştır. Şirketlerin 5 yılın sonunda dönemsel hisse senedi arzı sonrası aylık ortalama getirilerini $\%0,45$, yıllık ortalama getirilerini ise $\%-5,40$ olarak bulmuştur (Harris, 2003: 309).

Ehrhardt, Richards ve Przyborowsky (2000), Almanya’daki menkul kıymet borsalarında ilk halka arzlar ve dönemsel hisse senedi arzlarının uzun dönem performansını konu aldıkları çalışmalarında finansal olmayan şirketlerin 1960- 1992 yılları arasında gerçekleştirdikleri 584 dönemsel hisse senedi arzını ele almışlardır. 3 yıllık fiyat performansı neticesinde dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştikten sonraki dönemde borsa endekslerine göre ortalama $\%6$ lık bir düşük performans sonucuna ulaşmışlardır. Buna ek olarak ilk halka arzlardaki düşük performansı istatistiksel olarak doğrulayamamışlar ancak dönemsel hisse senedi arzlarında doğrulamışlardır.

Harris (2004), 1964–2002 yılları arasında Londra Sermaye Piyasası’nda işlem görmekte olan en büyük 1000 şirketi ele almış ve belirtilen dönemde gerçekleştirdikleri 77

²⁰ JAGADEESH N.; Long- Term Performance of Seasoned Equity Offerings: Benchmark Errors and Biases in Expectations, Financial Management, Vol 29, 5-30, 2000, Aktaran; HARRIS S.; The Long-Term Performance of UK Stocks After Making Rights Issues, Journal of Asset Management, Vol 4, Is 5, 308-317, 2004

bedelli sermaye artırımının halka arz ilanından önceki ve sonraki durumda hisse senetlerinin durumunu analiz konusu yapmıştır. Dönemsel hisse senedi arzı öncesinde ilan gününe kadar olan yaklaşık iki yıllık süreçte şirketin hisse senetlerinin çok iyi performans gösterdiğini ancak arz sonrası 3 ile 5 yıl arasında değişen süreçte belirgin bir düşük performans olduğunu tespit etmiştir. Buna ek olarak dönemsel hisse senedi arzının yapılaş nedenin performansa etkisi olduğunu öne sürmüşlerdir. Eğer şirket içsel ve dışsal yeni yatırımlarını finanse etmek amacıyla bir dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştiriyorsa ilan günü öncesi yüksek performans ve ilan günü sonrası düşük performans bulguları aynen devam etmektedir. Ancak eğer şirket finansal kaldıraç derecesini düşürmek ya da bilançoyu desteklemek amacıyla bir dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştiriliyorsa düşük performans ilan gününden 5 yıl öncesine kadar olan süreç başlamakta ve ilan gününden sonra en az 5 yıl daha devam etmektedir.

Ngatuni, Capstaff ve Marshall (2007) daha önceki dönemsel hisse senedi arzı sonrası uzun dönem performans ölçüm çalışmalarından farklı olarak artık getiri hesaplamasında işlem gören şirketin elde ettiği artık getiriyi borsada işlem gören şirketlerin getirisinden o şirketlere sermaye büyüklüğü, sermaye büyüklüğü ve yer alınan endüstri kolu, sermaye büyüklüğü ve defter değeri/piyasa değeri olarak belirledikleri 3 kritere göre kıyasladıkları dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştirilmeyen şirket getirilerini çıkararak bulmuşlardır. 1986–1995 yılları arasında Londra Sermaye Piyasası'nda gerçekleştirilen 818 bedelli sermaye artırımında 1,3 ve 5. yılın sonunda düzeltilmemiş getiri ortalama getiri oranlarını sırasıyla; %7,99, %19,75 ve %37,87 bulmuşlardır. Daha sonra bu getirilerden aynı sermaye büyüklüğünde ve dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştirilmeyen şirket getirilerini çıkararak 1,3 ve 5. yılsonunda artık getirileri sırasıyla %-8,59, %-25,01, %-32,10; aynı sermaye büyüklüğünde ve aynı endüstri kolunda faaliyet gösteren ve dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştirilmeyen şirket getirilerini çıkararak 1,3 ve 5. yılsonunda artık getirileri sırasıyla %-7,44, %-27,59 ve %-40,27 ve son olarak aynı sermaye büyüklüğünde ve defter değeri/ piyasa değeri aynı olan ve dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştirilmeyen şirket getirilerini çıkararak 1,3 ve 5. yılsonunda %-9,30, %-25,61 ve %-41,67 oranlarında artık getirileri bulmuşlardır. Çalışmalarının sonucunda; yatırımcılara beş yıl öncesine kadar bedelli sermaye artımı ile dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştirmiş bir şirketin hisse senetlerine yatırım yapmamalarını ve eğer portföylerindeki şirketlerinden biri bedelli sermaye artımı yapacağını duyurursa derhal portföylerinden o şirketleri çıkarıp sermaye artırım duyurusunda bulunmayan şirketlere yatırım yapmalarını önermişlerdir.

BÖLÜM 3

AMPİRİK ÇALIŞMA

3.1. İlk Halka Arzlarda Uzun Dönemli Performans İncelemesi

Bu bölümde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinde uzun vadedeki fiyat performansları incelenmiştir.

3.1.1. Araştırmanın Kapsamı

01.01.2000 ile 31.12.2004 tarihleri arasında İMKB'de işlem görmek üzere ilk kez halka arz edilen 54 şirkete ait hisse senetleri ele alınmıştır. Bu 54 şirket içerisinde 2000 yılında halka arzı gerçekleştirilen EGS Holding, Sezginler Gıda, İpek Matbaacılık, EGS Finansal Kiralama, 2002 yılında halka arzı gerçekleştirilen Metemtur Otelcilik, 2003 yılında halka arzı gerçekleştirilen Koza Davetiye ve 2004 yılında halka arzı gerçekleştirilen Şeker Finansal Kiralama ve Plastikart, İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve İfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı 'na ilişkin hisse senedi fiyat bilgilerine ulaşamadığından çalışma dışı bırakılmıştır. Sonuç olarak verilerine ulaşılabilen 44 şirketin uzun dönem performansları test edilmiştir. Araştırma kapsamındaki şirketlerin yıllara göre dağılımı Tablo 3.1'de belirmiş ayrıca bu şirketlere ilişkin diğer önemli arz bilgileri Ek-1'de verilmiştir.

Tablo 3.1: 2000–2004 Yolları arasındaki İlk Halka Arzların Yıllar İtibariyle Dağılımı

YIL	ŞİRKET SAYISI	ÇALIŞMAYA DÂHİL EDİLEN ŞİRKET SAYISI
2000	35	30
2001	1	1
2002	4	3
2003	2	1
2004	12	8
TOPLAM	54	44

3.1.2. Kullanılan Veriler

Bu çalışmada uzun dönem performans ölçümünün sağlanması için gerekli olan veriler; şirketlerin halka arz edilip borsada işlem gördüğü tarihler, hisse senetlerinin halka arz fiyatları, hisse senetlerinin belirli tarihlerdeki fiyatları ve o tarihlere paralel tarihlerdeki İMKB Ulusal 100 endeksinin değeridir. Performans ölçümünde kullanılan veriler www.imkb.gov.tr, www.tcmb.gov.tr ve www.analiz.com internet sitelerinden sağlanmıştır.

3.1.3. Verilerin Hazırlanması

Çalışmada ilk halka arzı gerçekleştirilen şirketlerin uzun dönem performans ölçümleri için süre 3 yıl olarak belirlenmiştir. Fiyat performanslarının ölçümü için her bir şirketin borsada işlem görme tarihinden itibaren her 22 işgünü sonraki kapanış fiyatı alınarak 1 ay sonundaki kapanış fiyatı alınmış ve bu işlem 36 ay için tekrarlanmıştır. Aynı zamanda her bir şirket için tespit edilen günler itibarıyla İMKB Ulusal 100 bileşik endeksinin değerleri derlenmiştir.

3.1.4. Yöntem

İlk aşamada bir aylık ham getiri olarak adlandırabileceğimiz halka arzı gerçekleştiren hisse senedinin halka arz fiyatı ile işlem gördüğü birinci ayın sonundaki kapanış fiyatı arasındaki yüzdesel fark hesaplanmıştır. Piyasa getirisinden bağımsız olan ham getiri aşağıdaki formül ile elde edilmiştir:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

Formüldeki;

R_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki ham getirisini

P_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki (borsada işlem gördüğü günden 22 gün sonraki) kapanış fiyatını

P_{it-1} : i hisse senedinin t-1 zamanındaki (halka arz edildiği günde) halka arz fiyatı

İkinci aşamada hisse senedi getirisine benzer şekilde piyasa getirisi hesaplanmıştır. Piyasa getirisinin hesaplanmasında kullanılan formül:

$$R_{mt} = \frac{(P_{mt} - P_{mt-1})}{P_{mt-1}}$$

Formüldeki:

R_{mt} : İMKB Ulusal 100 bileşik endeksinin t zamanındaki değişim değeri (piyasa getirisi)

P_{mt} : İMKB Ulusal 100 bileşik endeksinin t zamanındaki kapanış değeri

P_{mt-1} : İMKB Ulusal 100 bileşik endeksinin t-1 zamanındaki kapanış değeri

Uzun dönem performans ölçümünün yapıldığı bu çalışmada anormal getirilerin hesaplanmasında yatırımcıların piyasanın kısa vadeli fiyat hareketliliklerinden etkilenmediği, satın almış oldukları hisse senetlerini piyasalardaki dalgalanmaları çok dikkate almayarak belirli bir süre ellerinde tutmak suretiyle muhafaza ettikleri varsayılmış, satın al ve tut getirileri kullanılmıştır. Halka ilk kez arzı gerçekleşen hisse senedinin ham getirisinden o dönem içinde elde edilen İMKB Ulusal 100 bileşik endeksinin getirisinin çıkarılmasıyla elde edilen anormal getiriyi Wu ve Kwok (2007)'un kullandığı formül ile şu şekilde ifade etmek mümkündür;

$$BHAR_{(T_1, T_2)} = \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{it}) \right] - \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{mt}) \right]$$

Formüldeki;

R_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki ham getirisini

R_{mt} : İMKB Ulusal 100 bileşik endeksinin t zamanındaki değişim değeri (piyasa getirisi)

Tüm hisse senetleri için hesaplanmış anormal getirilerin ortalaması ise aşağıdaki formül ile bulunmuştur.

$$OrtBHAR_{(T_1, T_2)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{it}) \right] - \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{mt}) \right]$$

Formüldeki;

R_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki ham getirisini

R_{mt} : İMKB Ulusal 100 bileşik endeksinin t zamanındaki değişim değeri (piyasa getirisi)

N: Şirket sayısı

Araştırmanın hipotezleri;

H_0 : Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinden herhangi birine yatırım yapan yatırımcının uzun dönemde artık getiri elde etmesi mümkündür.

H_1 : Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinden herhangi birine yatırım yapan yatırımcının uzun dönemde artık getiri elde etmesi mümkün değildir.

3.1.5. Uygulama ve Sonuçlar

Yukarıdaki formüller aracılığı ile çalışmanın kapsamında olan 44 şirkete ilişkin ortalama düzeltilmiş getiriler bulunmuş (Ek 4), daha sonra bu getirilerin anlamlılığını ölçmek amacıyla oluşturulan hipotezlere çift taraflı kuyruk testi uygulanmıştır. SPSS 16.0 programı kullanılarak yapılan Tek Örnek t- testi sonuçları aşağıdaki Tablo 3.2’de verilmiştir.

Tablo 3.2: 2000–2004 Yılları Arasında Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performans Ölçüm Sonuçları Özet Tablo

	12. Ay	24. Ay	36. Ay
Ortalama düzeltilmiş getiri oranları	-0,31	-0,42	-0,92
Standart Sapma	0,547	0,844	0,825
T Değeri	3,753	3,349	7,457

Hisse senetlerine ilişkin sonuçlar %95 güven aralığında Sig. (2-tailed) değeri 12. ay, 24. ay ve 36. ay için sırasıyla 0,001, 0,002, 0,000 olarak bulunmuş ve sosyal bilimlerde kabul gören 0,05'den küçük olduğu anlamlı bulunmuştur. Bu da H_0 hipotezinin reddedilip, H_1 hipotezinin kabul edildiği anlamına gelmektedir. Şöyle ki; ilk kez halka arz edilen hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar uzun dönemde artık getiri elde edememekte hatta İMKB Ulusal 100 endeksine göre düzeltilmiş ortalama getirileri sıfırın altına düşmektedir.

3.2. Dönemsel Hisse Senedi Arzlarında Uzun Dönemli Performans İncelemesi

3.2.1. Araştırmanın Kapsamı

01.01.2000 ile 31.12.2004 tarihleri arasında İMKB'de hali hazırda işlem görmekte olan şirketlerden sermaye artırımı yapmak amacıyla halka arzı gerçekleştiren şirketler ele alınmıştır. Esasında belirtilen beş yıllık süreç içerisinde şirketlerin dönemsel hisse senedi arzını gerçekleştirme sayısı 737'dir. Bu rakam içerisinde sadece bedelsiz sermaye artırımları, rüçhan hakkı kullanılarak yapılan sermaye artırımları, rüçhan hakkı kullanılmadan yaptırılan bedelli sermaye artırımları, hem bedelsiz hem de rüçhan hakkı kullanılmadan yapılan bedelli sermaye artırımları, hem bedelsiz hem de rüçhan hakkı kullanılarak yapılan bedelli sermaye artırımları, rüçhan hakkı kullanılarak ve kullanılmadan yapılan bedelli sermaye artırımları ve son olarak hem bedelsiz, hem rüçhan hakkı kullanılarak bedelli hem de rüçhan hakkı kullanılmadan yapılan bedelli sermaye artırımları yer almaktadır. Ancak yapmış olduğumuz çalışmanın uluslar arası literatürle bağdaşması açısından sadece rüçhan hakkı kullanılmadan yapılan bedelli sermaye artırımlarının uzun dönem performans analizi yapılmıştır. Sözü edilen rüçhan hakkı kullanılmadan yapılan bedelli sermaye artırımı sayısı 49'dur. Ancak bu 49 sermaye artırımında tümünün arz sonrası fiyat bilgilerine ulaşamamıştır. İlgili verilerine ulaşılabilen 34 sermaye artırımı çalışmaya dahil edilmiştir.

Verilerine ulaşılamayan şirketler; Araştırma kapsamındaki 49 sermaye artırımının yıllara göre dağılımı Tablo 3.2’de belirmiş ayrıca bu şirketlere ilişkin diğer önemli arz bilgileri Ek-2’de verilmiştir.

Tablo 3.3: 2000–2004 Yılları Arasındaki Dönemsel Hisse senedi Arzlarının Yıllar İtibariyle Dağılımı

YIL	SERMAYE ARTIRIM SAYISI	ÇALIŞMAYA DÂHİL EDİLEN SERMAYE ARTIRIM SAYISI
2000	25	16
2001	3	2
2002	8	6
2003	4	4
2004	8	6
TOPLAM	48	34

3.2.2. Kullanılan Veriler

Dönemsel hisse senedi arzlarında kullanılan veriler ilk halka arz verileri ile benzerdir. Uzun dönem performans ölçümünün sağlanması için gerekli olan veriler; şirketlerin halka arz edilip borsada işlem gördüğü tarihler, hisse senetlerinin dönemsel hisse senedi arzı sonrası aylık getiri oranları, ve getiri oranlarının alındığı tarihlere paralel tarihlerdeki İMKB Ulusal 100 endeksinin değeridir. Performans ölçümünde kullanılan veriler www.imkb.gov.tr, www.tcmb.gov.tr ve www.analiz.com internet sitelerinden sağlanmıştır.

3.2.3. Verilerin Hazırlanması

Dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştirilen şirketlerin uzun dönem performans ölçümleri için süre 3 yıl olarak belirlenmiştir. Performans ölçümü için kullanılan veri www.imkb.gov.tr adresinden temin edilen aylık TL hisse senedi getirileridir. Bu getiriler senet ihracının yapıldığı ayın sonrasındaki aydan başlayarak 36. ayın sonuna kadar olan getirilerdir. Aynı zamanda her bir şirket için tespit edilen bir aylık süreç itibariyle İMKB Ulusal 100 bileşik endeksinin aylık getirisinin tespit etmek için de endeks değerleri derlenmiştir.

3.2.4. Yöntem

2000-2004 yılları arasında sermaye artırımını yapan şirketlerin sermaye artırımını takip eden 36 ay için al ve tut getirileri düzeltilmiş olarak aşağıdaki formülle hesaplanmıştır:

$$BHAR_{(T_1, T_2)} = \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{it}) \right] - \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{mt}) \right]$$

Formüldeki;

R_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki ham getirisini

R_{mt} : İMKB Ulusal100 bileşik endeksinin t zamanındaki değişim değeri (piyasa getirisi)

Tüm hisse senetleri için hesaplanmış anormal getirilerin ortalaması ise aşağıdaki formül ile bulunmuştur.

$$OrtBHAR_{(T_1, T_2)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{it}) \right] - \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{mt}) \right]$$

Formüldeki;

R_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki ham getirisini

R_{mt} : İMKB Ulusal 100 bileşik endeksinin t zamanındaki değişim değeri (piyasa getirisi)

N: Şirket sayısı

Araştırmanın hipotezleri;

H_0 : Dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştiren şirketlerin hisse senetlerinden herhangi birine yatırım yapan yatırımcının uzun dönemde artık getiri elde etmesi mümkündür.

H_1 : Dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştiren şirketlerin hisse senetlerinden herhangi birine yatırım yapan yatırımcının uzun dönemde artık getiri elde etmesi mümkün değildir.

3.2.5. Uygulama ve Sonuçlar

Yukarıdaki formüller aracılığı ile çalışmanın kapsamında olan 34 şirkete ilişkin ortalama düzeltilmiş getiriler bulunmuş (Ek 5) daha sonra bu getirilerin anlamlılığını ölçmek amacıyla standart sapmaları bulunarak t değerlerine ulaşılmıştır (Tablo 3.6)

Tablo 3.4: 2000-2004 Yılları Arasında Dönemsel Hisse Senedi Arzlarının Uzun Dönem Performans Ölçüm Sonuçları Özet Tablo

	12. Ay	24. Ay	36. Ay
Ortalama Getiri Oranları	-0,19	-0,26	-0,58
Standart Sapma	0,6495	1,3633	1,3142
T Değeri	1,679	1,102	2,552

Hisse senetlerine ilişkin sonuçlar %95 güven aralığında Sig. (2-tailed) değeri 12. ay, 24. ay ve 36. ay için sırasıyla 0,10, 0,28, 0,016 olarak bulunmuştur. 12. ve 24. ay sonuçları sosyal bilimlerde kabul gören 0,05'den büyük olduğu için anlamlı bulunmamış, 36. ay sonuçları anlamlı bulunarak H_0 hipotezinin reddedilip, H_1 hipotezinin kabul edildiğini göstermiştir. 12. ay ve 24. ay sonuçlarının anlamlı bulunmamasında Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş'nin hisse senedi getiri oranlarındaki aşırı yükselişin rol oynadığı düşünülmektedir.

SONUÇ

Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketler için en büyük sorun ihtiyaç duydukları ek finansmanın teminidir. Çoğu şirketin likiditesinin ve kredibilitesinin düşük olması, kamu kesimindeki artan oranda iç borçlanmaya gitmesi şirketler için fon maliyetini yükseltmektedir. Bu anlamda borçla finansmandan ziyade özsermaye ile finansman yolunu kullanmaya başlamışlardır. Bir özsermaye ile finansman tekniği olan halka arz şirketler için pek çok avantaj ve dezavantajı da beraberinde getirmektedir. Şirketlerin finansal durumlarını güçlendirmeleri, likiditelerini arttırmaları, hisse senetlerinin pazar değerlerinin belirlenmesi, şirket imajının güçlenmesi ve şirket çalışanlarının motivasyonunun artması, hissedar değerinin artması, şirketler için söz konusu olacak bağımsız bir denetim mekanizmasının söz konusu olmasına olanak tanınması ile gibi pek çok avantajın yanı sıra makro anlamda bakıldığında halkın sermaye birikimine katılmasına, hisse senedi mülkiyetinin yaygınlaştırılmasına olanak vermesi gibi önemli katkıları sağlaması halka arzın bir ülkenin iktisadi gelişiminde önemli bir rol oynadığını açıkça ortaya koymaktadır. Çünkü bir iktisadi gelişimin önemli göstergelerinden biri de o ülkenin yeterli sermaye birikimine sahip olmasıdır.

Halka arz gerçekleştiren bir şirketin başarısı hem kendi ihtiyaç duyduğu fonu temin edebilmesi hem de arz ettiği hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılara sağlayacağı getiri oranına bağlıdır. Bu noktada hisse senedinin fiyat değişimi ve aynı zamanda şirketin de yer aldığı borsa endeksinin değişimi önemli rol oynamaktadır.

İlk halka arzlar ve dönemsel hisse senedi arzlarının yatırımcı analizi ile yukarıda belirttiğimiz halka arz sonrası şirketin başarı göstergesi olan yatırımcıya sağlayacağı getirinin analizinin yapılması amaçlanmıştır. Yapılan analizle hisse senetlerini ilk kez halka arz eden bir şirket ve daha önce halka açılmış ancak ek finansman sağlamak amacıyla dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştiren bir şirketin uzun dönemde yatırımcısına sağladığı getirinin piyasa getiri oranının üstünde olup olmadığına bakılmıştır. Gerek ulusal gerekse uluslar arası literatürde ilk kez halka arz edilen ve dönemsel olarak halka arz edilen hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların uzun dönemde artık getiri elde edemedikleri bir başka deyişle negatif getiri oranlarına sahip oldukları büyük bir çoğunlukla kabul görmüştür. Çalışmamızda da beklediğimiz sonuç literatürle aynı doğrultuda olmuş ve analiz sonucu da beklentilerimizi doğrulamıştır.

Bu çalışma kapsamında, 2000–2004 yılları arasında halka ilk kez arz edilmiş ve İMKB’de işlem görmeye başlamış 34 şirketin hisse senetleri ve yine aynı dönemde gerçekleştirilen 44 rüçhan hakkı kullandırılmamış bedelli sermaye artırımını yapan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem performansları incelenmiştir.

Araştırma sonucunda, ilk halka arzın ve dönemsel hisse senedi arzının gerçekleşmesini takip eden 36 aylık bir süreçte tüm şirketlerin aylık düzeltilmiş getiri oranları bulunmuştur. Yapılan t-testi sonucuna göre literatürde kısa dönemde şirketler için söz konusu olan artık getirinin ya da başka bir ifade ile pozitif getirinin ilk 5 ayda geçerli olduğu ancak 5. aydan sonrasında şirketler için negatif getirinin söz konusu olduğu bulunmuştur. Uluslar arası literatürde uzun dönem performans ölçümü çalışmalarında göz önünde bulundurulmuş 12. ay, 24. ay ve 36. ay düzeltilmiş ortalama aylık getiri oranları ilk halka arzlar için sırasıyla; **-0,31**, **-0,42**, **-0,92** olarak, dönemsel hisse senedi arzlarında ise aynı düzeltilmiş ortalama aylık getiri oranları **-0,19**, **-0,26**, **-0,58** bulunmuştur. Birçok çalışmada söz edilen uzun dönemde düşük performansın varlığının elde edilen verilerle İMKB’de var olduğu kanıtlanmıştır.

Çalışmamıza konu olan performans analizinin hesaplanmasında hisse senetlerinin fiyat değişimleri ve piyasa endeksinin değişimleri göz önünde bulundurularak tespit edilen getiri oranları baz alınmıştır. Hisse senedi getiri oranları ve piyasa getiri oranları arasındaki farkın değişim yönünün hisse senedi performansının göstergesi olduğunu kabul ettiğimiz analiz kısmında hisse senedi fiyatlarına etki edebilecek birtakım makro değişkenleri göz ardı etmiş olmamız her ne kadar ulaştığımız sonucu çok fazla değiştirmeyecek olsa da faiz oranları, enflasyon, cari açık gibi makro değişkenlerin ve halka arz edilen şirketin yaşı, halka arz oranı, arz sonrası toplam hasılat miktarı gibi mikro değişkenlerin de çoklu regresyonla analize katılması elde edilen artık getiri ya da negatif getirinin ağırlıklı olarak hangi faktörlerden kaynaklandığının tespit edilmesinde yol gösterici olabilecektir.

EK 1: 2000-2004 Yılları Arasında İlk Kez Halka Arz Edilen Şirketlere İlişkin Bilgiler**2000 YILINDA HİSSE SENETLERİNİ İLK KEZ HALKA ARZ EDEN ŞİRKETLER**

SIR A NO	ŞİRKETİN ADI	YÖNTEM	SATAN ORTAK	HALK A ARZ ORAN I (%)	HASILAT (Milyon TL)	HALK A ARZ FİYATI (TL)	ARACILI K YÜKLENİ M ŞEKLİ	SATIŞ YÖNTEMİ	BORSADA İ ŞLEM GÖRME TARİHİ
1	Yazıcılar Otomotiv	Ortak Satışı	17 kişi	18,24	67.654.657	53.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	17.02.2000
2	Karsan Otomotiv	Sermaye Artırımı/ Ortak Satışı	A. Türkel, Kıraca Otomotiv	10	11.040.000	46.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	21.02.2000
3	Nuh Çimento	Sermaye Artırımı	-	5	12.518.400	15.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	24.02.2000
4	Şeker Piliç	Sermaye Artırımı	-	15,27	3.360.000	16.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	24.02.2000
5	Anadolu Hayat Sigorta	Ortak Satışı	Türkiye İş Bankası A.Ş.	15	39.000.000	26.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	24.02.2000
6	Türk Ekonomi Bankası	Sermaye Artırımı/ Ortak Satışı	TEB Mali Yatırımlar A.Ş.	20	41.160.000	8.400	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	28.02.2000
7	Lio Yağ	Sermaye Artırımı/ Ortak Satışı	Ragıp Arsan,Şevket Aksoy	45,15	12.500.000	12.500	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	02.03.2000
8	Alkim Alkali Kimya	Sermaye Artırımı	-	15	9.288.000	7.200	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	02.03.2000
9	İş Genel Finansal Kiralama	Sermaye Artırımı	-	29,41	8.750.000	3.500	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	28.03.2000
10	Doğan Burda Rizzoli	Sermaye Artırımı	Adilbey ve Doğan Yayın Holding A.Ş.	15	11.250.000	100.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	28.03.2000

2000 YILINDA HİSSE SENETLERİNİ İLK KEZ HALKA ARZ EDEN ŞİRKETLER (devam)

11	EGS Holding	Sermaye Artırımı	-	25	57.500.000	2.300	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	30.03.2000
12	Ersu A.Ş	Sermaye Artırımı	T. Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	16,67	1.900.000	9.500	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	30.03.2000
13	Soda Sanayi	Sermaye Artırımı/ Ortak Satışı	T. Şişe ve Cam Fab.A.Ş.	15	22.759.000	7.200	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	20.04.2000
14	Batısöke Söke Çimento	Ortak Satışı	Batıçim A.Ş.	25	12.656.250	4.500	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	03.05.2000
15	Logo Yazılım	Sermaye Artırımı	-	15,03	3.509.000	29.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	08.05.2000
16	Sezginler Gıda	Sermaye Artırımı	-	20	16.870.000	17.500	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	11.05.2000
17	Zorlu Enerji Elektrik	Sermaye Artırımı	-	20	34.000.000	17.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	25.05.2000
18	Altınyag Kombinaları	Sermaye Artırımı	-	20,63	5.728.320	8.500	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	25.05.2000
19	Sınai Yatırım Bankası	Sermaye Artırımı	-	20	13.950.000	3.100	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	01.06.2000
20	Dentaj Ambalaj	Sermaye Artırımı	-	20	7.000.000	3.500	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	08.06.2000
21	Acıbadem Sağlık Hizmetleri	Sermaye Artırımı	-	15	9.000.000	30.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	15.06.2000
22	İpek Matbaacılık	Sermaye Artırımı	-	25	5.775.000	15.000	Bakiyeyi yüklenim	Borsa birincil piyasa	30.06.2000
23	Ak Enerji	Sermaye Artırımı	-	17,00	74.750.000	32.500	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	07.07.2000
24	Ayen Enerji	Sermaye Artırımı/ Ortak Satışı	Aydiner İnşaat A.Ş.	15,01	31.920.000	48.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	05.07.2000
25	Vakıf Risk Sermayesi Yat. Ort.	Sermaye Artırımı	-	37,50	525.000	2.800	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiyatla talep toplama	05.07.2000

2000 YILINDA HİSSE SENETLERİNİ İLK KEZ HALKA ARZ EDEN ŞİRKETLER (devam)

26	Turkcell İletişim	Ortak Satışı	Sonera Hold.B.V., Çukurova Hold.A.Ş., Yapı Kr. Bank. A.Ş. , Çukurova Inv. N.V. , Pamukbank T.A.Ş. , M.V. Hold. A.Ş. , Genel Sigorta A.Ş.vd	10,46	1.104.530.3 72	44.000	Bakiyeyi kısmen yüklenim	Tavan fiyattan sabit fiyatla talep toplama	11.07.2000
27	Escort Computer	Sermaye Artırımı	-	25,07	10.810.000	23.500	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	20.07.2000
28	Menderes Tekstil	Sermaye Artırımı	-	15,91	5.250.000	15.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	27.07.2000
29	Tek-Art Turizm	Sermaye Artırımı/ Ortak Satışı	Türkay Yılmaz, Fatma Yılmaz Tozlu	25,00	6.650.000	28.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	10.08.2000
30	Favori Dinleme Yerleri	Sermaye Artırımı	-	23,08	4.125.000	2.750	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	31.08.2000
31	Sanko Pazarlama	Sermaye Artırımı/ Ortak Satışı	Abdülkadir, Adil, Zekeriya, Fatih, Hakan, Sami ve Cengiz Konukoğlu	25,00	46.000.000	16.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	05.10.2000
32	Link Bilgisayar	Sermaye Artırımı	-	15,00	3.712.800	25.500	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	26.10.2000
33	EGS Finans. Kiralama	Sermaye Artırımı	-	33,33	6.500.000	2.600	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	26.10.2000
34	Arena Bilgisayar	Sermaye Artırımı/ Ortak Satışı	M.Betil,A. Serter, A.Mazon,İ. Kohen,H. Koçer,T.Eskicioğlu, N. Tülümen, A. Tülümen	15,00	9.300.000	31.000	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	02.11.2000
35	Alkim Kağıt	Sermaye Artırımı	-	20,00	9.380.000	3.350	Bakiyeyi yüklenim	sabit fiy. ile talep top.	02.11.2000

2001 YILINDA HİSSE SENETLERİNİ İLK KEZ HALKA ARZ EDEN ŞİRKETLER

SIR A NO	ŞİRKETİN ADI	YÖNTEM	SATAN ORTAK	HALK A ARZ ORAN I (%)	HASILAT (Milyon TL)	HALK A ARZ FİYATI (TL)	ARACILI K YÜKLENİ M ŞEKLİ	SATIŞ YÖNTEMİ	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ
1	Sınai Yatırım Bankası Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Sınai Yatırım Bankası A.Ş.	49	385.875	1.050	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama	23.10.2001

2002 YILINDA HİSSE SENETLERİNİ İLK KEZ HALKA ARZ EDEN ŞİRKETLER

SIR A NO	ŞİRKETİN ADI	YÖNTEM	SATAN ORTAK	HALK A ARZ ORANI (%)	HASILAT (Milyon TL)	HALK A ARZ FİYATI (TL)	ARACILIK YÜKLENİM ŞEKLİ	SATIŞ YÖNTEMİ	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ
1	Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Ortak Satışı	Lider Girişimci Vakıfbank Personeli Özel Sosyal Güvenlik Hizmet Vakfı T. Vakıflar Bankası T.A.O. Memur Hiz. Emekli Ve Sağlık Yar. San. Vakfı Anıtsal Yapılar San. Tic. ve Tur. A.Ş. vd.	49	25.357.500	1.150	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama	14.02.2002
2	Galatasaray	Ortak Satışı	Galatasaray Spor Kulübü	16,00	28.327.200	87.000	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama	20.02.2002
3	Başıktaş	Sermaye Artırımı	-	15,00	18.773.750	57.500	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fiyatla Talep Toplama	20.02.2002
4	Memtur Otelcilik	Sermaye Artırımı	-	20,00	4.160.000	9.400	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada satış	23.07.2002

2003 YILINDA HİSSE SENETLERİNİ İLK KEZ HALKA ARZ EDEN ŞİRKETLER

SIR A NO	ŞİRKETİN ADI	YÖNTEM	SATAN ORTAK	HALKA ARZ ORANI (%)	HASILAT (Milyon TL)	HALK A ARZ FİYATI (TL)	ARACILI K YÜKLENİ M ŞEKLİ	SATIŞ YÖNTEMİ	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ
1	Koza Davetiye	Sermaye Artırımı	-	45,00	14.210.342.500	8.000	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış	20.02.2003
2	Gersan Elektrik	Sermaye Artırımı	-	25,23	4.185.000.000	2.800	Bakiyeyi Yüklenim	Borsada Satış	14.05.2003

2004 YILINDA HİSSE SENETLERİNİ İLK KEZ HALKA ARZ EDEN ŞİRKETLER

SIRA NO	ŞİRKETİN ADI	YÖNTEM	SATAN ORTAK	HALKA ARZ ORANI (%)	HASILAT (Bin TL)	HALKA ARZ FİYATI (TL)	ARACILIK YÜKLENİM ŞEKLİ	SATIŞ YÖNTEMİ	BORSADA İŞLEM GÖRME TARİHİ
1	Fenerbahçe Sportif	Ortak satışı	Fenerbahçe Spor Kulübü Derneği	15	39.375.000.000	10.500	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fi. Talep Toplama	20.02.2004
2	İnfo Menk. Kıymt. Yat. Ort.	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	İnfo Menkul Değerler A.Ş.	99,07	3.447.520.000	1.050	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Borsa'da satış	04.03.2004
3	Desa Deri	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Melih Çelet	30	21.315.000.000	2.800	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fi. Talep Toplama	06.05.2004
4	Burçelik Vana	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	Burçelik Bur.Çelik Dö San. A.Ş., Dilek İşbilen	38.26	4.070.000.000	1.850	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fi. Talep Toplama	17.05.2004
5	Türk Traktör	Ortak Satışı	Koç Holding A.Ş.	24.9957	93.983.707.920	8.000	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fi. Talep Toplama	11.06.2004
6	Doğuş Otomotiv	Ortak Satışı	Doğuş İnşaat A.Ş.	34.50	256.162.500.000	6750-8250	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fi. Talep Toplama	17.06.2004
7	İndeks Bilgisayar	Sermaye Artırımı	-	15.34	12.150.000.000	4.500	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fi. Talep Toplama	24.06.2004
8	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	Sermaye Artırımı	-	15	3.952.942.000	1.400	Bakiyeyi Yüklenim	Sabt Fiy. T. Topl.	23.07.2004
9	Plastikkart	Sermaye Artırımı	-	28.57	12.800.000.000	2.900	Bakiyeyi Yüklenim	Borsa'da Satış	19.08.2004
10	Denizbank A.Ş.	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı birlikte.	Zorlu Holding A.Ş.	25	208.437.500.000	2.875	Bakiyeyi Yüklenim	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	01.10.2004

2004 YILINDA HİSSE SENETLERİNİ İLK KEZ HALKA ARZ EDEN ŞİRKETLER (devam)

11	AFM Uluslararası Film Prodüksiyon	Sermaye Artırımı / Ortak Satışı	Ahmet Adnan Akdemir, Mehmet Sedat Akdemir, Yalçın Selgur, Mehmet Berent Akdemir, Yusuf Agah Tansev ve HBK Master Fund LP	35.01	26.013.123.265	14.500	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fi. Talep Toplama	19.10.2004
12	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Sermaye Artırımı /Ortak Satışı	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., İş Finansal Kiralama A.Ş.	37,69	32.228.750.000	3.800	Bakiyeyi Yüklenim	Sabit Fi. Talep Toplama	22.10.2004

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
ACIBD	20.07.2004	-	-	350	12000000	54000000
ACIBD	12.06.2002	-	-	500	2000000	12000000
ACIBD	07.06.2000	-	333	1788,88	90000	2000000
ADANA	22.12.2004	-	-	99	79112558,982	157434000
ADANA	28.04.2004	-	-	3,89	76150311,851	79112558,982
ADANA	30.07.2003	-	-	60	47593944,907	76150311,851
ADANA	03.07.2002	-	-	38	34488365,875	47593944,907
ADANA	25.07.2001	-	-	29	26735167,345	34488365,875
ADANA	26.06.2000	-	-	49	17943065,332	26735167,345
ADEL	18.03.2004	-	-	250	2250000	7875000
ADEL	25.06.2001	-	-	50	1500000	2250000
ADEL	01.11.2000	-	-	200	500000	1500000
AEFES	29.09.2003	-	-	125	50167474,786	112876818,269
AEFES	24.09.2001	-	-	100	25083737,393	50167474,786
AGIDA	30.05.2003	-	-	150	13702500	34256250
AGIDA	02.07.2001	-	-	100	6851250	13702500
AGYO	16.05.2002	-	-	40	45000000	63000000
AKALT	31.05.2002	-	-	200	2359426,625	7078279,875
AKBNK	07.06.2004	-	-	25	1200000000	1500000000
AKBNK	23.06.2003	-	-	47,06	816000000	1200000000
AKBNK	12.11.2002	-	-	2	800000000	816000000
AKBNK	06.07.2001	-	-	60	500000000	800000000
AKBNK	07.06.2000	-	-	100	250000000	500000000
AKCNS	20.11.2003	-	-	75	95128978,01	166475711,517
AKCNS	07.01.2003	-	-	150	38051591,204	95128978,01
AKCNS	24.07.2002	-	-	10,72	38051573,204	38051591,204
AKENR	07.06.2004	-	-	10	59400000	65340000
AKENR	29.05.2003	-	-	10	54000000	59400000
AKENR	31.05.2002	-	-	300	13500000	54000000
AKENR	28.06.2000	-	230	1020	1000000	13500000
AKGRT	18.12.2003	-	-	70	90000000	153000000
AKGRT	30.07.2003	-	-	33,33	67500000	90000000
AKGRT	06.06.2002	-	-	100	33750000	67500000
AKIPD	10.06.2002	-	-	50	6114228,12	9171342,18
AKIPD	01.10.2001	-	-	40	4367305,8	6114228,12
AKSA	26.05.2003	-	-	25	21725030,469	27156288,0865
AKSA	31.05.2002	-	-	25	17380024,375	21725030,469
AKSA	31.05.2000	-	-	75	9931442,5	17380024,375
AKSUE	20.12.2000	-	-	300	522000	2088000
AKYO	04.08.2004	100	-	100	6000000	18000000
AKYO	02.06.2000	250	-	250	1000000	6000000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
ALARK	07.06.2001	-	-	20	13400000	16080000
ALCAR	22.12.2003	-	-	700	1350000	10800000
ALCTL	23.12.2004	175	-	-	8000000	22000000
ALCTL	18.06.2001	-	-	300	2000000	8000000
ALFA	27.08.2001	64,51	-	-	3100470	5100470
ALFA	02.01.2001	-	10,73	-	2800000	3100470
ALFA	31.05.2000	-	-	21,74	2300000	2800000
ALGYO	31.07.2001	-	-	-	3500000	3565000
ALGYO	25.06.2001	-	-	12	3125000	3500000
ALGYO	15.09.2000	-	-	25	2500000	3125000
ALKA	22.10.2004	-	-	50	35000000	52500000
ALKA	17.07.2003	-	-	100	17500000	35000000
ALKA	29.11.2001	-	-	25	14000000	17500000
ALKA	26.10.2000	-	25	-	11200000	14000000
ALKİM	01.11.2004	-	-	15	21500000	24725000
ALKİM	25.07.2002	-	-	150	8600000	21500000
ALKİM	24.02.2000	-	17,65	-	7310000	8600000
ALNTF	06.10.2003	9,52	-	0,48	200000000	220000000
ALNTF	13.01.2003	20	-	5	160000000	200000000
ALNTF	22.07.2002	60	-	-	100000000	160000000
ALNTF	04.09.2001	54,29	-	-	64815000	100000000
ALNTF	28.05.2001	-	-	22,94	44700000	64815000
ALNTF	03.05.2000	-	-	17,23	14900000	44700000
ALTIN	07.01.2003	700	-	700	2416780,8	36251712
ALYAG	14.12.2004	100	-	10	10124352	21261139
ALYAG	04.04.2003	55	-	-	6531840	10124352
ALYAG	31.10.2001	100	-	-	3265920	6531840
ANACM	29.04.2004	-	-	0,17	151180000	151431691,2
ANACM	07.11.2003	-	-	56,50	96600000	151180000
ANACM	20.12.2002	-	-	36,76	70634000	96600000
ANACM	28.12.2001	-	-	47,43	47910000	70634000
ANACM	16.02.2001	-	-	149,05	19237108,547	47910000
ANHYT	13.05.2004	-	-	53,85	65000000	100000000
ANHYT	07.06.2002	-	-	85,71	35000000	65000000
ANHYT	31.05.2001	-	-	40	25000000	35000000
ANHYT	13.12.2000	-	-	150	10000000	25000000
ANSGR	26.05.2004	-	-	25	80000000	100000000
ANSGR	31.05.2002	-	-	60	50000000	80000000
ANSGR	22.06.2001	-	-	66,67	30000000	50000000
ANSGR	31.05.2000	-	-	150	12000000	30000000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
ARAT	06.06.2002	-	117,57	-	12410000	27000000
ARAT	21.05.2002	-	-	70	7300000	12410000
ARAT	26.02.2001	-	-	80	2500000	7300000
ARFYO	18.10.2004	49,75	-	-	4006780,701	6000000
ARFYO	14.01.2004	-	-	131	1734537,1	4006780,701
ARFYO	31.05.2000	-	-	250	495582	1734537,1
ARSAN	02.09.2002	-	-	350	8400000	37800000
ARSAN	22.05.2000	-	-	200	2800000	8400000
ASELS	29.04.2002	100	-	100	9801000	29403000
ASELS	30.05.2000	100	-	-	4900500	9801000
ASLAN	06.03.2000	-	-	1900	321283,923	6425678,46
ASUZU	30.04.2004	-	-	100	8473235,513	16946471,026
ASUZU	28.05.2001	-	-	200	2823535	8470605
ATEKS	31.05.2002	-	-	200	8400000	25200000
ATEKS	03.08.2000	-	-	300	2100000	8400000
ATSYO	10.12.2004	100	-	-	1000000	2000000
ATSYO	02.04.2001	-	-	77,78	562500	1000000
ATSYO	06.06.2000	-	-	25	450000	562500
AVİVA	15.11.2004	46,43	-	-	14000000	20500000
AVİVA	29.01.2003	-	-	75	8000000	14000000
AVİVA	19.12.2001	-	-	100	4000000	8000000
AVİVA	17.07.2000	-	-	263,63	1100000	4000000
AVRSY	01.12.2004	100	-	-	2360016	4720032
AVRSY	28.03.2003	200	-	-	786672	2360016
AVRSY	05.08.2002	200	-	-	262224	786672
AYCES	04.05.2004	-	-	120	6142500	13513500
AYCES	03.11.2003	-	-	25	4914000	6142500
AYCES	13.08.2001	-	-	250	1404000	4914000
AYCES	20.07.2000	75	-	225	351000	1404000
AYEN	13.01.2005	-	-	500	13290000	79740000
AYEN	09.07.2001	-	-	200	4430000	13290000
AYEN	28.06.2000	-	-	5,48	4200000	4430000
AYGAZ	28.05.2003	-	-	230	65773401	217052223,3
AYGAZ	30.05.2002	-	-	50	43848934	65773401
AYGAZ	24.12.2001	-	-	100	21924467	43848934
AYGAZ	31.05.2000	-	-	100	10000000	20000000
AYGAZ	06.01.2000	-	-	100	5000000	10000000
BAGFS	08.09.2004	-	-	50	2000000	3000000
BAKAB	19.12.2002	-	-	200	3000000	9000000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
BANVT	26.07.2004	-		300	20000000	80000000
BANVT	14.04.2003	-	-	121,58	9026000	20000000
BANVT	17.10.2000	-	-	-	8800000	9026000
BANVT	19.07.2000	-	-	-	6000000	8800000
BANVT	05.01.2000	-	2,7	46,67	6000000	6000000
BEKO	28.12.2004	-	-		87000000	174000000
BEKO	28.06.2004	-	-	45	60000000	87000000
BEKO	17.06.2002	100	-	51,57	23850000	60000000
BEKO	15.06.2001	-	-	50	15900000	23850000
BEKO	15.06.2000	-	-	50	10600000	15900000
BERDN	13.08.2001	-	-	100	2600000	5200000
BFREN	12.05.2004	-	-	6594,52	23900,16	1600000
BISAS	25.04.2001	125	-	125	1800000	6300000
BJKAS	14.02.2002	-	17,65	-	1850000	2176500
BOLUC	23.12.2004	-	-	67,26	66959853,978	112000000
BOLUC	30.04.2003	-	-	45	46179209,64	66959853,978
BOLUC	31.05.2002	-	-	38	33463195,3915	46179209,64
BOLUC	20.07.2001	-	-	35	24787552,142	33463195,3915
BOLUC	31.05.2000	-	-	69	14666933,965	24787552,142
BOSSA	05.12.2003	-	-	50	45000000	67500000
BOSSA	09.12.2002	-	-	150	18000000	45000000
BOYNR	15.03.2004	50	-	-	39600000	59400000
BOYNR	31.05.2002	100	-	-	19800000	39600000
BOYNR	01.10.2001	300	-	-	4950000	19800000
BOYNR	12.05.2000	200	-	-	1650000	4950000
BRMEN	25.03.2004	-	-	100	12393000	24786000
BRMEN	24.08.2001	50	-	50	6196500	12393000
BRMEN	22.08.2000	25	-	30	4131000	6196500
BRMEN	28.02.2000	30	-	-	3060000	4131000
BROVA	29.07.2004	50	-	-	6075000	9112500
BROVA	02.12.2003	25	-	-	4860000	6075000
BROVA	10.02.2003	50	-	-	3240000	4860000
BROVA	11.09.2001	-	-	50	1620000	3240000
BROVA	31.05.2000	-	-	350	360000	1620000
BRSAN	10.06.2002	-	-	200	6300000	18900000
BRSAN	31.05.2000	-	-	600	900000	6300000
BRYAT	07.05.2004	-	-	200	9375000	28125000
BRYAT	07.05.2001	-	-	25	7500000	9375000
BRYAT	16.10.2000	-	-	400	1500000	7500000
BSHEV	26.10.2001	-	-	100	20009336,143	40018672,286
BSHEV	06.09.2000	-	-	12,2	16500000	18500000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
BSHEV	20.03.2000	-	-	368,28	3523500	16500000
BSOKE	17.06.2004	-	-	400	11250000	56250000
BTCIM	17.06.2004	-	-	15	56000000	64400000
BTCIM	27.12.2002	-	-	33	42000000	56000000
BTCIM	14.10.2002	-	-	100	21000000	42000000
BTCIM	20.02.2001	-	-	150	8400000	21000000
BTCIM	15.02.2000	-	-	100	4200000	8400000
BUCIM	30.07.2004	-	-	100	17635968	35271936
BUCIM	27.05.2002	-	-	200	5878656	17635968
BUMYO	18.11.2004	150	-	-	1000000	2500000
BUMYO	01.06.2004	122,2	-	-	450000	1000000
BURCE	24.01.2000	-	-	100	324000	648000
BURVA	06.05.2004	-	15	-	5000000	5750000
BYRBY	18.06.2001	500	-	180	4111250	32067750
BYSAN	30.05.2003	-	410,76	-	6750000	34476000
BYSAN	22.11.2001	-	-	800	750000	6750000
CBSBO	22.10.2001	-	-	152,48	2600000	6564350
CBSBO	18.12.2000	-	-	400	520000	2600000
CELHA	18.07.2003	-	-	24,70	5982900	7460439
CELHA	25.03.2003	-	-	50	3988600	5982900
CELHA	10.09.2002	-	-	100	1994300	3988600
CELHA	25.07.2000	-	-	100	997150	1994300
CEMTS	28.04.2004	-	-	275	5990400	22464000
CEYLN	19.07.2004	-	-	120	2092350	4603170
CEYLN	07.01.2002	-	-	190	721500	2092350
CIMSA	12.12.2003	-	-	80	67392000	121305600
CIMSA	12.12.2002	-	-	100	33696000	67392000
CIMSA	11.02.2002	-	-	100	16848000	33696000
CLEBI	23.08.2004	-	-	50	9000000	13500000
CLEBI	13.10.2003	-	-	100	4500000	9000000
CLEBI	13.08.2001	-	-	200	1500000	4500000
CLEBI	06.03.2000	-	-	500	250000	1500000
CMBTN	25.09.2000	-	-	200	590000	1770000
CMENT	24.02.2003	-	-	200	10500000	31500000
CMENT	25.09.2000	-	-	200	3500000	10500000
CMLOJ	28.05.2001	-	-	300	700000	2800000
CYTAS	13.01.2004	-	-	30	19200000	24960000
CYTAS	10.06.2002	-	-	150	4800000	19200000
DARDL	06.03.2003	-	16	-	14999040	17399040
DARDL	08.03.2000	68	-	-	8928000	14999040
DENCM	29.06.2000	55	-	495	400000	2600000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
DENİZ	23.09.2004	-	24,93	18,63	10000000	290000000
DENTA	15.07.2004	-	-	200	10000000	30000000
DENTA	31.05.2000	-	25	-	10000000	10000000
DERİM	02.08.2004	-	-	80	3000000	5400000
DERİM	05.06.2000	-	-	200	500000	3000000
DESA	20.10.2004	-	-	65,52	25375000	42000000
DESA	29.04.2004	-	25	-	48000000	25375000
DEVA	25.06.2004	-	-	95	16000000	48000000
DGZTE	07.09.2004	268,73	-	-	21153825	78000000
DGZTE	03.07.2000	-	-	20	17628187,5	21153825
DITAS	31.05.2000	-	-	28	393750	504000
DMSAS	21.05.2004	-	-	1300	2000000	28000000
DNZYO	12.07.2004	85	-	-	2700000	4995000
DNZYO	05.02.2004	500	-	-	450000	2700000
DOBUR	11.05.2004	-	-	99	18283125	18283125
DOBUR	18.06.2001	-	-	250	2625000	9187500
DOBUR	05.06.2000	-	-	250	750000	2625000
DOGUB	26.02.2002	311,45	-	24	2430400	8603878,378
DOGUB	12.02.2001	90	-	120	784000	2430400
DOHOL	25.06.2004	-	-	25	588230566,56	735288208,2
DOHOL	03.09.2003	30	-	-	452485051,2	588230566,56
DOHOL	03.12.2002	80	-	-	251380584	452485051,2
DOHOL	31.07.2001	120	-	50	93103920	251380584
DOHOL	16.10.2000	-	-	40	66502800	93103920
DOKTS	23.06.2003	-	-	230	19200000	63360000
DOKTS	15.06.2001	-	-	100	9600000	19200000
DOKTS	14.07.2000	50	-	50	4800000	9600000
DURDO	14.07.2001	100	-	800	400000	4000000
DYHOL	10.01.2005	-	-	83,94	300093885	552000000
DYHOL	29.08.2003	-	-	30	230841450	300093885
DYHOL	26.08.2002	-	-	14	202492500	230841450
DYHOL	05.11.2001	52,60	-	47,4	101246250	202492500
DYHOL	03.07.2000	-	-	33	76125000	101246250
DYOBYS	26.05.2004	-	-	80	71886023,4375	129394842,187
DYOBYS	15.05.2003	125	-	-	31949343,75	71886023,4375
DYOBYS	23.07.2001	-	-	110	5670000	11907000
DYOBYS	29.01.2001	50	-	50	9975000	5670000
ECBYO	11.10.2004	100	-	-	4987500	9975000
ECBYO	13.08.2003	90	-	-	2625000	4987500
ECBYO	24.07.2002	200	-	-	875000	2625000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
ECBYO	03.07.2000	-	-	250	250000	875000
ECILC	09.02.2004	-	-	400	36547200	182736000
ECILC	23.05.2003	-	-	200	12182400	36547200
ECYAP	12.01.2004	-	-	125	56250000	56250000
ECYAP	17.04.2003	-	-	900	2500000	25000000
ECYAP	26.07.2000	-	-	25	2000000	2500000
ECZYT	31.07.2000	-	-	50	13200000	19800000
EDIP	14.02.2002	65	-	65	7650000	17595000
EDIP	30.06.2000	-	-	400	1530000	7650000
EFES	19.09.2001	63	-	-	16380000	26699400
EGCYO	11.05.2004	100	-	-	1900200	3800400
EGCYO	06.09.2002	200	-	-	950000	1900200
EGEEN	21.08.2000	-	-	800	350000	3150000
EGFIN	19.10.2000	-	50	-	5000000	7500000
EGGUB	06.07.2000	-	-	100	1004400	2008800
EGHOL	30.10.2000	80	-	30	100000000	210000000
EGHOL	23.03.2000	-	33,33	-	75000000	100000000
EGIYM	26.06.2000	100	-	50	2310000	5775000
EGPRO	06.09.2004	-	-	35,08	4503600	6054059
EGPRO	26.11.2001	80	-	98	1620000	4503600
EGPRO	16.08.2000	-	-	500	270000	1620000
EGSER	25.07.2003	50	-	63	24480000	52632000
EGSER	19.11.2001	150	-	150	6120000	24480000
EGYO	23.08.2000	160	-	240	10000000	50000000
EMKEL	18.11.2004	36	-	-	8076915	10984604,4
EMKEL	29.06.2004	-	35	-	5982900	8076915
EMKEL	27.03.2003	25	-	500	3418800	5982900
EMKEL	25.03.2002	25	-	60	1848000	3418800
EMNIS	10.06.2002	200	-	200	1225700	6128500
ENKA	28.12.2001	-	-	42,86	7000000	10000000
ENKA	22.12.2000	-	-	40	5000000	7000000
ENKAI	10.01.2005	-	-	100	100000000	200000000
ENKAI	24.12.2003	-	-	98,59	50355593	100000000
ENKAI	22.11.2002	-	-	123,16	22564654	50355593
EPLAS	11.01.2005	-	-	85,78	10765139,12	20000000
EPLAS	18.02.2002	100	-	-	6000000	10765139,12
EPLAS	19.09.2000	-	-	100	600000	6000000
ERBOS	06.05.2002	-	-	350	1160000	5220000
EREGL	13.07.2004	200	-	800	44352000	487872000
ERSU	19.10.2004	200	-	-	6264000	18792000
ERSU	12.01.2004	-	-	74	3600000	6264000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Ser. (milyon TL)
ERSU	07.05.2001	-	-	200	1200000	3600000
ERSU	23.03.2000	-	20	-	1000000	1200000
ESCOM	02.04.2001	-	-	500	1835000	11010000
ESCOM	13.07.2000	-	33,45	-	1375000	1835000
ESEMS	07.01.2005	-	-	61,40	8250000	13315500
ESEMS	21.03.2002	100	-	75	3000000	8250000
ESEMS	20.06.2001	-	-	150	1200000	3000000
FACFA	29.04.2004	-	-	59,21	8153856,63	12981538,4011
FACFA	12.07.2002	-	-	49	5472387	8153856,63
FACFA	14.04.2000	-	-	141	2270700	5472387
FENIS	07.06.2004	-	-	35	7317072	9878047,2
FENIS	21.10.2002	-	-	600	1045296	7317072
FENIS	09.10.2000	-	-	150	418118,4	1045296
FFKRL	05.08.2004	-	-	146,02	17478297,105	43000000
FFKRL	23.06.2003	-	-	6,32	16439445,105	17478297,105
FFKRL	03.07.2001	-	-	36,37	11000000	15000000
FFKRL	31.05.2000	-	-	83,33	6000000	11000000
FINBN	27.09.2004	-	-	38,75	425220000	590000000
FINBN	07.11.2002	-	-	29,06	275000000	354905210
FINBN	28.09.2001	41,61	-	-	194200000	275000000
FINBN	31.05.2001	-	-	61,6	120175000	194200000
FINBN	29.05.2000	-	-	90	63250000	120175000
FNSYO	08.07.2002	-	-	66,66	5850000	9750000
FNSYO	12.09.2001	-	-	95	3000000	5850000
FNSYO	24.03.2000	200	-	-	1000000	3000000
FORTS	04.08.2004	-	-	34	271600000	363944000
FORTS	25.08.2003	-	-	40	194000000	271600000
FORTS	30.04.2001	-	-	94	100000000	194000000
FORTS	05.04.2000	-	-	100	50000000	100000000
FRIGO	21.04.2004	-	-	400	1200000	6000000
FROTO	30.09.2003	-	-	300	73106250	292425000
FROTO	31.05.2001	-	-	150	29242500	73106250
FRORI	22.08.2000	-	30	-	5000000	6500000
GARAN	04.10.2004	-	-	45,98	822037812,602	1200000000
GARAN	02.07.2003	-	-	3,83	791747816,066	822037812,602
GARAN	09.09.2002	-	-	5,57	750000000	791747816,066
GARAN	16.07.2001	-	-	188,46	260000000	750000000
GARFA	26.10.2001	11	-	39	10000000	15000000
GARFA	06.10.2000	25	-	75	5000000	10000000
GARFA	28.06.2000	-	0,01	-	4999749,3	5000000
GDKYO	15.04.2004	120	-	-	87500	1925000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
GDKYO	10.06.2002	-	-	250	250000	875000
GEDIZ	04.07.2001	50	-	-	4800000	7200000
GENTS	07.06.2004	-	-	45	16174080	23452416
GENTS	04.09.2002	-	-	300	4043520	16174080
GENTS	17.01.2001	-	-	200	1347840	4043520
GEREL	18.05.2004	-	-	40	9630000	13482000
GEREL	12.11.2003	-	-	80	5350000	9630000
GEREL	05.05.2003	-	33,75	-	4000000	5350000
GIMA	26.01.2004	33,33	-	-	75000000	100000000
GIMA	27.01.2003	50	-	-	50000000	75000000
GIMA	06.05.2002	100	-	-	25000000	50000000
GIMA	17.07.2000	66,67	-	-	15000000	25000000
GLYHO	12.11.2004	-	25	-	60000000	75000000
GLYHO	30.01.2004	47,79	-	1,50	40192230,110	60000000
GLYHO	02.07.2002	100	-	-	20000000	40000000
GLYHO	04.04.2002	-	14,29	-	17500000	20000000
GLYHO	05.06.2001	100	-	-	8750000	17500000
GOLDS	14.04.2003	28,21	-	-	62400000	80000000
GOLDS	23.12.2002	-	-	140	26000000	62400000
GOLDS	16.04.2002	-	14,04	-	22800000	26000000
GOLDS	19.03.2002	-	9,62	-	20800000	22800000
GOLDS	03.10.2001	-	-	160	8000000	20800000
GOLDS	14.08.2001	-	14,29	-	7000000	8000000
GOLDS	21.04.2000	-	-	180	2500000	7000000
GOLTS	31.05.2002	-	-	100	3600000	7200000
GOODY	18.09.2000	-	-	50	7945109,315	11917663,973
GRGYO	12.08.2004	-	-	217,42	23250000	73800000
GRGYO	21.05.2001	-	-	55	15000000	23250000
GRGYO	29.05.2000	200	-	-	5000000	15000000
GRNYO	29.12.2003	300	-	-	250000	1000000
GSDHO	12.03.2004	-	-	86,5	43000000	80000000
GSDHO	29.03.2002	100	-	-	21500000	43000000
GSDHO	26.06.2001	200	-	200	4300000	21500000
GUBRF	05.01.2004	-	-	800	2499841,434	22498572,907
GUSGR	27.05.2004	-	-	73,61	43200000	75000000
GUSGR	31.05.2002	-	-	60	27000000	43200000
GUSGR	15.08.2001	-	-	80	15000000	27000000
GUSGR	29.05.2000	-	-	50	10000000	15000000
HEKTS	12.05.2004	-	-	40	30986750	43381450
HEKTS	15.05.2003	-	-	58,5	19550000	30986750
HEKTS	31.05.2002	-	-	43,8	13595000	19550000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
HEKTS	06.08.2001	-	-	31,89	10307600	13595000
HEKTS	07.06.2000	21,25	-	24,75	7060000	10307600
HURGZ	29.07.2004	-	-	70	245142682,411	416742560,098
HURGZ	26.05.2003	-	-	68,2	145744757,676	245142682,411
HURGZ	31.05.2002	-	-	39,5	104476528,8	145744757,676
HURGZ	30.05.2001	-	-	68	62188410	104476528,8
HURGZ	14.06.2000	-	-	70	36581317,5	62188239,75
HZNDR	05.11.2004	-	-	500	1750000	10500000
HZNDR	30.01.2001	-	-	40	1250000	17500000
IDAS	07.06.2004	-	-	300	1500000	6000000
IDAS	01.10.2001	-	-	100	750000	1500000
IHEVA	02.04.2003	200	-	-	6075000	18225000
IHEVA	01.07.2002	75	-	75	2430000	6075000
IHEVA	21.06.2000	-	-	200	810000	2430000
IHGYO	23.06.2003	150	-	50	8824500	22108353,3
IHGYO	30.05.2002	-	-	50	5883000	8824500
IHGYO	29.05.2000	-	-	50	3922000	5883000
IHLAS	13.10.2004	70	-	-	232141749,12	394640973,504
IHLAS	14.07.2003	100	-	-	116070874,56	232141749,12
IHLAS	21.01.2003	95	-	5	58035437,28	116070874,56
IHLAS	13.06.2002	200	-	100	14508859,32	58035437,28
IHLAS	25.05.2000	-	-	100	7254429,66	14508859,32
INDES	17.06.2004	-	18,12	-	14900000	17600000
INFYO	02.03.2004	-	50	-	2000000	3000000
INTEM	13.01.2004	-	-	400	972000	4860000
INTEM	13.07.2000	-	-	100	486000	972000
IPMAT	20.02.2004	-	-	25	13860000	17325000
IPMAT	27.06.2002	70	-	50	6300000	13860000
IPMAT	21.11.2000	-	-	350	1400000	6300000
IPMAT	27.06.2000	5	35	-	1000000	1400000
ISAMB	23.09.2004	139	-	-	8355427,338	19969471,338
ISAMB	30.01.2004	200	-	-	2785142,446	8355427,338
ISAMB	30.03.2000	-	15,11	-	2419592,5	2785142,446
ISBTR	13.08.2004	-	-	15	1426723800	1640757270
ISBTR	29.12.2003	-	-	6	810572500	1426723800
ISBTR	04.06.2001	45	-	-	558964000	810572500
ISBTR	02.06.2000	100	-	-	279399000	558964000
ISFIN	13.05.2003	-	-	25	20000000	25000000
ISFIN	13.05.2002	-	-	17,65	17000000	20000000
ISFIN	27.08.2001	-	-	100	8500000	17000000
ISFIN	21.03.2000	-	41,67	-	6000000	8500000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
ISGSY	14.10.2004	12,5	-	-	20000000	22500000
ISGYO	29.12.2004	20	-	20	235690000	329966000
ISGYO	24.09.2001	85	-	-	127400000	235960000
ISGYO	30.04.2001	20	-	16,70	91000000	127400000
ISGYO	29.05.2000	15	-	15	70000000	91000000
ISYAT	08.05.2000	170	-	230	6000000	300000000
IZMDC	19.06.2000	40	-	110	24900000	62250000
IZOCM	23.06.2003	-	-	75	12000000	21000000
IZOCM	21.04.2003	-	-	33,33	9000000	12000000
IZOCM	31.05.2002	-	-	50	6000000	9000000
IZOCM	31.05.2001	-	-	33,33	4500000	6000000
IZOCM	26.05.2000	-	-	50	3000000	4500000
KAPLM	23.07.2004	100	-	100	1600000	4800000
KAPLM	17.07.2000	52,38	-	-	1050000	1600000
KARSN	02.06.2003	-	-	300	4800000	19200000
KARSN	08.06.2001	-	-	100	2400000	4800000
KARSN	14.02.2000	-	10	90	1200000	2400000
KAVPA	17.05.2004	-	-	55	6435000	9974250
KCHOL	19.01.2004	-	-	187,44	274755010,79	789750000
KCHOL	04.06.2003	-	-	20	243787207,20	203156006
KCHOL	08.05.2002	-	-	100	101578003	203156006
KCHOL	07.05.2001	-	-	33,33	64102200	85469600
KCHOL	31.05.2000	-	-	100	32051100	64102200
KENT	05.07.2001	-	-	100	8640000	17280000
KIPA	31.05.2002	-	-	30	9085126,05	11810663,865
KIPA	06.11.2000	100	-	70	3364861,50	9085126,05
KLBM0	09.04.2002	155	-	25	3000000	8400000
KLBM0	26.03.2001	92,31	-	38,46	1300000	3000000
KLMSN	27.12.2002	-	-	140	2500000	6000000
KLMSN	15.06.2001	-	-	900	250000	2500000
KNFRT	11.08.2003	-	-	300	1200000	4800000
KONYA	01.09.2000	-	-	100	2436720	4873440
KORDS	05.11.2003	-	-	200	36125460	108376380
KORDS	01.10.2001	-	-	50	24083640	36125460
KORDS	01.08.2000	-	-	50	16055760	24083640
KOTKS	23.06.2003	30	-	30	2632500	4212000
KOTKS	11.07.2002	30	-	20	1755000	2632500
KOTKS	25.07.2001	106	-	40	585000	1755000
KOTKS	01.11.2000	200	-	200	117000	585000
KOZAD	20.06.2003	-	-	285	4000000	15400000
KOZAD	05.02.2003	10	90	-	2000000	4000000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
KRDMD	04.05.2004	-	-	343	46675353	206771813
KRDMD	10.12.2003	-	5,48	-	44249560	46675353
KRDMD	25.11.2002	-	10,62	-	40000000	44249560
KRDMD	07.09.2000	-	33,33	-	30000000	40000000
KRSTL	09.05.2003	300	-	100	4800000	24000000
KRSTL	21.10.2002	50	-	50	2400000	4800000
KRTEK	13.09.2004	-	-	200	11700166,142	35100498,427
KRTEK	31.07.2002	-	-	400	2340000	11700000
KUTPO	06.03.2000	100	-	100	864000	2592000
LINK	19.11.2002	-	-	466,66	970600	5500000
LINK	19.10.2000	229,03	145,60	495,97	100000	970600
LIOYS	24.09.2002	100	-	-	16500000	33000000
LIOYS	07.05.2002	-	-	644,92	2215000	16500000
LIOYS	24.02.2000	-	145	198	500000	2215000
LOGO	22.07.2003	-	-	500	805000	4830000
LOGO	01.05.2000	-	345,71	1854,29	35000	805000
LUKSK	15.10.2002	65	-	-	1800000	2970000
LUKSK	10.09.2001	200	-	-	600000	1800000
MAALT	28.07.2003	-	-	80	1710000	3078000
MAALT	27.11.2001	-	-	270	570000	1710000
MARET	30.05.2000	-	-	400	420000	210000
MEGES	22.05.2002	71,50	-	19,50	2600000	4966000
MEGES	12.02.2001	108	-	52	1000000	2600000
MEMSA	23.12.2004	120	-	-	8500000	18700000
MEMSA	04.04.2000	400	-	-	1700000	8500000
MERKO	11.08.2003	-	-	100	10188564,015	20377128,03
MERKO	20.06.2000	-	-	400	2037712,803	10188564,015
METUR	13.05.2003	-	-	300	2000000	8000000
METUR	15.07.2002	-	88,89	255,56	450000	2000000
MIGRS	16.01.2004	-	-	150	55080000	137700000
MIGRS	16.12.2002	-	-	500	9180000	55080000
MIGRS	28.06.2000	-	-	200	3060000	9180000
MIPAZ	24.02.2004	-	-	10	32845824	36130406,40
MIPAZ	03.02.2003	-	-	50	21897216	32845824
MIPAZ	18.07.2001	-	-	60	13685760	21897216
MIPAZ	20.12.2000	-	-	50	9123840	13685760
MMART	20.12.2004	76,73	-	-	33950880,279	60000000
MMART	29.12.2003	-	-	100	16975440,139	33950880,279
MMART	26.06.2002	75	-	25	9000000	16975440,139
MMART	02.04.2001	62,50	-	62,50	4000000	9000000
MNDRS	11.12.2002	100	-	-	42500000	84041700,4

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. Serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
MNDRS	26.03.2002	160,20	-	-	16333353	42500000
MNDRS	15.08.2001	-	6,06	-	15400000	16333353
MNDRS	21.05.2001	-	-	600	2200000	15400000
MNDRS	20.07.2000	-	18,92	-	1850000	2200000
MRDIN	14.12.2004	-	-	169,60	20771469,9	56000000
MRDIN	30.04.2003	-	-	50	13847646	20771469,9
MRDIN	31.05.2002	-	-	50	9231764,4	13847646,6
MRDIN	31.05.2001	-	-	50	6154509,6	9231764,4
MRDIN	31.05.2000	-	-	50	4103006,4	6154509,6
MRSHL	03.05.2004	-	-	100	2164800	4329600
MTEKS	20.04.2004	-	-	34	12495000	16743300
MTEKS	07.04.2003	70	-	-	7350000	12495000
MTEKS	03.05.2002	100	-	-	3675000	7350000
MTEKS	04.04.2001	140	-	60	1225000	3675000
MYZYO	07.07.2004	100	-	-	1350000	2700000
MYZYO	05.04.2004	100	-	-	675000	1350000
MYZYO	02.04.2001	-	-	100	337500	675000
MYZYO	06.06.2000	-	-	35	250000	337500
MZHL D	24.03.2004	-	-	5	10000000	10500000
MZHD	03.12.2001	-	-	100	5000000	10000000
MZHL D	15.11.2000	-	-	150	2000000	5000000
NTHOL	03.11.2004	100	-	-	56406803,25	112814000
NTHOL	28.11.2001	-	-	13	49917525	56406803,25
NTHOL	22.05.2001	70	-	-	29363250	49917525
NTHOL	15.06.2000	100	-	35	12495000	29363250
NNTUR	21.08.2001	-	-	100	12411000	24822000
NNTUR	04.09.2000	-	-	150	4964400	12411000
NUGYO	23.05.2000	-	-	100	5000000	10000000
NUHCM	06.09.2002	-	-	50	50071200	75106800
NUHCM	05.02.2002	-	-	200	16690400	50071200
NUHCM	17.02.2000	-	5,26	-	15855840	16690400
OKANT	30.07.2003	100	-	100	6000000	18000000
OKANT	28.03.2001	200	-	200	1200000	6000000
OLMKS	26.12.2003	-	-	200	10867500	32602500
OLMKS	30.12.2002	-	-	100	5433750	10867500
OLMKS	01.06.2000	220	-	-	1270500	4065600
OTKAR	28.07.2003	-	-	206,33	7834774,153	24000000
OTKAR	05.06.2001	-	-	50	4713200	7069800
OTKAR	14.06.2000	-	-	100	2356600	4713200
OYSAC	15.12.2003	-	-	200	3358750	10076250
OZFIN	31.10.2001	-	-	141,20	1243800	3000000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
PARSN	20.01.2004	-	-	250	4320000	15120000
PARSN	08.01.2001	-	-	200	1440000	4320000
PASTA	31.05.2001	-	-	100	600000	1200000
PEGYO	25.09.2002	80	-	-	2220000	3996000
PEGYO	05.04.2002	200	-	-	740000	2200000
PENGD	17.04.2003	-	-	351,35	4874285,714	22000000
PENGD	18.01.2002	-	17,17	-	4160000	4874285,714
PETKM	31.08.2001	25	-	50	117000000	204750000
PETUN	18.05.2004	-	-	140	18056250	43335000
PETUN	11.07.2001	-	-	350	4.12500	18056250
PIMAS	28.06.2002	83,15	-	-	9828000	18000000
PIMAS	07.11.2001	75	-	85	3780000	9828000
PINSU	05.05.2004	-	-	190	3898125	11304562,5
PINSU	02.07.2001	-	-	400	779625	3898125
PKART	29.12.2004	-	-	62,50	14000000	22750000
PKART	11.08.2004	-	40	-	10000000	14000000
PKENT	30.05.2003	-	-	400	207360	1036800
PNSUT	10.06.2004	-	-	190	15500362,5	44951051,5
PNSUT	24.05.2001	-	-	200	5166787,5	15500362,5
PRKAB	26.07.2004	-	-	300	9828000	39312000
PRKAB	15.08.2002	160	-	-	3780000	9828000
PRKAB	21.08.2000	32	-	168	1260000	3780000
PRKTE	31.12.2003	-	-	400	9600000	48000000
PRKTE	11.05.2000	200	-	100	2400000	9600000
PRTAS	06.10.2000	100	-	2400	95000	2470000
PTOFS	31.08.2004	-	-	15	300000000	345000000
PTOFS	30.04.2003	-	-	18,84	252441386	300000000
PTOFS	08.10.2002	-	-	400	50000000	250000000
PTOFS	30.05.2000	85	-	65	20000000	50000000
RAYSG	06.12.2004	-	-	16	25015602,843	29018099,297
RAYSG	22.09.2003	-	-	65	14979402,9	25015602,843
RAYSG	31.10.2002	-	-	65	9078426	14979402,9
RAYSG	20.05.2002	-	-	68	5403825	9078426
RAYSG	03.07.2000	-	-	150	2161530	5403825
SABAH	21.06.2000	-	-	100	16500000	33000000
SAHOL	23.02.2001	5	-	28,33	450000000	600000000
SAHOL	12.04.2000	134	-	126	125000000	450000000
SANKO	18.03.2002	-	-	5	34500000	36225000
SANKO	01.03.2001	-	-	200	11500000	34500000
SANKO	28.09.2000	-	15	-	10000000	11500000
SAPAZ	12.05.2000	1900	-	-	250000	5000000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
SARKY	21.05.2004	-	-	400	10000000	50000000
SARKY	31.05.2002	-	-	150	4000000	10000000
SASA	18.12.2003	-	-	150	72100000	180250000
SASA	24.03.2003	-	-	400	14420000	72100000
SEKFK	15.07.2004	-	17,65	-	16000000	18823530
SELGD	15.12.2003	39,25	-	17	9600000	15000000
SELGD	27.10.2002	75	-	25	4800000	9600000
SELGD	16.06.2000	-	20	-	4000000	4800000
SELGD	19.06.2000	150	-	-	1600000	4000000
SERVE	19.07.2004	-	-	110	2350000	4935000
SERVE	06.01.2004	-	-	95,83	1200000	2350000
SISE	31.08.2004	5,07	-	0,02	403000000	423500000
SISE	10.05.2004	-	-	41,40	285000000	403000000
SISE	18.02.2002	78,34	-	160,52	84106000	285000000
SISE	30.06.2000	5,06	-	1,40	79000000	84106000
SISE	17.01.2000	-	-	83,29	43100000	79000000
SKBNK	27.10.2003	11,84	-	-	76000000	85000000
SKBNK	30.07.2002	67,84	-	-	45282000	76000000
SKBNK	23.07.2002	-	-	-54,72	100000000	45282000
SKBNK	07.08.2001	60	-	40	50000000	100000000
SKBNK	13.04.2001	66,67	-	-	30000000	50000000
SKBNK	15.09.2000	58	-	42	15000000	30000000
SKPLC	03.05.2002	-	-	300	1375000	5500000
SKPLC	17.02.2000	-	18,03	-	1165000	1375000
SNPAM	27.01.2004	-	-	250	15225000	53287500
SNPAM	31.10.2000	100	-	1900	725000	15225000
SODA	16.12.2002	-	-	28,16	48,867000	62630000
SODA	28.11.2001	-	-	22,56	39871000	48867000
SODA	19.02.2001	-	-	89,25	21067000	39871000
SODA	13.04.2000	-	11,11	-	18960000	21067000
SONME	29.01.2004	-	-	600	7680000	53760000
SONME	28.09.2000	100	-	600	960000	7680000
SYBNK	23.07.2001	-	-	77,77	22500000	40000000
SYBNK	25.05.2000	-	45	80	10000000	22500000
TATKS	15.12.2003	-	-	350	19120403	86041813,5
TATKS	31.05.2001	-	-	50	7000000	10500000
TBORG	09.08.2004	100	-	-	23249200	46498400
TBORG	06.05.2003	31,50	-	-	17680000	23249200
TBORG	20.11.2002	17,87	-	-	15000000	17680000
TBORG	25.04.2002	33,27	-	-	11255625	15000000
TBORG	11.07.2001	-	-	100	5627812,5	11255625

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. Serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
TCELL	30.07.2004	-	-	194,93	500000000	1474639361
TCELL	06.08.2001	89,56	-	-	263766255	500000000
TCELL	04.06.2001	-	-	9,90	240000000	263766255
TEBNK	11.03.2004	-	-	4,85	55125000	57800000
TEBNK	18.08.2000	-	-	125	24500000	55125000
TEBNK	21.02.2000	-	11,36	-	22000000	24500000
TEKFK	01.11.2004	-	-	70	10000000	17000000
TEKFK	31.05.2002	-	-	23,46	8100000	10000000
TEKFK	11.07.2001	6,30	-	43,70	5400000	8100000
TEKFK	06.07.2000	35	-	65	2700000	5400000
TEKST	17.02.2003	-	-	22,50	100000000	122500000
TEKST	11.04.2002	25	-	-	80000000	100000000
TEKST	17.10.2001	33,33	-	-	60000000	80000000
TEKST	23.07.2001	-	-	50	40000000	60000000
TEKST	19.06.2000	-	-	100	20000000	40000000
TEKTU	13.09.2002	-	-	10,26	4750000	5237165
TEKTU	21.12.2000	-	-	400	950000	4750000
TEKTU	03.08.2000	-	18,75	-	800000	950000
THYAO	15.02.2001	8,33	-	8,33	150000000	175000000
THYAO	24.04.2000	100	-	100	50000000	150000000
TIRE	18.08.2003	-	-	200	13181738	39545214
TIRE	11.12.2000	-	-	50	5855235,375	8782853,062
TKBNK	10.11.2003	20	-	-	125000000	150000000
TKBNK	28.05.2002	25	-	-	100000000	125000000
TKBNK	31.10.2001	33,33	-	-	75000000	100000000
TKBNK	14.08.2000	151,86	-	-	29778680,755	75000000
TNSAS	02.12.2003	-	-	7,51	297000000	319302379,125
TNSAS	10.10.2002	50	-	-	198000000	297000000
TNSAS	11.02.2002	200	-	-	66000000	198000000
TNSAS	18.09.2001	300	-	-	16500000	66000000
TNSAS	19.01.2001	400	-	50	3000000	16500000
TOASO	26.05.2003	-	-	164,06	170412875	450000000
TOASO	12.12.2001	-	-	150	68165150	170412875
TOPFN	14.06.2002	-	-	59	9984278,7	15875003,133
TOPFN	26.07.2001	-	-	52,50	6547068	9984278,7
TOPFN	14.04.2000	-	-	234	1960200	6547068
TRCAS	30.10.2001	259,20	-	-	7330233,183	26330233,183
TRKCM	05.12.2003	-	-	62,41	140140000	227600000
TRKCM	30.12.2002	-	-	43,66	97550000	140140000
TRKCM	25.12.2001	-	-	45,28	67144000	97550000
TRKCM	18.01.2001	-	-	43,32	46850000	67144000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
TRNSK	26.06.2000	100	-	-	7477579,804	14955159,608
TSKB	16.08.2004	-	-	25	114000000	142500000
TSKB	30.12.2002	-	-	34,24	84924800	114000000
TSKB	08.03.2002	-	-	50	38500000	57750000
TSKB	30.03.2001	-	-	37,5	28000000	38500000
TSKB	20.03.2000	-	-	75	16000000	28000000
TSKYO	13.12.2004	100	-	-	3000000	6000000
TSKYO	12.04.2004	300	-	-	750000	3000000
TUDDF	23.06.2003	-	-	125	20000000	45000000
TUDDF	25.03.2002	-	-	100	10000000	20000000
TUKAS	10.06.2004	147	-	7,06	16000000	40650296
TUKAS	28.04.2003	-	-	39,13	11500000	16000000
TUKAS	10.05.2002	-	-	58,62	7250000	11500000
TUKAS	07.06.2001	32	-	26,99	4560000	7250000
TUKAS	22.06.2000	15	-	24,45	3270000	4560000
TUMTK	29.05.2003	-	899,97	-	8250000	82497317
TUMTK	22.11.2001	-	-	400	1650000	8250000
TUPRS	24.09.2001	-	-	235	74752000	250419200
UCAK	31.01.2005	-	-	500	5700000	34200000
UKIM	16.10.2003	300	-	300	1188000	8316000
ULKER	29.12.2004	-	-	10	217000000	238700000
UNTAR	29.03.2004	20	-	-	19000000	22800000
UNTAR	24.06.2003	70	-	20	10000000	19000000
UNTAR	26.12.2002	-	42,86	-	7000000	10000000
UNTAR	10.12.2001	125	-	125	2000000	7000000
UNYEC	14.04.2003	-	-	50	63434078,186	95151117,279
UNYEC	31.05.2002	-	-	45,02	40657263,231	63434078,186
UNYEC	27.09.2001	-	-	59,80	25442431,855	40657263,231
UNYEC	29.06.2000	7,90	-	73,06	14060408,157	25442431,855
USAK	31.07.2003	33,03	-	-	6085461,195	8095310,25
USAK	30.09.2002	70	-	-	3750000	6085461,195
USAK	23.08.2001	50	-	-	2500000	3750000
USAK	29.05.2000	500	-	594,51	209290,665	2500000
UZEL	20.09.2004	87	-	188	26680000	100050000
UZEL	25.02.2002	50	-	50	13340000	26680000
VAKFN	06.06.2002	-	-	6,05	12400000	13150000
VAKFN	25.06.2001	87,85	-	43,93	5350000	12400000
VAKFN	13.06.2000	-	-	11,17	4812443,512	5350000
VAKKO	22.05.2002	180	-	-	5000000	14000000

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan-Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
VANET	12.01.2004	50	-	50	4200000	8400000
VANET	26.09.2001	700	-	600	300000	4200000
VARYO	11.06.2003	-	-	100	500000	1000000
VESTL	07.06.2000	-	1,59	-	4474531,353	4545711,056
VESTL	25.05.2000	-	11,86	-	4000000	4474531,353
VKFRS	01.12.2000	80	-	-	500000	900000
VKFRS	29.06.2000	25	75	-	250000	500000
VKFYT	10.06.2002	-	-	50	1700000	2550000
VKFYT	06.02.2001	-	-	240	500000	1700000
VKGYO	21.05.2002	-	-	14,26	4376000	5000000
VKGYO	07.05.2001	-	-	25	3500791,5	4376000
VKGYO	31.03.2000	-	-	75	2000452,5	3500791,5
VKING	17.11.2004	20	-	-	33093900	39712680
VKING	31.05.2004	-	-	240	9733500	33093900
VKING	24.09.2001	100	-	25	4326000	9733500
YATAS	06.07.2004	-	-	180	6075000	17010000
YATAS	14.08.2001	-	-	150	2430000	6075000
YAZIC	06.07.2004	-	-	50	13650012,787	20475019,181
YAZIC	06.09.2002	-	-	7,92	13650000	13650012,787
YAZIC	31.05.2002	-	-	30	10500000	13650000
YAZIC	31.05.2001	-	-	50	7000000	10500000
YKBNK	15.06.2001	-	-	50	501563128,786	752344693,179
YKBNK	15.06.2000	-	-	109	239982358,271	501563128,786
YKFIN	27.07.2004	-	-	112,50	48000000	102000000
YKFIN	10.11.2003	-	-	37,14	35000000	48000000
YKFIN	17.10.2002	-	-	40	25000000	35000000
YKFIN	26.02.2002	13,64	-	-	22000000	25000000
YKFIN	23.07.2001	-	-	92,79	11411482,2	22000000
YKFIN	05.06.2000	-	-	100	5705741,1	11411482,2
YKGYO	10.07.2002	-	-	300	10000000	40000000
YKRYO	21.12.2004	50	-	50	13320000	25140000
YKRYO	03.03.2004	50	-	50	6660000	13320000
YKRYO	11.02.2002	100	-	-	3330000	6660000
YKRYO	16.03.2001	100	-	100	1110000	3330000
YKSGR	14.08.2003	-	-	33,33	60000000	80000000
YKSGR	28.06.2002	-	-	50	40000000	60000000
YKSGR	28.06.2001	-	-	60	25000000	40000000
YKSGR	28.06.2000	-	-	95,32	12800000	25000000
YTFYO	10.12.2004	313,44	-	-	725625	3000000
YTFYO	04.07.2002	-	-	29	562500	725625

EK 2: 2000-2004 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Dönemsel Hisse Senedi Arzları (devam)

Senet	Artırım Tarihi	Rüçhan Hakkı (%)	Rüçhan Haksız (%)	Bedelsiz (%)	Artırım önc. serm. (milyon TL)	Artırım Sonr. Serm. (milyon TL)
YTFYO	17.07.2000	-	-	125	250000	562500
YUNSA	03.11.2003	-	-	80	16200000	29160000
YUNSA	23.12.2002	-	-	800	1800000	16200000
ZOREN	31.08.2004	-	-	2,08	80000000	81665350
ZOREN	19.12.2002	-	-	700	10000000	80000000
ZOREN	17.05.2000	-	325,53	-	2350000	10000000

EK-3 2000-2004 Yılları Arasında Sermaye Artırımı Yapan Şirketler

Firma Kodu	Firma Adı	Sermaye Artırım Sayısı
ACIBD	ACIBADEM SAĞLIK HİZMETLERİ VE TİC.A.Ş.	3
ADANA	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.	6
ADEL	ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	3
AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SAN. A.Ş.	2
AGIDA	ANADOLU GIDA SANAYİİ A.Ş.	2
AGYO	ATAKULE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1
AKALT	AK-AL TEKSTİL SANAYİİ A.Ş.	1
AKBNK	AKBANK T.A.Ş.	5
AKCNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3
AKENR	AK ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİMİ OTOPRODÜKTÖR GRUBU A.Ş.	4
AKGRT	AKSİGORTA A.Ş.	3
AKIPD	AKSU İPLİK DOKUMA VE BOYA APRE FABRİKALARI A.Ş.	2
AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	3
AKSUE	AKSU ENERJİ ve TİCARET A.Ş.	1
AKYO	AK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2
ALARK	ALARKO HOLDİNG A.Ş.	1
ALCAR	ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1
ALCTL	ALCATEL TELETAS TELEKOMÜNİKASYON END.TİC.A.Ş.	2
ALFA	ALFA MENKUL DEĞERLER A.Ş.	3
ALGYO	ALARKO GAYRİMENKULYATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	3
ALKA	ALKİM KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	4
ALKİM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	3
ALNTF	ALTERNATİFBANK A.Ş.	6
ALTIN	ALTINYILDIZ MENSUCAT VE KONFEKSİYON FAB.A.Ş.	1
ALYAG	ALTINYAĞ KOMBİNALARI A.Ş.	3
ANACM	ANADOLU CAM	5
ANHYT	ANADOLU HAYAT SİGORTA A.Ş.	4
ANSGR	ANADOLU SİGORTA	4
ARAT	ARAT TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3
ARFYO	ALTERNATİF YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	3
ARSAN	ARSAN TEKSTİL TİCARET ve SANAYİ A.Ş.	2
ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
ASLAN	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO A.Ş.	1
ASUZU	ANADOLU İSUZU OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	2
ATEKS	ARAT TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
ATSYO	ATLANTİS YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	3
AVİVA	AVİVA SİGORTA A.Ş.	4
AVRSY	AVRASYA MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	3
AYCES	ALTINYUNUS ÇESME TURİSTİK TESİSLERİ A.Ş.	4
AYEN	AYEN ENERJİ A.Ş.	3
AYGAZ	AYGAZ A.Ş.	5
BAGFS	BAĞFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	1
BAKAB	BAK AMBALAJ SANAYİ ve TİCARET A.Ş.	1
BANVT	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ TİCARET A.Ş.	5
BEKO	BEKO ELEKTRONİK A.Ş.	5
BERDN	BERDAN TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1
BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1
BISAS	BİSAS TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1
BJKAS	BEŞİKTAŞ FUTBOL YATIRIMLARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1
BOLUC	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	5
BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ ŞİRKETLERİ T.A.Ş.	2
BOYNR	BOYNER BÜYÜK MAĞAZACILIK A.Ş.	4
BRMEN	BİRLİK MENSUCAT TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ A.Ş.	4
BROVA	BOROVA YAPI ENDÜSTRİSİ A.Ş.	5
BRSAN	BORUSAN BİRLEŞİK BORU FABRİKALARI A.Ş.	2

EK-3 2000-2004 Yılları Arasında Sermaye Artırımı Yapan Şirketler (devam)

BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	3
BSHEV	BSH PROFİL ELEKTRİKLİ GEREÇLER SANAYİİ A.Ş.	3
BSOKE	BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.	1
BTCIM	BATICIM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	5
BUCIM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.	2
BUMYO	BUMERANG YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2
BURCE	BURÇELİK BURSA ÇELİK DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.	1
BURVA	BURÇELİK VANA SANAYİ VE TİCARET AŞ	1
BYRBY	BAYRAKLI BOYA A.Ş.	1
BYSAN	BOYASAN TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
CBSBO	ÇBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	2
CELHA	ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.	4
CEMTS	ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1
CEYLN	CEYLAN GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3
CLEBI	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.	4
CMBTN	ÇİMBETON HAZIR BETON VE PREFABRİK YAPI ELEMANLARI SANAYİ VE TİCARET .A.Ş.	1
CMENT	ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI T.A.Ş.	2
CMLOJ	CAMIŞ LOJİSTİK HİZMETLERİ VE TİCARET A.Ş.	1
CYTAS	CEYTAŞ CEYHAN TEKSTİL SANAYİ A.Ş.	2
DARDL	DARDANEL ONENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.	2
DENCM	DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1
DENİZ	DENİZ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1
DENTA	DENTAŞ AMBALAJ VE KAĞIT SANAYİ A.Ş.	2
DERIM	DERİMOD KONFEKSİYON AYAKKABI DERİ SAN.VE TİC.A.Ş.	2
DESA	DESA DERİ VE SANAYİ TİCARET A.Ş.	2
DEVA	DEVA HOLDİNG A.Ş.	1
DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK A.Ş.	2
DITAS	DİTAS DOĞAN YEDEK PARÇA İMALAT VE TEKNİK A.Ş.	1
DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MWMULLWRİ A.Ş.	1
DNZYO	DENİZ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2
DOBUR	DOĞAN BURDA RİZZOLİ DERGİ YAYINCILIK VE PAZARLAMA A.Ş.	3
DOGUB	DOĞUSAN BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	2
DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	5
DOKTS	DOKTAŞ DOKUMCULUK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	3
DURDO	DURAN OFSET MATBAACILIK VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.	1
DYHOL	DOĞAN YAYIN HOLDİNG A.Ş.	5
DYOBY	DYO BOYA FABRİKALARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	4
ECBYO	ECZACIBAŞI YATIRIM ORTAKLIĞI AŞ	4
ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ SANAYİ VE TİC.A.Ş.	2
ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI GEREÇLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3
ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.	1
EDIP	EDİP İPLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
EFES	EFES SİNAİ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	1
EGCYO	EGELİ VE CO YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2
EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.	1
EGFIN	EGS FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	1
EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.	1
EGHOL	EGS HOLDİNG A.Ş.	2
EGIYM	EGESER GİYİM SANAYİİ İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.	1
EGPRO	EGE PROFİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	3
EGSER	EGE SERAMİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
EGYO	EGS GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1
EMKEL	EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ A.Ş.	4
EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1
ENKA	ENKA HOLDİNG YATIRIM A.Ş.	2

EK-3 2000-2004 Yılları Arasında Sermaye Artırımı Yapan Şirketler (devam)

ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	3
EPLAS	EGEPLAST EGE PLASTİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	3
ERBOS	ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1
EREGL	EREGLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.	1
ERSU	ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.	4
ESCOM	ESCORT COMPUTER ELEKTRONİK SAN. VE TİC. A.Ş.	2
ESEMS	ESEM SPOR GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3
FACFA	FACTOFİNANS ALACAK ALIM A.Ş.	3
FENIS	FENİŞ ALUMİNYUM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3
FFKRL	FİNANS FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	4
FINBN	FİNANSBANK A.Ş.	5
FNSYO	FİNANS YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	3
FORTS	FORTİS BANK A.Ş.	4
FRIGO	FRIGO - PAK GIDA MADDELERİ SAN. VE TİC. A.Ş.	1
FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİİ A.Ş.	2
FVORI	FAVORİ DİNLENME YERLERİ A.Ş.	1
GARAN	GARANTİ BANKASI A.Ş.	4
GARFA	GARANTİ FACTORİNG HİZMETLERİ A.Ş.	3
GDKYO	GEDİK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2
GEDİZ	GEDİZ İPLİK	1
GENTS	GENTAŞ GENEL METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3
GEREL	GERSAN ELEKTRİK	3
GIMA	GİMA GIDA VE İHTİYAC MADDELERİ T.A.Ş.	4
GLYHO	GLOBAL MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	5
GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK SANAYİ İTHALAT İHRACAT A.Ş.	7
GOLTS	GÖLTAŞ GOLLER BOLGESİ ÇİMENTO SAN.VE TİC.A.Ş.	1
GOODY	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.	1
GRGYO	GARANTİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	4
GRNYO	GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1
GSDHO	GSD HOLDİNG A.Ş.	3
GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.	1
GUSGR	GÜNEŞ SİGORTA A.Ş.	4
HEKTS	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.	5
HURGZ	HURRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.	5
HZNRD	HAZNEDAR ATEŞ TUĞLA SANAYİİ A.Ş.	2
IDAS	İDAŞ İSTANBUL DÖŞEME SANAYİİ A.Ş.	2
IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3
IHGYO	İHLAS GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	3
IHLAS	İHLAS HOLDİNG A.Ş.	5
İNDES	İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ MÜHENDİSLİK SAN. VE TİC. A.Ş.	1
INFYO	İNFI MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1
İNTEM	İNTEMA İNŞAAT VE TESİSAT MALZ.YAT.VE PAZ.A.Ş.	2
İPMAT	İPEK MATBAACILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	4
İSAMB	İŞIKLAR AMBALAJ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	3
İSBTR	İŞ BANKASI B	4
İSFİN	İŞ GENEL FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	4
İSGSY	İŞ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORATKLIĞI A.Ş.	1
İSGYO	İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	4
İSYAT	İŞ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1
İZDMC	İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.	1
İZOCM	İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	5
KAPLM	KAPLAMIN AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
KARSN	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	3
KAVPA	KAV DANIŞMANLIK, PAZARLAMA ve TİCARET A.Ş.	1
KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.	5
KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	1
KİPA	KİPA KİTLE PAZARLAMA TİCARET VE GIDA SANAYİ A.Ş.	2

EK-3 2000-2004 Yılları Arasında Sermaye Artırımı Yapan Şirketler (devam)

KLBMO	KELEBEK MOBİLYA VE KONTRPLAK SANAYİ A.Ş.	2
KLMSN	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
KNFRT	KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1
KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	1
KORDS	KORDSA KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3
KOTKS	KONİTEKS KONFEKSİYON ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.	4
KOZAD	KOZA DAVETİYE	2
KRDMMD	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ ve TİCARET A.Ş.	4
KRSTL	KRISTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.	2
KRTEK	KARSU TEKSTİL SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	2
KUTPO	KUTAHYA PORSELEN SANAYİİ A.Ş.	1
LINK	LİNK BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ YAZILIMI VE DONANIMI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
LIOYS	LİO YAĞ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3
LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
LUKSK	LÜKS KADİFE TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.	2
MAALT	MARMARİS ALTINYUNUS TURİSTİK TESİSLER A.Ş.	2
MARET	MARET MARMARA BESİCİLİK VE ET SAN.VE TİC. A.Ş.	1
MEGES	MEGES BOYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
MEMSA	MENSA MENSUCAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
MERKO	MERKO GIDA SANAYI VE TICARET A.S.	2
METUR	METEMTUR OTELCİLİK	2
MIGRS	MİGROS TÜRK T.A.Ş.	3
MIPAZ	MİLPA TİCARİ VE SİNAİ ÜRÜNLER PAZ.SAN. VE TİC.A.Ş.	4
MMART	MARMARİS MARTI OTEL ŞİRKETLERİ A.Ş.	4
MNDRS	MENDERES TEKSTİL SANAYİ ve TİCARET A.Ş.	5
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	5
MRSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.	1
MTEKS	METEMTEKS TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	4
MYZYO	MUSTAFA YILMAZ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	4
MZHLD	MAZHAR ZORLU HOLDİNG A.Ş.	3
NTHOL	NET HOLDİNG A.Ş.	4
NNTUR	NET TURİZM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	2
NUGYO	NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1
NUHCM	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.	3
OKANT	OKAN TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
OLMKS	OLMUKSA MUKAVVA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3
OTKAR	OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ SANAYİ A.Ş.	3
OYSAC	OYSA-NİĞDE ÇİMENTO SANAYİİ VE TICARET A.Ş.	1
OZFIN	OZ FINANS FACTORING HİZMETLERİ A.Ş.	1
PARSN	PARSAN MAKİNA PARÇALARI SANAYİİ A.S.	2
PASTA	PASTAVİLLA MAKARNACILIK SANAYİ ve TİCARET A.Ş.	1
PEGYO	PERA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2
PENGĐ	PENGUEN GIDA SANAYİ A.Ş.	2
PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.	1
PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.	2
PİMAS	PİMAŞ PLASTİK İNŞAAT MALZEMELERİ A.Ş.	2
PİNSU	PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
PKART	PLASTİK AKILLI KART İLETİŞİM	2
PKENT	PETROKENT TURİZM A.Ş.	1
PNSUT	PINAR SÜT MAMÜLLERİ SANAYİİ A.Ş.	2
PRKAB	T.PIRELLİ KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.	3
PRKTE	PARK ELEKTRİK MADENLİK SANAYİİ VE TİC. A.Ş.	2
PRTAS	ÇBS PRİNTAŞ BASKI MUREKKEPLERİ VE GEREÇLERİ SAN. A.Ş.	1
PTOFS	PETROL OFİSİ A.Ş.	4
RAYSG	RAY SİGORTA A.Ş.	5
SABAH	SABAH YAYINCILIK A.Ş.	1

EK-3 2000-2004 Yılları Arasında Sermaye Artırımı Yapan Şirketler (devam)

SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	2
SANKO	SANKO PAZARLAMA İTH. İHR. A.Ş.	3
SAPAZ	SABAH PAZARLAMA A.Ş.	1
SARKY	SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SAN. VE TİCARET A.Ş.	2
SASA	SASA SUNİ SENTETİK ELYAF SANAYİİ A.Ş.	2
SEKFK	SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT A.Ş.	1
SELGD	SEZGİNLER GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	4
SERVE	SERVE KIRTASIYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
SISE	T. ŞİŞE VE CAM FABRİKASI A.Ş.	5
SKBNK	ŞEKERBANK T.A.Ş.	6
SKPLC	ŞEKER PİLİÇ VE YEM SANAYİİ TİCARET A.Ş.	2
SNPAM	SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİİ A.Ş.	2
SODA	SODA SANAYİİ A.Ş.	4
SONME	SÖNMEZ FİLAMANT SENTETİK İPLİK VE ELYAF SANAYİ A.Ş.	2
SYBNK	T.SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.	2
TATKS	TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş.	2
TBORG	T.TUBORG BİRA VE MALT SANAYİİ A.Ş.	5
TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	3
TEBNK	TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.	3
TEKFK	TEKSTİL FİNANANSAL KİRALAMA A.Ş.	4
TEKST	TEKSTİL BANKASI A.Ş.	5
TEKTU	TEK-ART TURİZM A.Ş.	3
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.	2
TIRE	TİRE KUTSAN OLUKLU MUKAVVA KUTU VE KAGIT SAN.A.Ş.	2
TKBNK	T.KALKINMA BANKASI A.Ş.	4
TNSAS	TANSAŞ İZMİR BÜYÜKŞEHİR BELEDİYESİ İÇ VE DIŞ TİC.A.Ş.	5
TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	2
TOPFN	TOPRAK FİNANANSAL KİRALAMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3
TRCAS	TURCAS PETROLÇÜLÜK A.Ş.	1
TRKCM	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.	4
TRNSK	TRANSTÜRK HOLDİNG A.Ş.	1
TSKB	T. SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.	5
TSKYO	T. SİNAİ KALKINMA YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2
TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM FABRİKALARI A.Ş.	2
TUKAS	TUKAŞ TURGUTLU KONSERVEÇİLİK A.Ş.	5
TUMTK	TÜMTEKS TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	1
UCAK	USAŞ UÇAK SERVİSİ A.Ş.	1
UKIM	UKİ ULUSLARARASI KONFEKSİYON İMALAT VE TİC. A.Ş.	1
ULKER	ULKER BISKUVİ SANAYİ A.Ş.	1
UNTAR	ÜNAL TARIM ÜRÜNLERİ İHRACAT VE SANAYİ A.Ş.	4
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	4
USAK	UŞAK SERAMİK SANAYİİ A.Ş.	4
UZEL	UZEL MAKİNA SANAYİİ A.Ş.	2
VAKFN	VAKIF FİNANANSAL KİRALAMA A.Ş.	3
VAKKO	VAKKO TEKSTİL VE HAZIR GİYİM SANAYİ ŞİRKETLERİ A.Ş.	1
VANET	VAN ENTEGRE ET SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
VARYO	VARLIK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1
VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
VKFRS	VAKIF RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2
VKFYT	VAKIF MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2
VKGYO	VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	3
VKING	VİKİNG KAĞIT VE SELÜLOZ A.Ş.	3
YATAS	YATAŞ YATAK VE YORGAN SAN.TİC.A.Ş.	2
YAZIC	YAZICILAR OTOMOTİV VE GIDA YATIRIM VE PAZARLAMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	4
YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	2

EK-3 2000-2004 Yılları Arasında Sermaye Artırımı Yapan Şirketler (devam)

YKFIN	YAPI KREDİ FİNANSAL KİRALAMA A.O.	6
YKGYO	YAPI KREDİ KORAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	5
YKRYO	YAPI KREDİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	4
YKSGR	YAPI KREDİ SİGORTA A.Ş.	4
YTFYO	YATIRIM FİNANSMAN YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	3
YUNSA	YUNSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2
ZOREN	ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİMİ OTOPRODÜKTÖR GRUBU A.Ş.	3

EK 4: 2000–2004 Yılları Arasında Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları

	A CIBD	AKENR	ALKA	ALKİM	ALYAG	ANHYT	ARENA	AYEN	BSOKE	DENTA
1. ay	0,513	0,007	-0,121	0,241	-0,165	-0,077	-0,253	-0,031	-0,109	-0,121
2. ay	0,741	0,037	-0,205	0,478	-0,141	-0,091	-0,291	0,090	-0,134	0,345
3. ay	0,549	-0,055	-0,261	0,624	-0,102	0,077	-0,345	0,081	-0,007	0,470
4. ay	0,391	-0,023	-0,166	0,515	-0,064	-0,057	-0,383	0,067	0,014	0,496
5. ay	-0,004	0,082	-0,222	0,492	-0,147	-0,066	-0,424	-0,024	0,008	0,321
6. ay	0,032	0,074	-0,330	0,680	-0,172	-0,073	-0,539	-0,045	-0,075	-0,003
7. ay	0,076	0,067	-0,323	0,537	-0,270	-0,100	-0,512	-0,080	-0,078	0,047
8. ay	-0,020	0,199	-0,274	0,395	-0,354	-0,153	-0,487	0,037	-0,119	-0,056
9. ay	0,082	0,482	-0,296	0,078	-0,322	-0,139	-0,461	0,102	-0,177	0,085
10. ay	0,012	0,370	-0,235	0,080	-0,345	-0,486	-0,366	0,156	-0,124	0,259
11. ay	-0,057	0,366	-0,319	-0,042	-0,458	-0,439	-0,495	0,189	-0,084	0,056
12. ay	-0,054	0,522	-0,245	0,238	-0,382	-0,357	-0,531	-0,374	-0,056	0,219
13. ay	-0,101	0,508	-0,448	0,173	-0,311	-0,493	-0,700	-0,392	-0,053	0,283
14. ay	-0,126	0,367	-0,391	0,181	-0,364	-0,551	-0,582	-0,326	-0,025	0,214
15. ay	-0,174	0,561	-0,367	0,207	-0,265	-0,633	-0,566	-0,389	-0,023	0,121
16. ay	-0,199	0,529	-0,422	0,250	-0,343	-0,557	-0,542	-0,495	0,003	0,119
17. ay	-0,326	0,625	-0,340	0,279	-0,479	-0,583	-0,401	-0,637	0,037	0,059
18. ay	-0,207	0,813	-0,290	0,205	-0,530	-0,446	-0,333	-0,509	-0,041	0,047
19. ay	-0,182	0,539	-0,247	0,293	-0,332	-0,556	-0,414	-0,480	-0,075	0,231
20. ay	-0,278	0,424	-0,120	0,346	-0,403	-0,667	-0,414	-0,582	-0,002	0,115
21. ay	-0,108	0,348	-0,169	0,315	-0,452	-0,812	-0,388	-0,497	0,132	0,085
22. ay	-0,044	-0,401	-0,140	0,376	-0,371	-0,651	-0,418	-0,475	-0,027	0,152
23. ay	-0,516	-0,438	-0,333	0,430	-0,102	-0,608	-0,633	-0,550	-0,028	0,255
24. ay	-0,587	-0,392	0,251	0,323	0,105	-0,715	-0,524	-0,509	0,039	0,214
25. ay	-0,543	-0,388	0,216	0,373	-0,237	-0,624	-0,517	-0,467	-0,010	0,258
26. ay	-0,508	-0,428	0,531	0,298	-0,262	-0,604	-0,585	-0,511	0,159	0,219
27. ay	-0,591	-0,597	0,727	-0,253	-0,310	-0,670	-0,476	-0,677	0,148	0,254
28. ay	-0,775	-0,489	1,622	-0,173	-0,480	-0,623	-0,534	-0,550	0,142	0,172
29. ay	-0,601	-0,523	1,951	-0,196	-0,552	-0,582	-0,540	-0,578	0,221	0,238
30. ay	-0,623	-0,523	2,119	-0,365	-0,412	-0,632	-0,532	-0,566	0,067	0,177
31. ay	-0,609	-0,510	-0,155	-0,299	-0,496	-0,858	-0,604	-0,542	0,066	0,133
32. ay	-0,607	-0,517	-0,222	-0,205	-0,414	-0,685	-0,621	-0,584	0,077	0,175
33. ay	-0,550	-0,554	-0,440	-0,067	-0,498	-0,688	-0,892	-0,586	0,055	0,220
34. ay	-0,607	-0,564	-0,419	-0,111	-0,541	-0,682	-0,900	-0,591	0,114	0,215
35. ay	-0,592	-0,641	-0,328	-0,086	-0,520	-0,657	-0,962	-0,658	0,040	0,201
36. ay	-0,748	-0,867	-0,410	-0,073	-0,578	-0,667	-1,057	-0,894	0,016	0,115

EK 4: 2000–2004 Yılları Arasında Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları (devam)

	DOBUR	ERSU	ESCOM	FVORI	ISFIN	KARSN	LINK	LJOYS	LOGO	MNDRS
1. ay	0,172	1,916	0,014	0,279	0,439	0,688	-0,266	-0,280	0,958	0,985
2. ay	0,278	1,733	0,324	-0,072	0,923	0,421	-0,295	-0,229	1,171	0,766
3. ay	-0,558	3,536	0,305	-0,269	0,766	0,388	-0,396	-0,211	0,805	0,812
4. ay	-0,569	4,705	0,085	-0,370	1,056	0,355	-0,375	-0,162	0,826	0,271
5. ay	-0,503	4,763	-0,025	-0,329	1,075	0,380	-0,403	-0,129	0,694	0,873
6. ay	-0,446	3,925	-0,100	-0,107	0,798	0,255	-0,421	-0,063	0,458	1,541
7. ay	-0,591	5,650	-0,231	-0,084	1,138	0,423	-0,355	-0,192	0,093	0,647
8. ay	-0,314	3,178	-0,573	-0,081	0,550	0,330	-0,286	-0,225	0,089	0,750
9. ay	-0,542	0,894	-0,833	-0,124	0,603	0,290	-0,365	-0,293	-0,020	0,589
10. ay	-0,448	0,583	-0,809	-0,205	0,447	0,335	-0,334	-0,278	0,003	-0,630
11. ay	-0,439	1,854	-0,647	-0,275	0,322	0,181	-0,350	-0,250	-0,099	-0,566
12. ay	-0,451	1,442	-0,653	-0,368	0,288	0,092	-0,473	-0,228	-0,092	-0,568
13. ay	-0,613	0,084	-0,577	-0,364	0,209	0,141	-0,567	-0,453	-0,072	-0,464
14. ay	-0,601	0,080	-0,624	-0,520	0,094	0,455	-0,540	-0,330	-0,089	-0,591
15. ay	-0,562	-0,003	-0,825	-0,631	0,054	-0,318	-0,524	-0,206	-0,104	-0,712
16. ay	-0,541	-0,086	-0,905	-0,572	0,055	-0,210	-0,463	-0,113	-0,126	-0,826
17. ay	-0,429	-0,132	-0,931	-0,476	-0,204	-0,244	-0,484	-0,072	-0,110	-0,804
18. ay	-0,520	-0,187	-0,801	-0,330	-0,253	-0,280	-0,381	-0,107	-0,231	-0,699
19. ay	-0,658	-0,166	-0,840	-0,217	-0,331	-0,333	-0,010	-0,090	-0,160	-0,772
20. ay	-0,786	-0,319	-0,820	-0,308	-0,421	-0,389	0,429	-0,239	-0,133	-0,785
21. ay	-0,733	-0,259	-0,733	-0,356	-0,386	-0,507	0,420	-0,184	-0,121	-0,662
22. ay	-0,657	-0,274	-0,646	-0,281	-0,395	-0,468	0,356	-0,056	-0,199	-0,570
23. ay	-0,666	-0,325	-0,734	-0,323	-0,424	-0,468	0,026	-0,045	-0,093	-0,687
24. ay	-0,652	-0,262	-0,609	-0,224	-0,391	-0,521	-0,856	0,183	-0,043	-0,600
25. ay	-0,546	-0,151	-0,579	-0,578	-0,349	-0,497	-0,603	-0,536	-0,013	-0,619
26. ay	-0,498	-0,214	-0,790	-0,491	-0,342	-0,411	-0,791	-0,461	0,043	-0,802
27. ay	-0,561	-0,233	-0,842	-0,500	-0,387	-0,402	-0,609	-0,548	0,042	-0,829
28. ay	-0,514	0,014	-0,678	-0,580	-0,351	-0,367	-0,737	-0,479	-0,031	-0,705
29. ay	-0,501	-0,190	-0,789	-0,444	-0,349	-0,369	-0,748	-0,457	-0,112	-0,769
30. ay	-0,726	-0,407	-0,673	-0,392	-0,474	-0,350	-0,744	-0,714	-0,131	-0,636
31. ay	-0,646	-0,203	-0,759	-0,376	-0,444	-0,547	-0,728	-0,679	-0,161	-0,750
32. ay	-0,589	-0,222	-0,711	-0,437	-0,415	-0,448	-0,809	-0,565	-0,104	-0,762
33. ay	-0,613	-0,326	-0,751	-0,487	-0,442	-0,432	-0,960	-0,629	-0,141	-0,733
34. ay	-0,522	-0,200	-0,744	-0,533	-0,360	-0,484	-1,028	-0,508	-0,025	-0,707
35. ay	-0,625	-0,267	-0,859	-0,699	-0,421	-0,373	-1,193	-0,603	0,107	-0,792
36. ay	-0,612	-0,259	-1,071	-0,960	-0,475	-0,428	-1,359	-0,588	-0,589	-1,086

EK 4: 2000–2004 Yılları Arasında Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları (devam)

	NUHCM	SANKO	SYBNK	SODA	SKPLC	TEKTU	TCELL	TEBnk	YAZIC	ZOREN
1. ay	0,307	0,066	-0,082	-0,075	-0,155	0,879	-0,012	-0,265	-0,330	0,295
2. ay	0,047	0,131	-0,079	-0,061	-0,131	0,037	-0,074	-0,420	-0,192	0,137
3. ay	-0,035	-0,149	-0,041	-0,083	-0,151	-0,060	-0,236	-0,416	-0,198	0,165
4. ay	0,051	-0,064	-0,165	0,074	-0,093	-0,205	-0,331	-0,382	-0,048	0,176
5. ay	0,076	-0,472	-0,317	0,025	0,106	-0,752	-0,227	-0,375	-0,138	0,250
6. ay	0,077	-0,553	-0,178	0,018	0,251	-0,513	-0,305	-0,567	-0,077	0,120
7. ay	-0,017	-0,674	-0,252	-0,002	0,040	-0,500	-0,226	-0,580	-0,180	0,158
8. ay	-0,054	-0,654	-0,232	-0,074	-0,064	-0,742	-0,275	-0,544	-0,164	0,063
9. ay	-0,046	-0,587	-0,268	-0,140	-0,189	-0,720	-0,467	-0,289	-0,147	0,044
10. ay	-0,137	-0,615	-0,352	-0,254	0,205	-0,716	-0,474	-0,387	-0,190	0,004
11. ay	-0,193	-0,452	-0,371	-0,192	-0,216	-0,660	-0,487	-0,273	-0,202	0,013
12. ay	-0,062	-0,592	-0,333	-0,263	-0,200	-0,633	-0,604	-0,250	-0,164	-0,028
13. ay	-0,043	-0,704	-0,319	-0,315	-0,331	-0,533	-0,578	-0,454	-0,168	0,021
14. ay	-0,083	-0,891	-0,360	-0,241	-0,248	-0,722	-0,445	-0,456	-0,222	0,006
15. ay	-0,115	-0,716	-0,278	-0,187	-0,293	-0,878	-0,546	-0,476	-0,420	-0,011
16. ay	-0,020	-0,656	-0,378	-0,176	-0,266	-0,936	-0,664	-0,411	-0,386	0,177
17. ay	-0,099	-0,774	-0,391	-0,185	-0,324	-0,832	-0,718	-0,425	-0,375	0,394
18. ay	0,026	-0,737	-0,550	-0,265	-0,303	-0,718	-0,640	-0,365	-0,325	0,549
19. ay	0,059	-0,615	-0,395	-0,374	-0,314	-0,784	-0,596	-0,476	-0,366	0,485
20. ay	-0,049	-0,589	-0,410	-0,379	-0,358	-0,716	-0,653	-0,502	-0,447	0,397
21. ay	-0,058	-0,575	-0,485	-0,359	-0,271	-0,625	-0,580	-0,514	-0,536	0,434
22. ay	-0,522	-0,582	-0,486	-0,386	0,185	-0,707	-0,518	-0,405	-0,454	0,383
23. ay	-0,472	-0,580	-0,393	-0,387	0,749	-0,649	-0,503	-0,432	-0,372	0,587
24. ay	-0,541	-0,878	-0,393	-0,392	0,791	-0,634	-0,495	-0,518	-0,359	0,587
25. ay	-0,457	-0,644	-0,418	-0,339	-0,330	-0,735	-0,473	-0,434	-0,392	0,657
26. ay	-0,370	-0,665	-0,352	-0,395	-0,391	-0,903	-0,523	-0,379	-0,410	0,870
27. ay	-0,414	-0,632	-0,361	-0,308	-0,508	-0,735	-0,675	-0,423	-0,359	0,717
28. ay	-0,354	-0,570	-0,553	-0,305	-0,446	-0,780	-0,523	-0,394	-0,401	0,688
29. ay	-0,429	-0,429	-0,421	-0,494	-0,442	-0,779	-0,537	-0,359	-0,320	0,791
30. ay	-0,459	-0,482	-0,445	-0,475	-0,479	-0,753	-0,567	-0,417	-0,346	-0,418
31. ay	-0,576	-0,526	-0,516	-0,453	-0,683	-0,743	-0,572	-0,572	-0,498	-0,515
32. ay	-0,479	-0,512	-0,439	-0,498	-0,552	-0,730	-0,579	-0,432	-0,501	-0,370
33. ay	-0,489	-0,626	-0,444	-0,405	-0,549	-0,756	-0,563	-0,457	-0,420	-0,498
34. ay	-0,465	-0,905	-0,418	-0,490	-0,544	-0,853	-0,572	-0,461	-0,450	-0,491
35. ay	-0,424	-1,027	-0,413	-0,483	-0,501	-0,915	-0,624	-0,473	-0,382	-0,419
36. ay	-0,451	-1,314	-0,497	-0,486	-0,519	-1,158	-0,840	-0,486	-0,457	-0,476

EK 4: 2000–2004 Yılları Arasında Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları (devam)

	VKFRS	TSKYO	BJKAS	GSRAY	AGYO	GEREL	AFM	BURVA	DENİZBA NK	DESA
1. ay	0,770	-0,255	-0,482	-0,296	-0,288	0,079	-0,162	-0,225	-0,129	-0,197
2. ay	3,385	-0,430	-0,681	-0,373	-0,291	0,372	-0,365	-0,319	-0,179	-0,238
3. ay	1,642	-0,325	-0,576	-0,248	-0,371	0,648	-0,447	-0,233	-0,003	-0,337
4. ay	1,116	-0,128	-0,403	-0,125	-0,432	1,002	-0,459	-0,341	-0,062	-0,398
5. ay	0,505	-0,554	-0,508	-0,155	-0,535	2,440	-0,406	-0,448	0,055	-0,397
6. ay	0,877	-0,553	-0,437	-0,284	-0,470	-0,352	-0,366	-0,545	0,025	-0,830
7. ay	0,724	-0,377	-0,388	-0,353	-0,464	-0,090	-0,399	-0,566	0,146	-0,934
8. ay	0,532	-0,278	-0,515	-0,499	-0,566	-0,260	-0,984	-0,777	0,520	-1,099
9. ay	0,662	-0,478	-0,795	-0,805	-0,665	-0,442	-1,013	-0,817	0,588	-1,119
10. ay	0,682	-0,377	-0,524	-0,490	-0,566	-0,785	-1,156	-0,782	0,507	-1,042
11. ay	0,542	-0,410	-0,551	-0,511	-0,631	-0,711	-1,237	-0,824	0,612	-1,069
12. ay	0,739	-0,379	-0,546	-0,500	-0,549	-1,174	-1,242	-0,857	0,831	-1,106
13. ay	1,243	-0,436	-0,597	-0,504	-0,528	-1,330	-1,321	-1,005	1,159	-1,203
14. ay	2,805	-0,328	-0,520	-0,379	-0,513	-1,419	-1,495	-0,938	1,326	-1,331
15. ay	1,835	-0,351	-0,592	-0,448	-0,530	-1,593	-1,593	-1,215	1,803	-1,419
16. ay	1,333	-0,191	-0,569	-0,448	-0,589	-1,721	-1,365	-1,274	1,581	-1,581
17. ay	1,504	-0,325	-0,644	-0,519	-0,686	-1,684	-1,448	-1,390	1,920	-1,563
18. ay	1,347	0,065	-0,800	-0,679	-0,718	-1,826	-1,238	-1,424	1,520	-1,762
19. ay	1,275	0,147	-0,975	-1,000	-0,904	-2,147	-1,193	-1,788	2,978	-2,014
20. ay	1,197	0,229	-0,908	-0,855	-0,993	-2,123	-1,160	-1,860	3,193	-2,100
21. ay	1,089	0,190	-1,240	-1,149	-1,078	-2,024	-1,307	-1,579	2,769	-2,060
22. ay	0,819	-0,032	-1,126	-0,723	-1,004	-2,027	-1,239	-1,246	2,946	-2,112
23. ay	0,730	-0,321	-1,348	-1,039	-1,163	-2,112	-1,335	-0,521	2,883	-1,735
24. ay	0,771	-0,064	-1,397	-1,063	-1,058	-2,283	-1,317	-1,240	3,142	-1,522
25. ay	0,599	2,340	-1,106	-0,853	-1,016	-2,534	-1,368	-1,633	2,671	-1,719
26. ay	0,744	2,329	-1,194	-0,879	-0,997	-2,725	-1,387	-1,743	2,357	-1,791
27. ay	0,744	1,517	-1,246	-0,894	-1,042	-2,981	-1,576	-1,745	2,618	-1,823
28. ay	0,692	0,779	-1,295	-0,880	-1,118	-2,919	-1,522	-1,872	2,288	-1,941
29. ay	0,550	-0,347	-1,489	-1,005	-1,143	-3,265	-1,864	-1,907	2,283	-1,855
30. ay	0,463	-0,442	-1,631	-1,128	-1,245	-3,825	-1,622	-1,963	1,984	-1,835
31. ay	0,451	-0,672	-1,625	-0,847	-1,245	-4,035	-1,926	-2,083	2,158	-2,117
32. ay	0,592	0,097	-1,787	-1,334	-1,382	-3,879	-2,107	-2,412	1,707	-2,244
33. ay	0,598	1,218	-2,012	-1,472	-1,452	-3,968	-2,115	-2,392	1,689	-2,241
34. ay	0,577	0,661	-2,057	-1,366	-1,513	-3,131	-1,695	-2,596	1,637	-2,507
35. ay	0,450	-0,258	-1,830	-1,115	-1,418	-2,701	-1,707	-2,281	1,499	-2,387
36. ay	0,306	-1,068	-1,916	-1,351	-1,371	-3,251	-1,474	-2,809	0,717	-2,717

EK 4: 2000–2004 Yılları Arasında Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları (devam)

	DOAS	FENER	İNDES	TTRAK
1. ay	-0,226	-0,158	-0,204	-0,230
2. ay	-0,334	-0,084	-0,220	-0,200
3. ay	-0,461	-0,028	-0,386	-0,294
4. ay	-0,552	-0,089	-0,424	-0,368
5. ay	-0,722	-0,079	-0,357	-0,368
6. ay	-0,819	-0,146	-0,584	-0,476
7. ay	-0,966	-0,276	-0,677	-0,525
8. ay	-1,007	-0,348	-0,691	-0,561
9. ay	-0,916	-0,408	-0,568	-0,392
10. ay	-0,930	-0,492	-0,735	-0,460
11. ay	-1,025	-0,534	-1,261	-0,684
12. ay	-1,127	-0,443	-1,349	-0,752
13. ay	-1,201	-0,285	-1,310	-0,790
14. ay	-1,362	-0,242	-1,616	-0,946
15. ay	-1,327	-0,348	-1,424	-1,015
16. ay	-1,297	-0,440	-1,739	-0,937
17. ay	-1,295	-0,200	-1,799	-0,888
18. ay	-1,305	-0,609	-1,857	-0,930
19. ay	-1,208	-0,461	-1,845	-0,573
20. ay	-1,093	-0,609	-1,756	-0,062
21. ay	-0,998	-0,498	-1,706	-0,150
22. ay	-1,184	-0,654	-1,619	-0,379
23. ay	-1,233	-0,598	-1,768	-0,541
24. ay	-1,225	-0,618	-1,858	-0,408
25. ay	-1,269	-0,459	-1,797	-0,333
26. ay	-1,182	-0,014	-1,860	-0,346
27. ay	-1,201	-0,116	-1,822	-0,234
28. ay	-1,397	-0,249	-1,896	-0,239
29. ay	-1,459	-0,277	-2,076	-0,447
30. ay	-1,499	-0,473	-2,146	-0,393
31. ay	-1,680	-0,435	-2,333	-0,524
32. ay	-1,852	-0,497	-2,270	-0,435
33. ay	-2,159	-0,538	-2,642	-0,763
34. ay	-1,755	-0,503	-2,538	-0,628
35. ay	-1,939	-0,652	-2,920	-0,929
36. ay	-2,027	-0,812	-2,857	-0,906

EK 5: 2000–2004 Yılları Arasındaki Dönemsel Hisse Senedi Arzlarının 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları

	A CIBD 2000	AKENR 2000	ALKA 2000	BJKAS 2002	BURVA 2004	BYSAN 2003	DARDL 2003	GEREL 2003	GLYHO 2002	GOLDS 2001
1. ay	0,62	-0,09	-0,36	-0,22	-0,10	-0,09	0,06	0,14	-0,08	0,01
2. ay	0,90	-0,04	-0,36	-0,46	-0,17	-0,02	0,04	0,56	-0,41	-0,02
3. ay	0,36	-0,24	-0,48	-0,39	0,03	-0,14	0,01	0,61	-0,40	-0,16
4. ay	0,13	0,20	-0,21	-0,37	-0,22	-0,24	-0,06	1,28	-0,38	-0,13
5. ay	0,02	0,07	-0,47	-0,34	-0,27	0,26	-0,05	0,52	-0,39	0,10
6. ay	0,04	0,01	-0,37	-0,25	-0,25	-0,41	-0,11	0,37	-0,45	0,04
7. ay	0,08	0,14	-0,36	-0,31	-0,41	-0,66	-0,16	1,27	-0,50	-0,02
8. ay	0,03	-0,05	-0,33	-0,42	-0,53	-0,61	-0,16	0,75	-0,49	-0,11
9. ay	0,12	-0,25	-0,37	-0,59	-0,63	-0,55	-0,32	0,48	-0,57	-0,16
10. ay	0,25	-0,05	-0,33	-0,40	-0,60	-1,07	-0,34	0,07	-0,53	-0,26
11. ay	0,08	-0,15	-0,40	-0,47	-0,59	-0,97	-0,29	0,16	-0,49	-0,15
12. ay	0,02	-0,07	-0,25	-0,45	-0,67	-1,01	-0,07	-0,20	-0,46	-0,19
13. ay	-0,02	-0,02	-0,45	-0,34	-0,76	-1,09	-0,09	-0,64	-0,51	-0,17
14. ay	-0,06	0,11	-0,33	-0,43	-0,79	-1,15	-0,07	-0,69	-0,54	-0,21
15. ay	-0,13	-0,10	-0,29	-0,34	-0,90	-1,13	-0,17	-0,71	-0,57	-0,34
16. ay	-0,16	-0,30	-0,35	-0,35	-1,06	-1,31	-0,33	-0,84	-0,66	-0,30
17. ay	-0,24	-0,51	-0,28	-0,36	-1,03	-1,42	-0,32	-0,95	-0,74	-0,34
18. ay	-0,33	-0,54	-0,23	-0,47	-1,26	-1,42	-0,32	-1,01	-0,88	-0,34
19. ay	-0,20	-0,28	-0,16	-0,60	-1,12	-1,70	-0,59	-1,23	-0,84	-0,31
20. ay	-0,18	-0,29	0,02	-0,83	-1,48	-1,89	-0,76	-1,42	-1,01	-0,30
21. ay	-0,24	-0,22	0,30	-0,75	-1,52	-2,00	-0,95	-1,47	-1,05	-0,41
22. ay	-0,04	0,07	0,25	-0,92	-1,17	-1,79	-1,03	-1,37	-1,19	-0,46
23. ay	0,03	-0,13	0,20	-0,76	-0,77	-1,69	-1,12	-1,38	-1,15	-0,45
24. ay	-0,12	-0,14	0,45	-0,96	-0,21	-1,83	-1,15	-1,51	-1,03	-0,57
25. ay	-0,08	-0,05	1,23	-1,14	-0,26	-1,97	-1,18	-1,67	-1,03	-0,67
26. ay	-0,08	0,02	1,45	-0,98	-1,11	-2,19	-1,29	-1,87	-1,10	-0,87
27. ay	-0,05	-0,20	2,13	-0,91	-1,17	-2,28	-1,28	-2,00	-1,22	-0,81
28. ay	-0,07	-0,03	2,48	-1,01	-1,21	-2,56	-1,37	-2,22	-1,25	-1,07
29. ay	-0,14	0,22	4,59	-1,13	-1,42	-2,45	-1,61	-2,08	-1,37	-1,04
30. ay	-0,09	0,08	5,95	-1,21	-1,30	-2,99	-1,98	-2,53	-1,46	-1,19
31. ay	-0,12	-0,01	6,31	-1,36	-1,39	-3,10	-1,81	-2,47	-1,47	-1,21
32. ay	-0,13	0,55	5,25	-1,33	-1,54	-3,52	-2,31	-2,90	-1,68	-1,12
33. ay	0,02	-0,02	1,80	-1,22	-1,57	-3,64	-2,05	-3,13	-1,84	-1,06
34. ay	0,17	0,12	1,59	-1,56	-1,61	-3,30	-2,49	-2,90	-1,83	-1,13
35. ay	0,17	-0,03	1,66	-1,60	-1,83	-3,39	-2,35	-3,01	-1,71	-1,20
36. ay	0,18	-0,06	1,95	-1,62	-1,86	-3,00	-1,51	-2,48	-1,65	-0,97

EK 5: 2000–2004 Yılları Arasındaki Dönemsel Hisse Senedi Arzlarının 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları (devam)

	GOLDS 2002	GOLDS 2002	İNDES 2004	İNYO 2004	İSAMB 2000	İSFİN 2000	KRDMD 2000	KRDMD 2002	KRDMD 2003	MNDRS 2000
1. ay	0,11	-0,05	-0,14	-0,09	-0,18	0,21	-0,24	0,00	-0,02	0,70
2. ay	-0,07	-0,15	-0,19	-0,12	-0,20	0,71	-0,28	0,94	0,14	0,56
3. ay	-0,16	-0,05	-0,27	-0,20	-0,11	0,58	-0,41	0,82	0,84	0,58
4. ay	-0,16	-0,09	-0,34	-0,26	-0,21	0,76	-0,51	0,80	1,21	0,16
5. ay	-0,30	-0,07	-0,27	-0,30	-0,31	0,78	-0,52	0,76	1,41	0,43
6. ay	-0,38	-0,10	-0,47	-0,24	-0,35	0,59	-0,48	0,69	1,25	0,91
7. ay	-0,55	-0,20	-0,52	-0,26	-0,39	0,86	-0,69	0,38	2,08	0,57
8. ay	-0,51	-0,19	-0,59	-0,42	-0,39	0,42	-0,66	0,23	2,31	0,50
9. ay	-0,72	-0,22	-0,49	-0,54	-0,38	0,39	-0,61	0,25	3,50	0,22
10. ay	-0,73	-0,21	-0,46	-0,62	-0,48	0,31	-0,57	0,16	3,45	0,20
11. ay	-0,89	-0,20	-0,61	-0,64	-0,69	0,17	-0,60	0,15	3,22	0,37
12. ay	-0,86	-0,18	-0,68	-0,48	-0,79	0,11	-0,49	0,27	3,01	0,19
13. ay	-0,83	-0,29	-0,69	-0,33	-0,87	0,11	-0,61	0,42	2,88	0,11
14. ay	-0,77	-0,34	-0,78	-0,62	-0,82	-0,02	-0,68	0,37	2,82	-0,11
15. ay	-0,84	-0,33	-0,96	-0,72	-0,85	-0,05	-0,81	0,68	2,35	0,01
16. ay	-0,87	-0,44	-0,72	-0,87	-0,87	-0,06	-0,75	1,99	1,82	-0,02
17. ay	-0,48	-0,52	-0,92	-0,95	-0,92	0,03	-0,65	2,61	2,09	0,14
18. ay	-0,97	-0,68	-0,75	-1,11	-1,11	-0,08	-0,71	2,95	2,13	0,06
19. ay	-0,33	-0,63	-0,67	-1,02	-1,14	-0,12	-0,70	2,68	2,41	0,00
20. ay	0,02	-0,85	-0,63	-1,29	-1,30	-0,14	-0,66	4,22	1,98	-0,02
21. ay	-0,79	-0,83	-0,22	-1,03	-1,27	-0,20	-0,72	4,65	1,70	0,00
22. ay	-1,15	-0,96	-0,15	-1,13	-1,59	-0,16	-0,62	6,86	1,41	-0,04
23. ay	-1,30	-0,97	-0,42	-1,65	-1,34	-0,22	-0,58	6,79	1,37	-0,12
24. ay	-1,10	-0,91	-0,85	-1,50	-1,54	-0,26	-0,55	6,37	1,94	-0,06
25. ay	-1,29	-0,85	-0,89	-1,57	-1,23	-0,24	-0,65	6,04	1,39	-0,14
26. ay	-1,36	-0,91	-0,70	-1,45	-1,13	-0,19	-0,76	5,86	1,99	-0,12
27. ay	-1,47	-0,96	-0,77	-1,35	-1,51	-0,24	-0,60	5,78	2,93	-0,16
28. ay	-1,33	-0,73	-0,72	-1,41	-1,50	-0,24	-0,25	4,85	2,59	-0,15
29. ay	-1,52	-1,08	-0,63	-1,46	-1,29	-0,21	-0,33	3,85	1,88	-0,17
30. ay	-1,79	-0,70	-0,72	-1,43	-1,51	-0,19	-0,21	4,37	1,88	-0,23
31. ay	-1,75	-0,47	-0,97	-1,49	-1,47	-0,23	-0,35	4,49	1,70	-0,22
32. ay	-2,18	-1,03	-0,99	-1,45	-1,52	-0,25	-0,37	5,06	1,71	-0,19
33. ay	-1,85	-1,30	-1,09	-1,50	-1,64	-0,25	-0,47	4,30	1,51	-0,08
34. ay	-2,47	-1,42	-1,29	-1,64	-1,54	-0,28	-0,51	3,85	1,75	-0,16
35. ay	-2,37	-1,24	-1,22	-1,64	-1,56	-0,28	-0,56	3,29	1,59	-0,19
36. ay	-2,31	-1,31	-1,27	-1,72	-1,53	-0,20	-0,68	3,36	1,68	-0,22

EK 5: 2000–2004 Yılları Arasındaki Dönemsel Hisse Senedi Arzlarının 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları (devam)

	MNDRS 2001	NUHCM 2000	PENGD 2002	PKART 2004	SANKO 2000	SEKFK 2004	SELGD 2000	SKPLC 2000	SODA 2000	TEBnk 2000
1. ay	-0,23	0,25	0,01	0,11	-0,19	-0,06	0,07	0,40	0,42	-0,18
2. ay	-0,12	0,02	-0,07	1,16	-0,02	-0,12	0,03	0,30	0,38	-0,37
3. ay	-0,18	-0,05	-0,09	1,03	-0,11	-0,20	0,07	0,35	0,28	-0,33
4. ay	-0,02	0,02	-0,05	0,87	-0,37	-0,24	0,01	0,45	0,52	-0,33
5. ay	-0,11	0,07	-0,02	0,11	-0,09	-0,21	-0,14	0,29	-0,12	-0,34
6. ay	-0,15	0,00	-0,07	0,05	0,44	-0,33	-0,26	0,16	-0,15	-0,27
7. ay	-0,18	-0,01	-0,01	0,26	-0,20	0,09	-0,30	0,33	0,22	-0,11
8. ay	-0,16	-0,13	0,20	0,05	-0,09	0,31	-0,34	0,06	-0,30	0,06
9. ay	-0,19	-0,07	-0,01	-0,06	-0,22	0,09	-0,25	0,20	0,11	0,09
10. ay	-0,29	-0,13	-0,23	-0,82	-0,08	0,00	-0,43	0,07	-0,70	0,18
11. ay	-0,21	-0,19	0,02	-0,74	-0,28	0,00	-0,41	0,11	-0,88	0,06
12. ay	-0,30	-0,15	0,04	-0,43	0,07	-0,05	-0,42	-0,06	-0,90	0,02
13. ay	-0,26	-0,03	-0,08	-0,47	-0,01	-0,22	-0,36	0,11	-0,67	0,08
14. ay	-0,33	-0,13	0,13	-0,78	-0,05	-0,22	-0,41	0,17	-0,42	0,02
15. ay	-0,37	-0,11	0,52	-0,85	-0,26	0,01	-0,33	0,38	-0,33	-0,13
16. ay	-0,35	-0,10	1,14	-1,01	-0,40	-0,08	-0,36	0,07	-0,62	-0,13
17. ay	-0,43	-0,03	1,60	-1,11	-0,22	0,14	-0,44	-0,02	-0,91	-0,09
18. ay	-0,42	-0,07	1,15	-1,75	-0,28	0,60	-0,57	-0,05	-1,23	-0,12
19. ay	-0,35	0,03	0,39	-1,61	-0,35	0,14	-0,54	-0,02	-0,91	-0,18
20. ay	-0,25	0,04	-0,08	-1,65	-0,32	-0,12	-0,49	-0,01	-0,68	-0,17
21. ay	-0,34	-0,03	-0,20	-1,78	-0,11	0,02	-0,55	-0,03	-1,12	-0,07
22. ay	-0,38	-0,03	-0,17	-1,70	-0,12	0,10	-0,55	0,12	-0,76	-0,17
23. ay	-0,41	-0,10	-0,36	-0,66	-0,04	-0,58	-0,46	0,20	-0,33	0,02
24. ay	-0,53	0,00	-0,36	-0,61	0,12	-0,74	-0,41	0,19	-0,32	-0,03
25. ay	-0,67	-0,01	-0,39	-0,20	0,11	-0,83	-0,46	0,24	-0,50	-0,10
26. ay	-0,85	0,12	-0,47	-0,30	-0,19	-0,72	-0,43	0,47	-0,31	-0,09
27. ay	-0,84	0,27	-0,37	1,63	0,10	-0,92	-0,38	0,34	-0,27	-0,12
28. ay	-1,12	0,26	-0,28	-0,49	0,00	-0,91	-0,47	0,31	-0,33	-0,10
29. ay	-1,06	0,33	-0,38	-0,50	-0,06	-1,03	-0,62	0,19	-1,01	-0,09
30. ay	-1,25	0,39	-0,49	-1,16	1,14	-1,18	-0,29	0,36	-0,26	-0,03
31. ay	-1,33	0,43	-0,54	-1,14	0,99	-1,25	-0,45	0,28	-0,64	-0,01
32. ay	-1,15	0,43	-0,68	-0,95	0,47	-1,35	-0,28	0,46	-0,32	-0,10
33. ay	-1,11	0,66	-0,71	-1,02	0,59	-1,56	-0,12	0,60	0,16	-0,10
34. ay	-1,22	0,54	-0,79	-0,60	0,88	-1,49	0,05	0,79	1,05	-0,11
35. ay	-1,32	0,80	-1,03	-0,75	0,36	-1,49	-0,42	0,40	-0,26	-0,12
36. ay	-1,43	0,62	-1,29	-0,69	0,06	-1,60	-0,41	0,53	-0,01	-0,13

EK 5: 2000–2004 Yılları Arasındaki Dönemsel Hisse Senedi Arzlarının 36 Aylık Düzeltilmiş Getiri Oranları (devam)

	TEKTU 2000	VESTL 2000	VESTL 2000	ZOREN 2000
1. ay	-0,20	-0,24	0,08	0,04
2. ay	-0,38	-0,24	-0,15	-0,14
3. ay	-0,38	-0,13	-0,16	-0,07
4. ay	-0,43	-0,19	-0,06	-0,02
5. ay	-0,52	-0,11	-0,11	-0,01
6. ay	-0,47	-0,19	-0,06	-0,03
7. ay	-0,25	-0,19	-0,13	0,00
8. ay	-0,42	-0,09	-0,12	-0,07
9. ay	-0,40	-0,07	-0,03	-0,12
10. ay	-0,41	-0,13	-0,03	-0,10
11. ay	-0,40	-0,17	-0,05	-0,10
12. ay	-0,43	-0,21	-0,11	-0,18
13. ay	-0,44	-0,18	-0,14	-0,16
14. ay	-0,52	-0,21	-0,12	-0,15
15. ay	-0,63	-0,21	-0,15	-0,13
16. ay	-0,73	-0,17	-0,17	-0,07
17. ay	-0,71	-0,21	-0,11	0,02
18. ay	-0,59	-0,26	-0,14	0,15
19. ay	-0,44	-0,19	-0,18	0,26
20. ay	-0,43	-0,17	-0,11	0,20
21. ay	-0,49	-0,17	-0,10	0,17
22. ay	-0,52	-0,17	-0,10	0,28
23. ay	-0,55	-0,19	-0,11	0,18
24. ay	-0,49	-0,12	-0,12	0,19
25. ay	-0,47	-0,11	-0,05	0,36
26. ay	-0,56	-0,10	-0,05	0,35
27. ay	-0,73	-0,16	-0,04	0,48
28. ay	-0,59	-0,13	-0,11	0,51
29. ay	-0,63	-0,10	-0,07	0,39
30. ay	-0,68	-0,13	-0,02	0,44
31. ay	-0,51	-0,11	-0,07	0,66
32. ay	-0,58	-0,12	-0,04	0,61
33. ay	-0,58	-0,05	-0,05	0,52
34. ay	-0,59	-0,10	0,01	0,60
35. ay	-0,59	-0,06	-0,03	0,50
36. ay	-0,66	-0,09	0,01	0,75

KAYNAKLAR

AGGARWAL, R ve RIVOLI, P.; Evaluating the Costs of Raising Capital Through An Initial Public Offering, Journal of Business Venturing, Vol 6, Is 5, 351-361, 1991

AGGARWAL, Reena, LEAL, Ricardo, HERNANDEZ, Leonardo; The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin Amerika, Financial Management, Vol 2, 42-53, 1993

AGGARWAL, Reena, RIVOLI, Pietra; Fads In The Initial Public Offering Market, Financial Management, Vol 19, 45-57, 1990

AKBULAK, Sevinç; Şirketlerin Halka Açılması, Yeterlilik Etüdü, SPK Yayını, Ankara 1991

AKGÜÇ, Öztin; Finansal Yönetim, Avcıol Basın-Yayın, 7. Baskı, 1998

AKSÖYEK, İsmet; Halka Açılan Şirketlerde Firma Değerinin Belirlenmesi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 1994

ALLEN, F., FAULHABER, G.; Signalling by Underpricing in The IPO Market, Journal of Financial Economics, Vol 23 No:2, 303-323, 1989

ALMISHER, Mohamad A.; Systematic Risk, General Market Factors and Underpricing of The IPOs, Lehigh University, The faculty of Graduate School, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, 1998

AYDEN, Tolga, KARAN, Mehmet Baha; İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Say.3, 87-96, 2000

BAKER, Kent H., POWELL, Gary E.; Understanding Financial Management, Blackwell Publishing, USA 2005

BARON, David P.; A Model of The Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, Journal of Finance, Vol:37, No:4, 955-976, 1982

BHABRA, Singh Harjeet; Informational Asymmetries and Pricing of IPOs: An Analysis of Firm Quality, Signals and Subsequent Performance, University of Missouri, The faculty of Graduate School, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, Columbia, May 1995

BLOWERS, Stephen C., GRIFFITH, Peter H., MILAN, Thomas L.; The Ernst & Young LLP Guide to The IPO Value Journey, John Wiley & Sons, Inc., Canada 1999

BRAV, Alon ve GOMPERS, Paul A.; Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital Backed Companies, Journal of Finance, Vol 52, Is 5, 1791-1821, 1997

BRIGHAM, E.F. and EHRHARDT M.C.; Financial Management, Thomson South- Western, 11. Edition, USA 2005

BRIGHAM, Eugene F.; Fundamentals of Financial Management, The Dryden Pres, Fourth Edition, New York, 1986

CARTER, R.B. and MANASTER S., “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation” Journal of Finance, 1990

CARTER, Richard B.; Initial Public Offering and The Underwriter Signal, The University of Utah, Graduate School of Business, , Dissertation for Degree of Doctor of Philosophy, Utah 1987

CEYLAN, Ali; Şirketlerde Finansal Yönetim, 8. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa 2003

CHALK, Andrew J., PEAVY, John W.; Initial Public Offerings: Daily Returns, Offering Types and Price Effect, Financial Analysts Journal, Vol 43, 65-69, 1987

CHEN, K.C.; Cost of Raising Capital—Initial Public Offerings (IPOs) and Seasoned Equity Offerings (SEOs)—in Hong Kong, Journal of Financial Management and Analysis, Vol 15 (2) , 2002, 27-36

CHUN, Hesuk; The Role of Stock Market in Korea: Determinants and Effects of Initial Public Offerings, The George Washington University, Columbian School of Art and Science, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, Washington 2000

DAWSON, Steven M; Secondary Stock Performance Of Initial Public Offers, Hong-Kong, Singapore and Malaysia: 1978–1984, Journal of Business, Finance & Accounting, Vol 14 Is1, 65-76, 1987

DHATT, Manjeet Singh; Price Surprises in Initial Public Offering Markets: A New Test of the Underpricing Phenomenon, University of Cincinnati, College of Business Administration the Department of Finance, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, 1995

DRAKE, P.D., VETSUYPENS M. R.: IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability, Financial Management, Vol 22, 64-83, 1993

DURUKAN, M. Banu; “IPO Underpricing and Ownership Structure; Evidence from the Istanbul Stock Exchange”, Initial Public Offerings an International Perspective, Editor Greg N. Gregoriou, 263- 279, 2006

DÜZAKIN GEREKLİOĞLU, Hatice; İMKB’de Halka İlk Arzdan Sonra Hisse Senetlerinin Performanslarının Ölçümü ve Düşük Fiyatlandırmayla İlgili Yaklaşımların Firmalar ve Bunlara Aracılık Eden Kurumlar Açısından Değerlendirilmesi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adana 1998

EHRHARDT, O., RICHARD S., PRZYBOROWSKY R.; Long-Run Stock Performance of German Initial Public Offerings and Seasoned Equity Issues, European Financial Management, Vol 6, Is 2, 173-196, 2000

EMRE, Zeynep, FIKIRKOCA, Ekin; Yatırım Yaparken, Editör: Alparslan BUDAK, Printcenter, Yayın No:13, İstanbul Mart 2004

EREN, Mahmut; İMKB’de Sermaye Artırımı Yapan Şirketlerin Uzun Dönemli Performanslarının İncelenmesi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlamamış Doktora Tezi, Ankara, 2001

FRIJNS, Bart, NAVISSI, Farshid, TOURANI-RAD, Alireza, TSAI, L ana; Stock Price Performance of Seasoned Equity Offerings: Completede Vs Withdrawn, Managerial Finance, Vol 32, Is 3, 234-246, 2006

FUERST, Oren, GEİGER, Uri, PERES, Chemi, GİLO, Davidi, LUBASH Ron; From Concept to Wall Street: A Complete Guide to Entrepreneurship and Venture Capial, Financial Times Prentice Hall, August 2002

GEDDES, Ross; IPOs and Equity Offerings, Butterworth- Heinemann- The Securities Institute, Burlington MA 2003H.

GEREKLİOĞLU DÜZAKIN, H.; Türkiye’de Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Halka İlk Arz ile İlgili Görülerinin Değerlendirilmesi“, Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:8 Sayı:1, 1998

GÜZELHAN, Hayal, AĞAR, Mediha; İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı, İşletme ve Finans Dergisi, Kasım-Aralık, 51-59, 1991

HARRIS S.; The Long-Term Performance of UK Stocks After Making Rights Issues, Journal of Asset Management, Vol 4, Is 5, 308-317, 2004

IBBOTSON, Roger, JAFFE, Jeffrey; “Hot Issue” Markets, Journal of Finance, Vol 30, 1027-1042, 1975

IBBOTSON, Roger; Price Performance of Common Stock New Issues, , Journal of Financial Economics, Vol 2, 125-153, 1975

JAIN, Bharat A., KINI, Omesh; The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms, Journal of Finance, Vol 49,Is 5, 1699-1726, 1994

JOHNSTON, Jarrod; The Impact of Industry Specific Variables on The Performance of Initial Public Offerings, Florida Atlantic University, Collage of Business, ,Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, Florida 2000

KARSLI, Muharrem; Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İstanbul 1994

KAVAL, Hasan; Muhasebe Denetimi, Akademik Denetim A.Ş, Ankara, Ekim 2003

KELOHARJU, M.: The Winner’s Curse, Legal Liability, and the Long Run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland, Journal of Financial Economics, Vol 34, 251-277, 1993

KIYMAZ, Halil; Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları: İMKB İmalat Sektörü Uygulaması, Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, İşletme- Finans ss 119-143, 1996

KIYMAZ, Halil; İMKB’de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB dergisi yıl :1 sayı:2 ,1997

KIYMAZ, Halil; İMKB’de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisselerinin Uzun Dönem Performansları: 1990–1995 Uygulaması, Hazine Dergisi, sayı 7, 1–18, Temmuz 1997

KLEEBURG, Richard P.; Initial Public Offering, Thomson, Ohio, 2005

KOÇ, Özlem; Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama, SPK Yayın No: 118, Ankara 1998

KUNZ R. M., AGGARWAL R.; Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland, Journal of Banking and Finance, Vol 18, 705-723, 1994

KUO, Maliya; Examining Underpricing Phenomena in Initial Public Offering, Golden Gate University, Edward S. Ageno School of Business, , Dissertation for Degree of Doctor of Philosophy, USA, 2002

KÜÇÜKSÖZEN, Cemal; Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açından Değerlendirilmesi, SPK Yayınları, Yayın No: 131, Ankara, 1999

LEE, P.J.; TAYLOR S. L. and WALTER T. S. ; Australian IPO Pricing in the Short- and Long-Run, Journal of Banking and Finance, 20, 1189-1210, 1996

LOUGHRAN, Tim, RITTER, Jay R.; The New Issue Puzzle, Journal of Finance, Vol 50, Is 1; 23-51, 1995

LOUGHRAN, Tim, RITTER, Jay R.; The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings, Journal of Finance, Vol: 55, 361-390, 1997

LOUGHRAN, Tim, RITTER, Jay R.; Why Don’t Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?, Review of Financial Studies , Vol 15, 413-443, 2002

LOWRY, M. , SHU, S.: Litigation Risk and IPO Underpricing, Journal of Financial Economics, forthcoming, 2002

MARSHALL, Beverly Bain; Financial Health, Availability of Financing, and The Long Short-Term Price Performance of Initial Public Offerings, Georgia State University, College of Business Administration, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, USA, 1998

MCDONALD, J.G., FISHER, A.,K.; New- Issue Stock Price Behavior, Journal of Finance, Vol 27 Is 1, 97-102, 1972

MENEMENCİOĞLU, Hakan; İMKB’de Halka arz Edilen Hisse Senetlerinde Düşük Fiyatlama Olgusu ve Sene/Sektör Bazında Uygulama, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve

Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Ana Bilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2003

MILLER, E.; Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion, Journal of Finance Vol:32, 1151-1168, 1977

MUSCARELLA, Chis J., VETSUYPENS, Michael R.; A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing, Journal of Financial Economics, Vol:24, Is:1, 125-135, 1989

MYERS, Stewart and Nicholal S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", Journal of Financial Economics, Vol. 13, No. 2, 187-221, 1984

NGATUNI P., CAPSTAFF J., MARSHALL A.; Long-Term Performance Following Rights Issues and Open Offers in The UK, Journal of Business Finance & Accounting, Vol 34, Is 1, 33-64, 2007

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

PAGANO, Marco, PANETTE, Fabio, ZINGALES, Luigi; Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, The Journal of Finance, Vol: 53 No:1, 27-63, 1998

PARSONS, J.E., RAVIV, A.; Underpricing of Seasoned Issues, Journal of Financial Economics, Vol 14, 377-297, 1985

PINCHES, George E.; Essentials of Financial Management, Third Editon, Haper Collins Publishers, New York, 1990

RAJAN R., SERVAES, H.; Analyst Following of Initial Public Offerings, Journal of Finance, Vol:52, 507-529, 1997

REILLY, Frank K., HATFIELD Kenneth; Investor Experience With New Stock Issues, Financial Analysts Journal, Vol 25, Is 1, 73-80, 1969

RITTER, Jay R.; Differences Between European and American IPO Markets, European Financial Management, Vol 9, No 4, 421-434, 2003

RITTER, Jay R.; The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, Journal of Finance, Vol 19, Is 1, 3-27, 1991

RITTER, Jay, R.; Investment Banking and Security Issuance, Chapter 9 of North- Holland Handbook of the Economics of Finance , Edited by George Constantinides, Milton Haris and René Stulz, 2002

RITTER, Jay; The "Hot Issue" Market of 1980, Journal of Business, Vol 57, 215- 240, 1984

RITTER Jay R., WELCH Ivo, A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations, Journal of Finance, Vol. 57(4), 1795-1828, 2002

ROCK, Kevin; Why New Issues are Underpriced?, Journal of Financial Economics, Vol 15 Is:1/2 187-212, 1986

RODOPLU, Gültekin; Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, Marmara Üniversitesi Nihad sayar Eğitim Vakfı Yayınları No:459–692, İstanbul 1993

SAVAŞKAN, Ozan; Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı, Yeterlilik Etüdü, SPK, 2005

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayını, 18. Basım, İstanbul 2000

SHEN, Yan; Seasoned Equity Offerings: Evidence From P.R. China, Concordia University, The John Molson School of Business, Degree of master of Science Thesis, Canada, 2006

SINGH, Ajit, HAMİD, Javed; Corporate Financial Structures in Developing Countries, IFC, Technical Paper, 1992

SPIESS, D. K., AFFLECK-GRAVES J.; Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings, Journal of Financial Economics, Vol 38, 243-267, 1995

SUNER, Kerim; Effect of Right Issues on Stock Prices in The İstanbul Stock Exchange, Koç University, Graduate School of Business, Unpublished MBA Thesis, İstanbul, 1995

TARANTO, Mark Allen; Essays on Capital Structure and Dividend Policy, University of California, Business Administration, Dissertation for Degree of Doctor of Philosophy, Berkeley 2001

TEKER, Suat, EKİT, Ömer; The Performance of IPOs in İstanbul Stock Exchange in Year 2000, Doğuş Üniversitesi Dergisi 4 (1), 2003, 117-128

TEOH, Siew Hong, WELCH Ivo ve WONG T.J.; Earnings Management and the Long- Run Market Performance of Initial Public Offerings, Journal of Finance, Vol 53, Is 6, 1935-1974, 1998

THOMAS, Evan; The Long Term Performance of Initial Public Offerings, University of British Columbia, Department of Economics, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, 2000

TİLLE, Nilgün; Şirketlerin Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Hisse Senetlerin Arz Fiyatlarının Belirlenmesi Yöntemleri ve 1999 Yılında Halka Arz Edilen Hisse Senetlerin Performanslarının Değerlendirilmesi, Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Manisa 2000

TİNİÇ, M. Seha; Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock, Journal of Finance, Vol:43, No:4, 789-822, 1988

TÜRÜDÜ, Engin; Ülkemizde İlk Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2001

WELCH, Ivo; Seasoned Offerings, Imitation Costs, and The Underpricing of Initial Public Offerings, Journal of Finance, Vol:44, No:2,421-449, 1989

WU, Jirong; The Impact of Cultural Factors and Accounting Choices on IPO Underpricing, Cleveland State University, Business Administration, Dissertation for Degree of Doctor of Philosophy, USA 2000

WU, Congsheng, KWOK, Chuck C. K.; Long-Run Performance of Global Versus Domestic Initial Public Offerings, Journal of Banking& Finance, Vol: 31, 609-627, 2007

YALÇINER, Kürşat; Düşük Fiyatlama Olgusu İle Halka Arz Şekilleri ve Halka Arz Fiyatı Arasındaki İlişkinin Analizi: 1997–2004 Dönemine Ait Bir İnceleme, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 7/2 145–158, 2006

YI, John-Hwan; Pre-Offering Earnings and he Long Run Performance of IPOs, University of Southern California, Faculty of Graduate School, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, Los Angeles, California, 1997

İNTERNET KAYNAKLARI:

www.imkb.gov.tr

www.spk.gov.tr

www.dpt.gov.tr

www.analiz.com

ÖZET

Halka arz kavramı, ortaya çıktığı güden bugüne şirketler için ek finansman sağlamada çok büyük bir rol oynamaktadır. Borçlanma yoluyla sağlanamayan fon, halka açılmak suretiyle halktan sağlanmaktadır. Halka arzların henüz borsada işlem görmeye başlamamış şirketler tarafından ilk kez ya da hâlihazırda borsada işlem görmekte olan şirketler için dönemsel olarak gerçekleştirilmeleri beraberinde birtakım umulmayan durumlar ortaya çıkarmıştır. Dünya literatüründe hala tam anlamıyla net bir cevap bulunamayan soru; ilk halka arzlar ve dönemsel hisse senedi arzlarının yatırımcı üzerindeki etkisinin kısa ve uzun vadede ne olduğudur.

Çalışmada, 2000–2004 yılları arasında İMKB’de gerçekleştirilen 44 ilk halka arz ve 34 dönemsel hisse senedi arzının uzun vadede yatırımcısına sağladığı getiri tespit edilmiştir. 12. ay, 24. ay ve 36. ay getiri oranları sırasıyla ilk halka arzlar için; -0,31, -0,42, -0,92, dönemsel hisse senedi arzları için ise; -0,19, -0,26, -0,58 olarak bulunmuştur. İMKB’de gerçekleştirilen ilk halka arzların ve dönemsel hisse senedi arzlarının uzun dönemde negatif getiri sağladığı tespit edilmiştir.

SUMMARY

Public offering, since it appeared, has been playing a significant role in providing additional funds to firms. The funds not obtained by borrowing have been provided from the public through IPOs and SEOs. Public offerings by firms, nonquoted to stock exchange yet or presently listed in stock exchange, have brought about some unexpected situations. The question to which a clear answer could not be found yet in the literature is what impact IPOs and SEOs have on investors in the short-run and long-run.

In this study, the long-run returns of 44 IPOs and 34 SEOs which were offered in Istanbul Stock Exchange over the period of 2000-2004 were determined. It has been found that the first 12th month, 24th month and 36th month rates of returns of IPOs are, respectively, -0,31, -0,42, and -0,92; of SEOs are -0,19, -0,26, and -0,58. In conclusion, it has been determined that the returns of IPOs and SEOs in IMKB are negative in the long-term.