

HALKA ARZDA ARACI KURULUŞ İTİBARININ ETKİSİ*

Öğr. Gör. Dr. Nimet ÇAKIR**

Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU***

Araştırma Makalesi / Research Article

Muhasebe Bilim
Dünyası Dergisi
Aralık 2018; 20(4); 924-955

ÖZ

924

Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da 1993-2017 yılları arasında gerçekleşen halka arzların kısa ve uzun dönemdeki performanslarında aracı kuruluş itibarının etkisi incelenmiştir. Gelişmiş piyasalarda aracı kuruluş itibarını ölçmek için kullanılan Carter-Manaster ve Megginson-Weiss yöntemleri Türkiye gibi gelişmekte olan sermaye piyasalarında anlamlı sonuçlar vermemektedir. Çalışmanın ilk aşamasında elde edilen bulgular, gelişmiş piyasalarda uygulanan bu yöntemlerin gelişmekte olan piyasalarda doğrudan uygulanabilmesinin piyasa dinamiklerindeki farklılaşmalardan dolayı mümkün olmadığını göstermektedir. Bu eksikliği gidermek için, gelişmekte olan piyasalardaki aracı kuruluş itibarını ölçmeye yönelik, piyasa özelliklerini de dikkate alarak, yeni bir model geliştirilmiştir. Geliştirilen ve önerilen araştırma modeli, gelişmekte olan sermaye piyasalarında gerçekleşen halka arzların kısa ve uzun dönemdeki performanslarında, aracı kuruluş itibarını yeniden ölçerek daha anlamlı sonuçlara ulaşmıştır.

Anahtar Kelimeler: Halka Arz, Aracı Kurum, Kısa ve Uzun Dönem Performans

JEL Sınıflandırması: G10, G24

THE IMPACT OF UNDERWRITER'S REPUTATION ON IPO

ABSTRACT

In this study, the effect of intermediary institution's reputation on short and long-term performances of public offerings in Borsa Istanbul between 1993 and 2017 is examined. Carter-Manaster and Megginson-Weiss Methods used to measure the reputation of intermediary institution in developed markets cannot give any significant results in emerging capital markets such as Turkey. Findings obtained at the first stage of the study demonstrate that it is not possible to apply these methods employed in developed markets directly to emerging markets due to the differentiations in market dynamics. To overcome this shortcoming, a new model has been developed in order to measure the reputation of the intermediary institution in emerging markets by taking into

* Makale gönderim tarihi: 03.05.2018, kabul tarihi: 13.09.2018.

** Kocaeli Üniversitesi, Hereke MYO, nimetcakir@gmail.com, orcid.org/0000-0002-7606-1876.

*** Başkent Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, gurayk@baskent.edu.tr, orcid.org/0000-0001-6170-3269.

Atıf: Çakır, N. ve Küçükkoçaoğlu, G. (2018). Halka arzda aracı kuruluş itibarının etkisi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 20(4), 924-955. <http://dx.doi.org/10.31460/mbdd.420687>.

account market characteristics. The developed and proposed research model has achieved more significant results in the short and long-term performances of public offerings realized in emerging capital markets by remeasuring the reputation of intermediary institution.

Keywords: Public Offering, Intermediary Institution, Short and Long Term Performance

JEL Classification: G10, G24

1. GİRİŞ

Halka arz, şirketler açısından yüksek maliyetlere katlanılmasını ve düzenleyici ve denetleyici kurumlara tabii olmayı gerektiren, halka arzın başarısızlıkla sonuçlanması durumunda ise şirketleri finansman ve itibar kaybına uğratabilecek oldukça önemli bir finansal yönetim kararıdır. Şirketler, halka arzda başarısız olmaktan kaçınmak için kendisi ile yatırımcılar arasında güvenilir bir onaylama mekanizması kuracak, asimetrik bilgi problemini azaltacak, aracılık yüklenim hizmeti verecek, yatırımcıların gözünde güvenilir bilgi üreticileri haline gelmiş itibarlı aracı kuruluşu seçmeyi tercih etmek durumundadırlar.

Halka arzda ihraççı açısından düşük fiyatlama riski, yatırımcı açısından da yüksek fiyatlama riski vardır. Halka arzın başarılı olması, beklenen faydaların elde edilebilmesi, iki taraf arasındaki stresin yönetilebilmesi için belirsizliğin giderilmesi, dolayısıyla bu asimetrik bilginin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Başka bir deyişle şirketin yatırımcılara sunduğu bilgilerin tatmin edici içerikte olması, ayrıca yatırımcının da kendisine sunulan bilgilerin doğruluğu konusunda ikna edilmesi için güvenilir onay mekanizması olan aracı kuruluş devreye girmektedir.

Bu süreçte aracı kuruluşla işbirliğinin önemli bir boyutu da asimetrik bilgiyi azaltmaya katkısıdır. Halka arz piyasalarının asimetrik bilgi ile karakterize edildiğini belirten Megginson ve Weiss (1991)'e göre ihraç olacak şirketle yatırımcılar şirketin nakit akışına ve değerine ilişkin farklı bilgi düzeyine sahiptirler. Bundan dolayı iki taraf arasındaki asimetrik bilgi, şirket lehine fırsat yaratmaktadır. Şirketler, kendi aleyhine olan bilgileri gizleme veya duyulması geciktirmeye çalışmaktadırlar. Çünkü şirketler, bu tutumları ile kazançlarını artırırken çok az şey kaybederler. Kamuyu bilgilendirme mevzuatı, daha önce halka arz olmuş şirketler ve halka arz olacak şirketler için yanlış bilgilendirme ve/veya şirket aleyhine olumsuz durumları gizlemeyi yasaklasa da (Tınıç 1988), şirketlerin kendileri ile ilgili bütün bilgiyi kamuoyuna açıklayacak şekilde bir etkinlik beklenmemektedir.

Aracı kuruluşlar, yatırımcılar ve halka arz olan şirketler arasında aracı olarak hareket ederler ve İlk halka arz (IPO) ve ikincil halka arz (SEO)'lar ile şirketlerin ihraç kademesi oluşturmaktadırlar. Finansal yazın ve sermaye piyasası endüstrisi tarafından aracı kuruluşun rolünün ön plana çıkmasının iki temel nedeni vardır: birincisi, halka arzı değerlemede "onaylama acentesi" olarak davranırlar. Bu rolleri, genellikle içeriden (şirketler) ve dışarıdan (yatırımcılar) pay senedi arzlarında bulunan asimetrik bilgidan kaynaklanmaktadır (Beatty ve Ritter, 216). İkincisi, aracı kuruluşlar menkul kıymet

ihracı sırasında birden fazla hizmetin birlikte sunulması için en büyük sorumluluğu taşımaktadırlar (Liu ve Ritter 2011, 588).

Araştırmalar, ihraççı şirketin aracı kuruluş seçimini kendi şirketlerinin kriterlerine dayandırdıklarını ve ihtiyaçlarını karşılayan aracı kuruluşu seçtiklerini göstermişlerdir (Titman ve Trueman 1986; Habib Ljungqvist 2001). Şirketler, halka arz için aracı kuruluşları seçerken; işlem hacmi, şube sayısı, müşteri sayısı ve teknik alt yapısından daha çok geçmiş halka arz performanslarına bağlı olarak geliştirdikleri itibar sermayesini dikkate alırlar (Aktaran: Jiao ve Guo 2010, 25). İlk defa halka arz edilen şirketler, yatırımcılara ihraç fiyatının şirketin piyasa değerinden yüksek olmadığına ilişkin güvenilir bir taahhüdü kendileri sağlayamazlar. Bu güveni sağlamak için halka arzın pazarlamasında aracı kuruluşların hizmetlerini kullanarak yatırımcılarla arasındaki asimetrik bilgi problemini hafifletmiş olurlar (Bulut, 2008, 80). Buna karşılık, Fernando, Gatchev ve Spindt (2005), ihraççıların ve aracı kuruluşların karşılıklı olarak seçilmiş olduğu görüşündedirler. Bunu da ihraççının kalitesi ve seçim sürecinde aracı kuruluşun etkileşim yeteneğine bağlamaktadırlar. İhraççılar, aracı kuruluşlardan daha fazla yatırımcı çekmesini ve halka arzın güvenilirliğini artırmak için yardımcı olmalarını beklemektedirler (Aktaran: Jiao ve Guo 2010, 25).

Bu çalışmada aracı kuruluş itibarının halka arz performansına etkileri yukarıda kısaca verilen çerçevede ele alınmış ve somut örnekler üzerinden incelenmiştir. Aracı kuruluş itibarını ölçmek için Megginson-Weiss Sıralama Modeli, Carter-Manaster Sıralama Modeli ve Türkiye sermaye piyasası koşulları dikkate alınarak geliştirilen Küçükkocaoğlu-Çakır Modeli kullanılmıştır.

Aracı kuruluş itibarının halka arzın kısa dönem performansına etkisine dair şu hipotezler oluşturulmuştur:

H1= Halka arzın kısa dönem getirisi ile Carter-Manaster yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

H2= Halka arzın kısa dönem getirisi ile Megginson-Weiss yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

H3= Halka arzın kısa dönem getirisi ile Küçükkocaoğlu-Çakır Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

Hipotezlerin testi için 1993-2017 arasında halka arz edilen 306 şirketin aracı kuruluşlarının itibarları yukarıda belirtilen üç ayrı yöntemle hesaplanmış ve kısa dönem getirisi ile regresyon analizine tabi tutulmuştur.

Aracı kuruluş itibarının halka arzın uzun dönem performansına etkisini ölçmek için oluşturulan hipotezler şöyle sıralanmaktadır:

H1= Halka arzın otuzaltı aylık getirisi ile Carter-Manaster yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

H2= Halka arzın otuzaltı aylık getirisi ile Megginson-Weiss yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

H3= Halka arzın otuzaltı aylık getirisi ile Küçükkocaoğlu-Çakır Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

H4= Halka arzın altmış aylık getirisi ile Carter-Manaster yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

H5= Halka arzın altmış aylık getirisi ile Megginson-Weiss yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

H6= Halka arzın altmış aylık getirisi ile Küçükkocaoğlu-Çakır Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

Türkiye’de bu konuda gerçekleştirilen sınırlı sayıda araştırma bulunmaktadır. Mevcut çalışmalarda itibarın halka arz performansına etkisi kısa dönemde incelenmiştir. Bu çalışmada itibarın performans üzerindeki etkisi hem kısa hem uzun dönem için ele alınmaktadır. Halka arzların başarısında aracı kuruluş itibarının etkisini ve önemini uzun dönemde de ortaya koyan çalışmanın alandaki bu eksiklikleri gidermek açısından önemli bir katkıda bulunacağı değerlendirilmektedir. Çalışma, sermaye piyasalarının gelişmesine ve sermaye piyasasında halka arz olacak şirketler açısından başarılı bir halka arzda doğru aracı kuruluşları seçmeleri; yatırımcılar açısından ise tasarruflarını değerlendirirken doğru sinyalleri alabilmeleri bakımından da katkıda bulunacaktır.

2. LİTERATÜR

Genellikle itibar, paydaşların ekonomik tercihlerini etkilediğinden ve örgütsel performansındaki farklılıklara katkıda bulunduğu için bir şirkete sürdürülebilir rekabet avantajları sağlayan maddi değeri olmayan bir varlık olarak görülmektedir (Elsbach ve Kramer, 1996). Cetro (2003)’e göre, aracı kuruluşların itibarları, halka arzda potansiyel yatırımcıların algılarını etkilemesi açısından oldukça önemlidir (Aktaran: Razafindrambinina ve Kwan 2013, 200).

İtibarın değeri ile ilgili ilk çalışma Akerlof’un (1970) çalışmasıdır. Klein ve Leffler (1981), Shapiro (1982) ve Allen (1984) gibi birçok yazar, ürün kalitesinin gözlenebilir olmadığı durumlarda, şirketlerin sadece yüksek kalite satmalarını sağlayan itibarın rolü üzerine teorik modeller geliştirmişlerdir (Aktaran: Fernando ve diğerleri 2012, 7). Aracı kuruluşun itibarı; halka arz sayısı ve boyutu, halka arz pazar payı, başarılı halka arz yüzdesi, pazarlama ağı ve halka arz piyasasının coğrafi kapsama yüzdesi gibi çeşitli faktörlere bağlıdır. Tüm bu parametreler, daha yüksek talep şeklinde halka arzın başarısını etkilemektedir. Yüksek talep, yatırımcıların güvenli yatırıma olan ilgisini gösterir. Bu nedenle, aracı kuruluşun itibarı ile halka arza talep oranı birbirleriyle yüksek oranda ilişkilendirilmektedir (Kattie ve Phani 2016, 44).

2.1. Aracı Kuruluş İtibarının Kısa Dönem Performansına Etkisi

İlk halka arzda aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma ilişkisi üzerine yapılan çalışmaları 1980 ve öncesi ile 1990 ve sonrası olarak iki bölüme ayrılabilir. İncelenen çalışmalarda, 1980'li yıllar ve öncesinde yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha az düşük fiyatlandırma yaptığı, 1990'lı yıllardan itibaren daha çok düşük fiyatlandırma yaptıkları dikkat çekmektedir (Bulut 2008, 86).

McDonald ve Fisher (1972) yaptıkları çalışmada 1969 yılındaki 142 halka arzı inceledikleri çalışmalarında, yüksek itibarlı ve düşük itibarlı aracı kuruluşların gerçekleştirdikleri halka arzlardaki düşük fiyatlandırmanın önemli derecede farklı olduğunu belirlemişlerdir.

Logue (1973), 1965-1969 yıllarında gerçekleşen 250 halka arzı incelemiştir. Çalışmasında düşük itibarlı aracı kuruluşların, yüksek itibarlı aracı kuruluşlara oranla daha fazla düşük fiyatlandırma yaptığı sonucunu elde etmiştir.

Neuberger ve Hammond (1974), McDonald ve Fisher uyguladıkları testi daha kapsamlı bir şekilde incelemişlerdir. Çalışmalarında, 1965-1969 yılları arasındaki gerçekleşen 816 halka arzın, ilk hafta getirilerindeki fiyat değişimini, aracı kuruluşların yüksek ve düşük itibarlı olmasına göre farklılık gösterdiği tespit etmiştir. Yüksek itibarlı aracı kuruluşların düşük itibarlı aracı kuruluşlara göre daha az düşük fiyatlandırma yaptığı sonucuna varılmışlardır.

Neuberger ve La Chapella (1983), 1975-1980 yılları arasında gerçekleşen 118 halka arzı inceledikleri çalışmalarında, halka arzlarda aracı kuruluşların itibarına bağlı olarak düşük fiyatlandırmanın farklılık gösterdiği sonucuna varmışlardır.

Tınc (1988)'in çalışmasında, yüksek itibarlı aracı kuruluşların yaptıkları halka arzda düşük fiyatlandırma oranını %6,1 olarak bulurken düşük itibarlı aracı kuruluşların arzlarında ise bu oranı %14,3 olarak hesaplamıştır.

1980'li yıllarda aracı kuruluş itibarı ve düşük fiyatlandırma arasındaki ters yönlü ilişkinin 1990'lı yıllarda tersine döndüğü yapılan araştırmalarda gözlenmektedir.

Beatty ve Welch (1996) aracı kuruluş itibarını pazar payına dayandırarak yaptıkları çalışmada, 1980-1985 ve 1992-1994 yılları arasındaki ilk halka arzları karşılaştırmışlardır. Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasındaki ilişki 1980-1985 yılları arasında ve öncesinde negatif iken 1992-1994 yıllarında ve sonrasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Araştırmacılar bu değişimi ekonomik koşullardaki davranış değişikliğine bağlamışlardır.

Cooney ve diğerleri (2001) 1981-1998 yılları arasında fiyat aralığı yöntemiyle ilk kez halka arz edilen 3687 arzı incelemişlerdir. Çalışmalarında, aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasındaki ilişkiyi, ihraç fiyatının ön izahnamedeki fiyat aralığının neresinde olduğuna bağlı olduğunu iddia etmişlerdir. 1981-1990 ile 1991-1998 iki alt dönemdeki halka arzları ve ihraç fiyatının ön

izahnamedeki fiyat aralığının üstünde, altında ve içinde olmasına bağlı olarak üç bölüme ayırarak analiz etmişlerdir. Bu analizden elde edilen sonuçlar şöyledir;

- 1980’li yıllarda önizahnamedeki fiyat aralığında fiyatlandırılmış halka arzlarda aracı kuruluş itibarı ile pay senedinin ilk gün getirisi arasındaki ilişki ters yönlü olurken 1990’lı yıllarda bu ilişkinin değiştiği sonucunu elde etmişlerdir.
- 1980’li yıllarda aracı kuruluş itibarı ile halka arzın ilk gün getirisi arasındaki ters yönlü ilişkiyi, sadece fiyat aralığı ile talep toplama yöntemiyle yapılan halka arzlar için geçerli olduğunu tespit etmişlerdir.
- 1990’lı yıllarda fiyat aralığının üstünde bir fiyatla gerçekleşen halka arzlarda, aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Çalışmalarında, 1980 ve 1990’lı yılları arasındaki halka arzlarda, aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasındaki negatif ilişkiyi sadece ön izahnamede fiyat aralığında fiyatlandırılmış halka arzlarda tespit edilmiştir. Fiyat aralığının altında bir fiyatla ihraç edilen halka arzlarda ise her iki dönemde de aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma üzerine herhangi bir ilişki elde edememişlerdir. Fiyat aralığının üstünde fiyatlandırılmış halka arzlarda 1990’lı yıllar için pozitif bir ilişki bulmuşlardır.

Logue ve diğerleri (2002) aracı kuruluş itibarının halka arza etkisini inceledikleri çalışmalarında, itibarın düşük fiyatlandırma üzerinde doğrudan etkisi olmadığı, dolaylı olarak halka arz öncesi yüklenim faaliyetlerinin yürütülmesi üzerinde etkili olduğu sonucunu elde etmişlerdir. Düşük itibarlı aracı kuruluşların, yüksek itibarlı kuruluşlara göre daha fazla düşük fiyatlandırma yaptıklarını tespit etmişlerdir. Çalışmalarında, halka arz öncesi aracı kuruluşun faaliyetlerinin düşük fiyatlandırma üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu vurgulamışlardır.

Loughran ve Ritter (2002) yaptıkları çalışmada, IPO’daki düşük fiyatlandırmanın 1980-1989 yıllarında %7 iken 1990-1998 yılları arasında neden %15 çıktığını araştırmışlardır. 1980’li yıllarda ABD’de ilk halka arzlardaki %7’lik düşük fiyatlandırmanın; kazananın laneti ve dinamik bilgi edinimi gibi hipotezlerle açıklanabileceğini ileri sürmüşlerdir. 1990’lı yıllarda yüksek itibarlı aracı kuruluşlar tarafından yapılan halka arzlarda (%14,8), 1980’li yıllara (%7,4) göre daha fazla düşük fiyatlandırma olduğunu tespit etmişlerdir. Yazarlar bu artışı, “değişen kompozisyon” ve “acente” hipotezleri ile açıklamaya çalışmışlardır. Değişen kompozisyon hipotezi, yüksek riskli halka arzların, riski az olanlara göre daha fazla düşük fiyatlandırma yapacağı varsayımına dayanmaktadır.

Loughran ve Ritter (2004), ilk halka arzda düşük fiyatlandırma ile aracı kuruluş itibarı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. İnternet şirketlerinin halka arzlarının çoğaldığı 90’lı yıllardaki düşük fiyatlandırmada meydana gelen değişimi üç hipotezle açıklamaya çalışmışlardır. Bunlar; arz edilen şirketin değişen risk özelliği, teşviklerdeki değişim ile arz olan şirketin değişen hedef fonksiyonu hipotezleridir.

Değişen hedef fonksiyonu, şirketlerin zamanla düşük fiyatlandırmaya kayıtsız kalmalarının iki nedeni olduğunu iddia etmektedir. Bunlardan ilki, analist raporlarının artan önemi, ikincisi ise yan ödemelerdir. Teşviklerdeki değişim hipotezi şirket yönetiminin; halka arz edilen şirket yönetiminin pay sahipliğinin azalması, ikinci bir halka arz yapılmaması ve halka arzlarda pay senetlerinin yönetime yakın gruplara ve aile yakınlarına tahsis edilmesinin gibi nedenlerle düşük fiyatlandırmayı azaltma yönündeki teşviklerinin azaldığını savunmaktadır.

1980-1989 yılları arasında, yüksek itibarlı aracı kuruluşların halka arz ettiği paylardaki düşük fiyatlama %1,2 olurken bu oran düşük itibarlılarda %2,5 olmuştur. 1980'ler deki düşük fiyatlandırma temel olarak Rock (1986) kazananın laneti problemi ve diğer araştırmacılar tarafından dinamik bilgilendirme ile açıklanmaya çalışılmıştır. Loughran ve Ritter (2004) ise bu durumu internet şirketlerinin halka arzlarının çoğaldığı 1990'lı yıllardaki düşük fiyatlandırmayı; analist raporları, yöneticilere yapılan yan ödemeler ve girişim sermayesi şirketlerinin davranışları gibi etkenlerle açıklamaya çalışmıştır. 1990-1998 yılları arasında bu durum tersine dönmeye başlamış ve yüksek itibarlı aracı kuruluşlarda düşük fiyatlandırma %8,7 iken düşük itibarlılarda bu %7,0 olarak bulunmuştur. 1999-2000 yılları arasında fark artmış ve sırasıyla %37,5 ile %12,2 oranları elde edilmiştir. 1990'lı yıllarda halka arz edilen şirketlerin özelliklerinde bazı farklılıklar vurgulanmış olsa da bunların düşük fiyatlandırmayı açıklamada yetersiz kaldığını vurgulamıştır. 2001-2003 yılları arasındaki dönemde durum biraz değişmiş ve yüksek itibarlı aracı kuruluşların halka arz ettiği paylardaki düşük fiyatlandırma %8,3 olurken, düşük itibarlı kuruluşlarda bu oran %11,1 olmuştur.

Loughran ve Ritter (2004) çalışmalarında, 1990'lı yıllarda halka arz edilen şirketlerin özelliklerinde bazı farklılıklar olduğunu fakat bunların düşük fiyatlandırmadaki değişimi açıklamakta çok yetersiz kaldığı vurgulamışlardır. 1990'lı yıllarda ki düşük fiyatlandırmada meydana gelen değişimin nedenini oldukça küçük bir oranda halka arz olan şirketlerin değişen risk özelliklerine bağlanabileceği sonucuna varmışlardır. Teşviklerdeki değişim hipotezini destekleyen kanıtlar elde etmişler fakat bununda düşük fiyatlandırmada görülen değişimi tam olarak açıklayamayacağını belirtmişlerdir.

Dolvin (2005), aracı kuruluş ile düşük fiyatlandırma arasında 1990'lı yıllarda değişen ilişkinin nedeninin arz şirketinin hedef fonksiyonundaki değişimin bir sonucu olduğunu ifade etmiştir. Yüksek itibarlı aracı kuruluşların halka arzın kalitesini onaylama rolü ile düşük fiyatlandırmayı daha az yaptıklarını tespit etmiştir. Çalışmalarında ayrıca pazar payının da düşük fiyatlandırma üzerinde etkisinin olduğunu gösteren sonuçlar elde etmişlerdir. Elde ettikleri sonuca göre yüksek itibarlı aracı kuruluşlar arasında pazar payı yüksek olanların, pazar payı düşük olanlara oranla daha fazla düşük fiyatlandırma yaptıklarını iddia etmiştir. Dolvin (2005) bu çalışmada halka arzlarda aracı kuruluş itibarı ile ilk gün getiriler arasında U şeklinde bir ilişki bulmuştur. Orta ve yüksek itibarlı ve düşük itibarlı aracı kuruluşlar sırasıyla 7-9 ve 1-3 sıralamasında yüksek ilk getirilerle ilişkiliyken, orta sıralı (sırasıyla 4-6) aracı kuruluşlar en düşük ilk getirilerle ilişkilendirilmektedir. Bu U şeklindeki ilişkinin iki denge faktörünü yansıttığını vurgulamıştır. Birincisi, belgelendirme etkileri, aracı kuruluşun itibarı

ile artmakta, bu da düşük fiyatlandırmayı azaltmaktadır. İkincisi, aracı kuruluşların pazar paylarının artmasıyla ortaya çıkan etkiler genel olarak daha düşük fiyatlama oranlarına yol açmaktadır.

2.2. Aracı Kuruluş İtibarının Halka Arzın Uzun Dönem Performansına Etkisi

Ritter (1991), Loughran ve Ritter (1995), ilk halka arzların (IPO) uzun dönemde düşük getiriler getirdiğini belgeleyen ilk kişiler arasındadır. Brav, Geczy ve Gompers (2000), 1975-1992 yılları arasındaki ilk halka arz örneğinde daha önceki çalışmalarda açıklanan düşük performansın, düşük piyasa payı oranlarına sahip küçük şirketler arasında yoğunlaştığını ve halka arz olan şirketlerin genel olarak daha düşük bir performans göstermediği sonucunu elde etmişlerdir (Aktaran: Dong ve diğerleri 2011, 219).

Dong, Michel ve Pandes (2011) çalışmalarında, 1980-2006 yılları arasındaki toplam 6662 (1999-2000 yılları arasındaki baloncuk dönemindeki 785 halka arzı ayrıca değerlendirmişlerdir) ilk halka arzın uzun vadeli performansını incelemişlerdir. Araştırmalarını aracı kuruluşların üç fonksiyonu ile açıklamaya çalışmışlardır. Bu fonksiyonlar; pazarlama, belgelendirme/inceleme ve bilgi üretimidir.

Pazarlama Fonksiyonu

Huang ve Zhang (2009) pay pazarlamasını, payın içsel değeri hakkında herhangi bir özel bilgi keşfetmeksizin talebi ve payın bedeli etkileyen eylemler olarak tanımlamaktadırlar. Pazarlama çabaları, arz öncesi promosyon faaliyetlerini, satış sonrası fiyat desteğini ve analist kapsamını göstermektedir. Buna göre pazarlama, halka arz için talebi artırabilir. Böylece satış sonrası pay senedi fiyatını artırabilir ve birçok nedenden ötürü uzun vadeli performansı artırabilir (Dong ve diğerleri 2001, 223).

Aracı kuruluş pazarlaması, yatırımcıların bilincini artırması ve halka arzın yatırımcı tabanını geliştirecek ve arz sonrasında daha iyi bir risk paylaşımı ve likidite ile daha yüksek bir denge piyasa fiyatı elde edilebilir (Merton 1987; Booth ve Chua 1996). Huang ve Zhang (2009) birçok aracı kuruluşun yönettiği halka arzların ikincil halka arzları etkilediğini belirtmişlerdir. Buna ek olarak, pazarlamacılığın piyasa yapıcılığı ve fiyat istikrarı gibi fiyat desteğindeki çabaları halka arzın satış sonrası fiyatını artıracaktır (Aggarwal 2000; Ellis ve diğerleri 2000). Zhang (2004) (Aktaran: Dong ve diğerleri 2001, 224).

Chemmanur ve Krishnan (2009), arz zamanı talepteki artışın, kısa vadeli fiyatı artırabileceğini ve halka arzın uzun vadeli performansını azaltabileceğini belirtmiştir. Ayrıca, talep eğrisinin yukarı doğru kaymasının boyutunun, halka arzın belirsizliğinin derecesine bağlı olduğunu belirtmişlerdir.

Gao ve Ritter (2010) pazarlamanın, özellikle belirsizliği yüksek pay senetleri için yeni pay senedi talebini etkilediğini ifade etmişlerdir. Bu nedenle, pazarlamanın belirsizliği yüksek olan pay senetleri üzerinde daha büyük bir fiyat etkisine sahip olmasını beklemenin mantıklı olduğunu savunmaktadırlar.

Onaylama /İnceleme Fonksiyonu

Halka arz piyasalarında asimetrik bilgiyi azaltmanın bir yolu aracı kuruluş hizmetlerinden faydalanmaktır. Michaely ve Shaw (1994)'e göre aracı kuruluş itibarı, bilgi sahibi olmayan yatırımcılarla bilgilendirilmemiş kurumsal yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgiyi azaltacaktır. Bu durumda yatırımcıların düşük fiyatlandırmadan yararlanmasına neden olabilecektir.

Booth ve Smith (1986)'e göre onaylama, aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen önemli bir işlemdir. Aracı kuruluşlar halka arza aracılığı kabul ettiklerinde pay senedinin kalitesini onaylamaktadırlar. Yatırımcılar, yüksek itibarlı aracı kuruluşun onaylama rolünü anlamadıkları takdirde hem halka arzda hem de sonrasında fazla ödeme yapacaklardır. Bu durum gelecek halka arzların performanslarının düşük olmasına neden olabilecektir.

Halka arz olan şirketin değeri, şirkete ait özel bilgilerdir. Carter ve Manaster (1990), aracı kuruluşların şirketlerin değerlerini tahmin etme ve bu bilgiyi yayım belgesi vasıtasıyla iletme kabiliyeti, yeteneklerine göre değişiklik göstermektedir. Yüksek itibarlı aracı kuruluşlar ihraç edilen şirketlerin ikincil piyasa değerinin dağılımını belirleme konusunda tecrübelidirler (yani inceleme). Carter ve diğerleri (1998), aracı kuruluşun inceleme yeteneğinin, yüksek itibarlı aracı kuruluşlar tarafından piyasaya sunulan halka arzın üstün performansından sorumlu olabileceğini ileri sürmektedirler. Bu nedenle, yüksek itibarlı aracı kuruluşlar ilk halka arzları iyi bir iş modeli ile inceleyip onaylamaktadır. Bu da aracı kuruluşun itibarı ile uzun vadeli anormal getiriler arasında pozitif bir korelasyona neden olabileceğini göstermişlerdir.

Onaylama ve incelemenin yatırımcı talebi üzerindeki etkisi, talep eğrisinin esnekliğine bağlı olmaktadır. Bu nedenle, arbitraj riski yüksek veya belirsiz olan pay senetleri için onaylama incelemenin daha fazla fiyat etkisi olmaktadır. Yüksek belirsizliğe sahip pay senetleri arasındaki inceleme etkisinin güçlü olmasına yol açan unsurlardan birisi de bu payların değer kazanmasının zor olması ve inceleme yeteneğinin değerli olmasıdır.

Bilgi Üretme Fonksiyonu

Miller (1977)'e göre, kısa satış kısıtlamaları varlığında, bir şirketin fiyatı en iyimser yatırımcıların değerlemelerini yansıtmaya eğilimi gösterir ve yukarı yönlü olma eğilimi vardır. Bundan dolayı, yatırımcı inançlarında şirketin gerçek değeri ile ilgili sapmanın, kısa dönemde aşırı değerlendirme ve uzun dönem performansında düşüklüğüne neden olduğunu tespit etmiştir. Daniel ve diğerleri (1998), aşırı tepkinin, yatırımcının özel bilgilerinin doğruluğuna karşı aşırı güveninden kaynaklandığını ve bu aşırı değerlendirme daha sonra düzeldiğinde, aşırı değerli menkul kıymetlerin, uzun vadeli performansını kötü etkilediğini savunmaktadırlar. Hirshleifer (2001) ayrıca, bilgi veya kararlarına ilişkin geribildirim ertelendiği veya sonuçlandırılmadığında, bireylerin daha fazla güveniyor olma eğiliminde olduklarını belirtmektedir. Bir şirket hakkında bilgi az olduğunda ya da bir şirketin temelleri hakkında doğru geribildirim eksikliği olduğunda, yatırımcılar menkul kıymetleri değerlendirebilmek için önyargılara daha yatkındır. Sözü edilen modeller genel olmakla birlikte, halka arz için de geçerlidir. Özellikle, bir

şirketin gerçek içsel değerini ortaya çıkaran aracı kuruluşlar tarafından üretilen bilgilerin, yatırımcının davranışsal yanlılıklarını hafifletmesi ve halka arzın aşırı değerlendirilmesini azaltması beklenebilir (Aktaran: Dong ve diğerleri 2001, 224).

Bilgi üretimi yaklaşımı, yüksek bilgi üretimi olan halka arzların oldukça fiyatlı olmasını ve düşük bilgi üretimi olanların ise aşırı fiyatlandırılmasını ve anormal getiri oranlarının negatif olmasını önermektedir.

Dong ve diğerleri (2011), aracı kuruluş kalitesini ölçmek için; 1) yönetici aracı kuruluş sayısı, 2) aracı kuruluş derecelendirmesi ve 3) mutlak fiyat düzenlemesini kullanmışlardır. Yaptıkları çalışmada iki önemli sonuç elde etmişlerdir. Bunlardan birincisi, yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha iyi uzun vadeli performans öngördüğünü tespit etmişlerdir. İkincisi ise aracı kuruluş itibarının uzun vadeli performans üzerine etkisinin öncelikle yüksek belirsizliğe sahip halka arzlarda yoğunlaştığıdır.

Dunbar (2000) çalışmasında 1984-1995 yılları arasındaki halka arzları gerçekleştiren lider aracı kuruluşların pazar payı üzerindeki çeşitli faktörleri incelemiştir. Yüksek itibarlı aracı kuruluşların, halka arzın birinci gününde yapılan getiriler, bir yıllık anormal performans, anormal ücret, endüstri uzmanlığı, analist itibarı ve bitmiş halka arzlarla olan ilişkisinin pazar payı değişikliklerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucunu elde etmiştir. Yaptığı çalışmada örnekleminde yer alan halka arzların bir yıllık getirileri, tüm halka arzlarda -%3,40 olarak gerçekleşirken yüksek itibarlı aracı kuruluşlarda bu oran %4,70 olarak tespit edilmiştir.

Chemmanur ve Fulghieri (1994) modellerinde halka arz şirketlerini iyi ve zayıf durumda olmak üzere ikiye ayırmaktadırlar. Aracı kuruluşlar itibar kaygısı ile durumu iyi olduğuna inandıkları şirketlerin halka arzına aracılık ederek itibarlarını korudukları ve arttırdıklarını iddia etmişlerdir. Dunbar (2000)'a göre aracı kuruluşların halka arz ettikleri pay senetlerinin uzun dönemli getirilerinin pozitif olması aracı kuruluşun itibarını artırmaktadır. Dunbar, iyi durumda olan halka arz şirketlerinin, uzun dönemde de pozitif getiri getirdiğini elde ettiği sonuçlarla desteklemiştir. Ayrıca, halka arz fiyatının düşük fiyatlandırıldığı payların uzun dönemde pozitif getiri, bunun aksine yüksek fiyatlandırılan payların ise uzun dönemde negatif getirdiğini iddia etmiştir.

Carter ve diğerleri (1998) çalışmalarında, 1979-1991 yılları arasında gerçekleşen 2292 halka arzın uzun dönem performansını incelemiştir. Aracı kuruluş itibarı ve uzun dönem performansını içeren araştırmalarının sonucunda; yüksek itibarlı aracı kuruluşlarda -%12,63, itibarlı aracı kuruluşlarda -%26,11 ve düşük itibarlı aracı kuruluşlarda da -%33,77'lik negatif getiri tespit etmişlerdir. Aracı kuruluş itibarının halka arzların uzun dönemli performansları üzerinde etkisinin olduğunu iddia etmişlerdir.

Michaley ve Shaw (1994) halka arzların uzun dönem performansına ilişkin kabul görmüş bir teori olmadığını belirtmişlerdir. Yüksek itibarlı aracı kuruluşların halka arz edecekleri şirketleri seçerken uzun dönemde en az düşük getiriye sağlayabilecek olanları tercih etmelerinin makul bir varsayım

olacağını açıklamışlardır. Aracı kuruluş itibarı ile halka arz performansı arasındaki bağlantı, yüksek itibarlı aracı kuruluşların halka arzdan sonraki iki yıl içinde daha iyi performans göstermesi ile kanıtlanmıştır. Yüksek itibarlı aracı kuruluşlar tarafından yönetilen halka arzların, düşük itibarlı aracı kuruluşlar tarafından yönetilen halka arzlara göre uzun dönemde daha iyi performans sergilediğini iddia etmişlerdir (Michaley ve Shaw 1994, 315).

Jain ve Kini (1999) çalışmalarında 1976-1990 yılları arasındaki halka arzların uzun dönem performansları ile aracı kurum itibarı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. İncelemelerinin sonucunda halka arzdan sonraki 3 yıl içindeki getiriler; yüksek itibarlı aracı kuruluşlarda -%8,72, düşük itibarlı aracı kuruluşlarda -%34,61 olarak gerçekleşmiştir. 5 yıllık getirileri ise sırasıyla, -%5,56 ve -%54,09 olarak bulmuşlardır. Yüksek itibarlı aracı kuruluşların yaptıkları halka arzlarında, düşük itibarlı aracı kuruluşlara göre daha iyi performans gösterdiklerini tespit etmişlerdir. Elde ettikleri sonuçlar, yüksek itibarlı aracı kuruluşların düşük itibarlılara oranla şirketlere daha iyi danışmanlık hizmeti sundukları hipotezi ve halka arz piyasalarındaki üçüncü parti izleme ve yönlendirme etkisi ile uyumlu bulunmuştur.

Aracı kuruluşlar, halka arz edilen şirketler için; pazarlama, fiyatlandırma ve dağıtım hizmetleri sunmaktadırlar. Bu faaliyetlerini, halka arz öncesi ve sonrasında gerçekleştirirler. Logue ve diğerleri (2002) çalışmalarında, aracı kuruluş faaliyetlerini önceki deneysel çalışmalardan farklı olarak, ardışık, entegre bir faktör olarak değerlendirmişlerdir. Ayrıca, aracı kuruluş itibarının, yatırımcıların bir ihraççının niteliği ve uzun vadeli beklentileri hakkındaki fikirlerini etkileyebileceği için, aracı kuruluş itibarını ve piyasa faaliyetleri arasındaki ilişkiyi ve kısa vadeli ve uzun vadeli yatırımcı getirileri üzerindeki etkilerini araştırmışlardır.

Logue ve diğerleri (2002), 1988-1995 yıllarında halka arz olan 3753 şirketin, 1, 3 ve 6 aylık ile 1-3 yıllık performanslarını incelemişlerdir. Çalışmalarında aşağıdaki sonuçları elde etmişlerdir:

- Bir aracı kuruluş itibarının ve çeşitli alım satım faaliyetlerinin yatırımcı getirilerine artan katkılarını ölçmek için yol analizi olarak bilinen bir metodoloji kullanmışlar ve önceki halka arzlarda başarılı bir performans sergileyen bir aracı kuruluş itibarının, mevcut halka arz pazarlaması üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bu incelemelerinden, ilk halka arzdaki kontrol ve bilgi problemlerinin çözümünde piyasa faaliyetleri ve aracı kuruluş itibarının belirleyici bir rolü olduğuna ilişkin kanıtlar elde etmişlerdir.

- Halka arz öncesi aracı kuruluş faaliyetlerinin düşük fiyatlandırmanın en önemli belirleyicisi olduğunu tespit etmişlerdir. Bunun da yatırımcıların rasyonel dengeye verdikleri tepkiyi belirlemede, aracı kuruluşun fiyatlama ve pay dağıtım kararlarında önemli bir rol oynadığını belirtmişlerdir.

- Yüksek itibarlı aracı kuruluşların halka arz süreci boyunca fiyatları yukarı doğru ayarlama ihtimalinin daha yüksek olduğunu da düşünmektedirler. Bu durumun, aracı kuruluş itibarının halka arz öncesi aracı kuruluş faaliyetlerini kolaylaştırdığını ortaya koymuşlardır. İtibar, bir aracı kuruluş için

daha fazla iş yaratmaya (ve dolayısıyla daha yüksek ücretlere) yardımcı olduğu için değerlidir. Halka arz olan şirketler, aracı kuruluşlara itibarları için ücret ödemeye isteklidirler. Çünkü itibarın, aracı kuruluşun halka arz öncesi faaliyetlerinde etkili olmasını sağlayarak ihraççıların etkin bilgi ve kontrol problemlerinin çözümünde faydalı olabileceğini vurgulamışlardır.

- Aracı kuruluş itibarı ile halka arzın uzun dönem performansı arasında önemsiz doğrusal bir ilişki bulunmuşlardır. Aracı kuruluş itibarının, uzun dönemli getiriler üzerinde oldukça sınırlı bir etkisi bulunmaktayken, aracılık yüklenim faaliyetlerinin kısa, orta ve uzun dönemdeki performansta önemli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu bulgu, aracı kuruluş itibarını ve ihraç tarihindeki yatırımcı getirileri arasında negatif, uzun vadeli getiriler ile aracı kuruluş itibarı arasındaki pozitif bir ilişki olduğunu bildiren daha önceki çalışmadan farklıdır (örneğin, Beatty ve Ritter 1986, Carter ve Manaster 1990 ve Carter, Dark ve Singh 1998).

3. Veri Seti ve Yöntem:

Bu çalışmada kullanılan veri seti, Ocak 1993 ile Aralık 2017 yılları arasında gerçekleşen 306 halka arzı içermektedir. İlgili dönemde 336 halka arz gerçekleşmiş olup bunlardan 28 tanesi şirket ile ilgili verilerdeki eksiklikler nedeniyle inceleme dışı bırakılmıştır. Halka arz karakteristiklerine ilişkin veriler; arz tarihi, arz oranı, arz olunan pay senedi sayısı, arz hasılatı, başlangıç fiyat aralığı, fiyat toplama süresi, satış yöntemi, halka arz yöntemi, aracı kuruluş ve aracı kuruluşların sirkülerdeki yerleri, arz olunan şirketin ortaklık yapısı, yaşı, döviz kuru BİST yayınlanan halka arz izahnamelerinden alınmıştır. Toplanan talep miktarları, ihraç fiyatları, pay senedi tahsis oranları halka arz verilerinden, ikincil piyasa endeks ve pay senedi kapanış fiyatları ise Borsa İstanbul'un veri tabanından elde edilmiştir.

Aracı kuruluş itibarını ölçmek için alanda yaygın olarak kullanılan Megginson-Weiss Sıralama Yöntemi (1991) ve Carter-Manaster (1990) Sıralama Yöntemi kullanılmıştır. Araştırmada ayrıca aracı kuruluş itibarını ölçmek için yeni bir model oluşturulmuştur.

Çalışmada birden fazla bağımsız değişken bulunması nedeniyle çoklu regresyon modelleri oluşturulmuştur. Regresyon modelinde kullanılacak bağımsız değişkenler ise %90 güven aralığında stepwise least squares yöntemi ile tespit edilmiştir. Çoklu doğrusal bağlantının olup olmadığını Variance Inflation Factor testi ile otokorelasyon olup olmadığı ise Durbin-Watson ile test edilmiştir. Hata varyanslarının eş dağılıp dağılmadığı test etmek için White testi uygulanmıştır.

3.1. Aracı Kuruluş İtibarı

Aracı kuruluş itibarı için çalışmada kullanılan sıralama yöntemleri şu şekilde özetlenebilir:

- **Carter – Manaster İtibar Modeli (1990)**

Carter ve Manaster (1990)'ın aracı kuruluşların itibarını sıralamak için kurdukları modelde halka arz ilanlarında yer alan aracı kuruluş sıralamasını dikkate almışlardır. Bu ölçüde dokuz en itibarlı aracı

kuruluşlar (ilanda en üstte) için en yüksek seviye, sıfır ise itibarı en düşük aracı kuruluşlar (ilanda en altta) için en aşağı seviyedir.

Carter-Manaster sıralaması oldukça yaygın kullanılmasına rağmen bazı sorunlarda söz konusudur. Bunlardan ilki sıralamanın tamsayı değerli olmasıdır. Aynı değeri alan (örneğin 9) iki aracı kuruluşun aynı olmayan itibarlarını ayırmak bu sıralamaya göre zor olabilmektedir. İkincisi, halka arz ilanında oldukça katı bir hiyerarşi bulunmaktadır. Örneğin, ilanda 9 sıralamasına sahip bir aracı kuruluş, 8 ve/veya daha düşük bir sıralamaya sahip bir aracı kuruluşla aynı yerde olamaz. Üçüncüsü, yapılan halka arzın, nominal değerine, hasılatına bakılmaksızın ilandaki sırasına göre numaralandırılmasıdır. Örneğin, oldukça yüksek nominal değerli bir halka arzda 7 değerini alan bir aracı kuruluş ile düşük nominal değerli bir halka arzda ilk sırada olan aracı kuruluşun 9 değerini alması durumunda aracı kuruluşların itibarları açısından yanıltıcı olabilmektedir.

Araştırmada, Carter-Manaster itibar sıralaması, halka arz izahnamesindeki aracı kuruluşların sırasına göre oluşturulmuştur. Bazı izahnamelerde aracı kuruluşlar harf sırasına göre yerleştirildiğinden, sıralama yapılırken aracılık yüklenimleri dikkate alınmıştır. Aracı kuruluşlar, izahnamedeki yerleri karşılaştırılarak bu on ölçüden birine yerleştirilmiştir.

- **Megginson-Weiss İtibar Modeli (1991)**

Megginson-Weiss (1991) aracı kuruluş itibar sıralamasında, halka arzlardaki toplam satış hasılatlarını dikkate almıştır. Megginson-Weiss itibar sıralaması pazar payına dayandığı için sıralama ve güncelleştirilmesinin kolay olması bir avantajdır. Bu sıralamanın dezavantajı, aracı kuruluşun itibarı ile pazar payının eşdeğer olduğu varsayımına dayanmaktadır ki bu gerçekçi değildir. Bir diğer dezavantajı ise sıralamada lider, eş lider veya tek başına aracılık yapan aracı kuruluşların yaptığı halka arzlar dikkate alınmakta diğerleri sıralamaya alınmamaktadır.

Bu çalışmada, sıralama yapılırken halka arzdaki konsorsiyum lideri veya tek başına aracılık yapan aracı kuruluşa hasılatın tümü; eş lider pozisyonunda olduğunda da satış hasılatının yarısı kadar bir tutar dikkate alınarak, her bir aracı kuruluş aracılığıyla gerçekleşen toplam satış hasılatları hesaplanmıştır. Her bir aracı kuruluş için hesaplanan toplam satış hasılatı, aynı dönemdeki toplam halka arz hasılatı ile karşılaştırılarak aracı kuruluş itibar sıralaması yapılmıştır.

- **Küçükkocaoğlu-Çakır İtibar Modeli (2017)**

Bu çalışmada aracı kuruluş itibar sıralaması ile ilgili yeni bir yöntem oluşturulmuştur. Bu yöntem, Carter-Manaster ve Megginson-Weiss aracı kuruluş itibar sıralamasında görülen bazı eksiklikleri göz önünde bulundurarak yeni bir değerlendirme açısı oluşturmaktadır. Araştırma modelinin diğer yöntemlerden farkı kısaca şöyle açıklanabilir:

Halka arz tek bir aracı kuruluş tarafından gerçekleştirilebileceği gibi birçok aracı kuruluşun oluşturduğu bir konsorsiyum tarafından da gerçekleştirilebilir. Bu durumda konsorsiyum lideri ve bir

veya birden çok eş lider ve üyelerden oluşabilmektedir. Aracılık sözleşmesinde liderin, eş liderin ve üyelerin verecekleri hizmetler ve yükümlülükleri belirlenmektedir. Konsorsiyum üyeleri de lider ve eş lider gibi ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını pazarlamakla yükümlüdürler. Halka arzın başarısında veya başarısızlığında onlarda itibarlarını ortaya koymaktadırlar. Bundan dolayı bu yöntemde konsorsiyum üyelerinin her birine 0,5 puan, aldıkları sorumluluk ve yükümlülükler göz önüne alınarak eş liderlere 1 puan verilmiş bunların toplamı lidere yüklenmiştir. Tek başına aracılık yapan kuruluşa ise elde edilen halka arz hasılatına göre bir önceki veya bir sonraki yılda eşdeğer hasılatındaki puan verilmiştir. Bunların dışındaki halka arzlarda (konsorsiyum veya tek başına aracılık yapılmayan) ise halka arza katılan aracı kuruluşların her birine 0,5 puan verilmiştir. Böylelikle diğer iki yöntemdeki, önceki bölümlerde açıklanan eksikliklerin giderilmesi ve halka arzı gerçekleştiren tüm aracı kuruluşların itibar ölçümünün nesnel bir şekilde değerlendirilebilmesi mümkün olmaktadır.

3.2. Piyasa Karakteristikleri

Araştırmada halka arz performansına etki eden piyasa karakteristikleri ve hesaplamaları şu şekildedir:

Pay senetlerinin halka arz fiyatının gerçek değerinin altında (düşük fiyatlandırma) veya üstünde (yüksek fiyatlandırma) tespit edilip edilmediğini belirlemek için kullanılan yöntemlerden biri pay senetlerinin ikincil piyasadaki getirisine bakmaktır. Senetlerin getirisi halka arz fiyatıyla borsada işlem görmeye başladığı ilk gün/hafta/ay sonundaki ve yıllık fiyat değişimi olarak tanımlanmıştır.

İlk Gün Getirisi: Pay senedinin halka arzdan sonra borsada işlem gördüğü ilk gün elde edilen getiridir. Bir numaralı denklemle ham getiriler elde edilmiştir:

$$\dot{I}GG = \frac{P_T - P_{T-1}}{P_{T-1}} \quad (1)$$

İlk Ay Getirisi: Pay senedinin halka arzdan sonra borsada işlem gördüğü ilk ay elde edilen getiridir. İki numaralı denklemle ham getiriler elde edilmiştir:

$$\dot{I}AG = \frac{P_{T30} - P_{T-1}}{P_{T-1}} \quad (2)$$

Bu şekilde hesaplanan getiriler ham getiri olup piyasadaki genel ivmeyi de içermektedir. Getirilerin piyasanın genel hareketinden arındırılması amacıyla aynı dönemde BİST Bileşik Endeksi'ndeki getiriler hesaplanmış ve piyasaya göre düzeltilmiş getirilerle (market adjusted returns) hesaplanan bu getirilerden endeksteeki getiriler çıkarılarak ulaşılmıştır.

$$\dot{I}GGD = \frac{P_T - P_{T-1}}{P_{T-1}} - \frac{I_T - I_{T-1}}{I_{T-1}} * 100 \quad (3)$$

Anormal Getiri: bir şirketin pay senetlerinin t gününde gerçekleşen getirisi ile t gününde piyasa getirisi arasındaki farktır. Dört numaralı denklemle anormal getiriler elde edilmiştir.

$$AR_{i,t} = R_{it} - R_{Pg} \quad (4)$$

Piyasa Getirisi: BİST birleşik endeksinin halka arzdan önceki kapanışı ile borsada işlem gördüğü ilk gün elde edilen getiridir. Beş numaralı denklemle ham getiriler elde edilmiştir:

$$PG = \frac{I_T - I_{T-1}}{I_{T-1}} \quad (5)$$

Uzun Dönem Getirisi: İlk halka arzlarda uzun dönem getiriler hesaplanırken iki farklı yöntem kullanılmıştır. Yöntemlerden biri, çalışmalarda en fazla uygulama alanı bulan Kümülatif Anormal Getiri yöntemi (CAR), diğeri ise Satın Al Elde Tut (BHR) yöntemidir. Bu çalışmada her iki yöntemde kullanılarak ilk halka arzın uzun dönem performansı incelenmiştir.

Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return, CAR), bir yatırımın değerini tanımlamak için kullanılan finansal bir terimdir ve belirlenmiş bir pay senedi veya portföyün belirli bir zaman periyodundaki bütün anormal getirilerinin toplamı olarak ifade edilir. Yapılan çalışmalarda pay senetlerinin uzun dönemli getirileri kümülatif anormal getiriler yöntemi (CAR) ile hesaplanmakta olup, örneklem aralıkları genellikle 3 yıldır.

Kümülatif Anormal Getiri (CAR) verileri altı numaralı denklemle elde edilmiştir:

$$CAR_{i,pm} = \sum_{t=1}^{36} AR_{i,pm} \quad (6)$$

Satın al elde tut yöntemi (Buy-Hold-Return, BHR), yatırımcının pay senetlerini satın aldığı ve piyasada oluşan dalgalanmaları dikkate almadan uzun bir süre elinde tuttuğu pasif bir yatırım stratejisidir. Pay senetlerinin borsada işlem görmeye başladıkları günü takip eden 60 aylık dönem alınmıştır. Satın al elde tut yöntemine göre hesaplanan getiriler çalışmada, elde tutma getirisi olarak ifade edilmiş olup örneklem aralığı 5 yıldır. Veriler yedi numaralı denklemle elde edilmiştir:

$$BHR = \prod_{t=1}^{60} (1 + G_t) \quad (7)$$

3.3. Halka Arz Karakteristikleri

Çalışmada halka arza konu olan öz sermayenin kaynağı, halka arz fiyatının tespiti, halka arz oranı, halka arz hasılatı ve aracılık anlaşması türü halka arz karakteristiği göstergeleri olarak kullanılmıştır.

Halka arza konu olan özsermayenin kaynağı:

BİST'deki halka arzlar iki şekilde sınıflandırılmaktadır; birincisi mevcut ortakların yeni pay alma haklarının kısıtlandığı yeni pay senedi ihracı yoluyla sermaye artırımı, ikincisi ise mevcut ortakların ellerindeki pay senetlerinin halka arzıdır. Halka arza konu olan öz sermaye kaynağı sütununda kukla değişken kullanılmış olup, halka arzın mevcut pay senetlerinin satışından yapıldığı durumlarda kukla değişkene 1, yeni pay senedi arzıyla yapıldığı durumlarda ise 2 değeri ve iki satışın beraber yapıldığı durumlara da 3 değeri verilmiştir.

Halka arz oranı:

Pay senetlerinin halka arz edilen kısmını gösteren orandır.

Halka arz hasılatı:

Halka arzdan sağlanan hasılatın enflasyondan arındırılmış (1993=100) halidir. İstatistiksel testlerde bu rakamların doğal logaritmaları kullanılmıştır.

Aracılık anlaşması türü:

BİST’de bakiyeyi yüklenim ve en iyi gayret adı altında kullanılan iki tür aracılık anlaşması mevcuttur. En iyi gayret anlaşmasında aracı kuruluş, ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede belirtilen satış süresi içinde satışına aracılık etmekte, satılmayan kısmın ise şirkete veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere devretmektedir. Bakiyeyi yüklenim anlaşması ile aracı kuruluş, sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışa sunulmasının ve satılmayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın almaktadır. Aracılık anlaşması türü sütununda kukla değişken kullanılmış olup aracılık anlaşmasının bakiyeyi yüklenim olduğu durumda kukla değişkene 1, en iyi gayret olduğu durumda 2, kısmen bakiyeyi yüklenim durumunda 3 ve bakiyeyi yüklenimle en iyi gayret aracılığı yöntemlerinin beraber kullanılması durumunda da 4 değeri verilmiştir.

Satış yöntemi;

Halka arz piyasasında, aracı kuruluşlara ve halka arz olunan şirketlere üç seçenek sunulmaktadır:

- a. Talep Toplama Yöntemleri (Sabit Fiyatla Talep Toplama, Fiyat Aralığı ile Talep Toplama)
- b. Borsada Satış
- c. Talep Toplamaksızın Satış

Sabit fiyatla talep toplama yönteminde, halka arz olunan pay senetlerinin satış fiyatı yatırımcılar tarafından önceden bilinmektedir. Fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde ise halka arz fiyatı yatırımcılar tarafında önceden bilinmemektedir. Yalnızca bir alt limit (fiyat aralığı) bilinir ve bu alt limitin üzerinde gelen teklifler kabul edilir. Pay senetlerinin borsada satış yöntemiyle halka arzı, SPK’nın uygun görüşü üzerine BİST’nin mevzuatı doğrultusunda gerçekleştirilir. Satış, belirlenen bir aracı kuruluş aracılığı ile öncelikle borsa’nın “birincil piyasasında” gerçekleştirilir. Bu piyasada halka arz olunan pay senetlerini alan yatırımcılar, bu pay senetleri ile ilgili işlem yapabilmek için ikincil piyasada işlem görmesini beklemek zorundadırlar. Satış yöntemi için kukla değişken kullanılmış olup borsada satış yöntemine 1, sabit fiyatla talep toplama yöntemine 2, fiyat aralığı ile fiyat toplama yöntemine 3 değeri verilmiştir.

3.4. Halka Arz Olunan Şirket Karakteristikleri

Şirketin yaşı, toplam borcu, sermayesi ve net satışları halka arz olunan şirket karakteristiği göstergeleri olarak kullanılmıştır.

Şirketin yaşı:

Halka arz tarihi itibarıyla şirketin yaşını ifade etmektedir.

Toplam borç:

Halka arzdan önceki yıldaki şirketin toplam borçlarının defter değerini ifade etmektedir. Toplam borçların enflasyon etkisini gidermek için bütün rakamlar 1993=100 bazında hesaplanmış ve rakamların doğal logaritması kullanılmıştır.

Net satışlar:

Halka arzdan önceki yıldaki şirket net satışlarının defter değerini ifade etmektedir. Enflasyon etkisini gidermek için bütün rakamlar 1993=100 bazında hesaplanmış ve rakamların doğal logaritması kullanılmıştır.

Varlık:

Halka arzdan önceki yıldaki şirketin varlığının defter değerini ifade etmektedir. Enflasyon etkisini gidermek için bütün rakamlar 1993=100 bazında hesaplanmış ve rakamların doğal logaritması kullanılmıştır.

Sermaye:

Halka arzdan önceki yıldaki şirketin ödenmiş sermayesinin defter değerini ifade etmektedir. Sonuçların yanlış değerlendirilmesine yol açabilecek enflasyon etkisini gidermek için bütün rakamlar 1993=100 bazında hesaplanmış ve rakamların doğal logaritması kullanılmıştır.

4. Bulgular

Çalışmada birden fazla bağımsız değişken bulunması nedeniyle çoklu regresyon modeli kullanılmış olup değişkenler ise adım adım en küçük kareler yöntemi ile %90 güven aralığında tespit edilmiştir. EKK yöntemi, yapılacak olan ekonometrik analizdeki bazı varsayımlara sahip olması durumunda güvenilir tahminler verdiği için bu çalışmada EKK yöntemi tercih edilmiştir.

EKK yönteminin kullanıldığı regresyon modelinin kısa dönem getirisi bağımlı değişken; aracı kuruluş itibarı, halka arz karakteristikleri, halka arz olan şirket karakteristikleri ve piyasa karakteristikleri bağımsız değişkenlerdir. Araştırmanın testleri, %90, %95 ve %99 güven aralığı düzeyinde uygulanmıştır. Modelin genel denklemi aşağıda verilmiştir.

Kısa dönem getirisi = $\alpha + \beta_1$ aracı kuruluş itibarı + β_2 halka arz karakteristikleri (sermayenin kaynağı, oranı, hasılat, aracılık türü, satış yöntemi) + β_3 şirket karakteristikleri (yaş, sermaye, borç, net satışlar, varlık) + β_4 piyasa getirisi + ϵ

Tablo 1. Aracı Kuruluş İtibarının Halka Arzın Kısa Dönem Performansına Etkisi

Regresyon Denklemleri	Katsayı	Carter-Manaster	Megginson-Weiss	Küçükkocaoğlu-Çakır	YAS	Piyasa	Sermaye	F	Adj R ²
1	0.039** (2.168)	0.0007* (1.66)						2.766	0.0058
2	0.0364 (1.162)		-0.0048 (0.542)					0.293	-0.004
3	0.0852*** (5.73)			-0.018** (-1.89)				3.573	0.008
4	-0.0383 (-0.802)	0.184 (1.320)			0.001** (2.072)	0.449*** (4.77)	1.93 (1.123)	8.541	0.093
5	-0.0441 (-1.230)		-0.0153* (-1.70)		0.001** (2.31)	0.305*** (2.82)	3.01* (1.70)	4.67	0.071
6	0.0453*** (2.45)			-0.020*** (-2.04)	0.017*** (2.49)	0.397*** (4.084)	2.72** (1.53)	9.22	0.101

Anlamlılık seviyeleri %10 için *, %5 için ** ve %1 için *** olarak belirtilmiştir.

Çalışmada, aracı kuruluş itibarının halka arzın kısa dönem performansında etkisinin olup olmadığını incelenmiştir. Aracı kuruluş itibarı üç yöntemle incelemeye tabi tutulmuştur. İtibarların halka arzın ilk gün getirisine tek başına etkisi; Küçükkocaoğlu-Çakır %08 ve Carter-Manaster %06 olarak tespit edilirken Megginson-Weiss itibar sıralaması kısa dönem performansını tek başına açıklayamamıştır. İtibar, yaş, piyasa ve sermaye bağımsız değişkenleri ile birlikte regresyona tabi tutulduğunda; Carter-Manaster %9, Megginson-Weiss %0,7 ve Küçükkocaoğlu-Çakır ise %10 oranında bağımlı değişken ilk gün getirisine etki ettiği tespit edilmiştir. Bu çalışmada, yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha fazla düşük fiyatlandırma yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu sonuç, Beatty ve Welch (1996), Cooney ve diğerleri (2001), Loughran ve Ritter (2002 ve 2004) elde ettiği bulgularla uyumludur.

Halka arzın uzun döneminde yüksek itibarlı aracı kuruluşlar daha iyi getiri sağlarlar hipotezin testi için 1993-2012 yılları arasında gerçekleşen 272 halka arzın 3 yıllık getirisi için Kümülatif Anormal Getiriler yöntemi (CAR), 5 yıllık getirisi ise Satın Al Elde Tut (BHR) yöntemi hesaplanmış. Aracı kuruluş itibarları ise üç yöntemle hesaplanmış ve itibarlara göre halka arz getirileri karşılaştırılmıştır.

Otuzaltı aylık getiri= $\alpha + \beta_1$ aracı kuruluş itibarı + β_2 halka arz karakteristikleri(sermayenin kaynağı, oranı, hasılat, aracılık türü, satış yöntemi)+ β_3 şirket karakteristikleri (yaş, sermaye, borç, net satışlar, varlık)+ β_4 piyasa getirisi+ ϵ

Tablo 2. Arası Kuruluş İtibarının Halka Arzın 36 Aylık Getirisine Etkisi

Regresyon Denklemleri	Katsayı	Carter-Manaster	Megginson-Weiss	Küçükkocaoğlu-Çakır	Sermaye	F	Adj R ²
1	0.67*** (5.16)	0.007** (2.52)				6.40	0.01
2	0.50** (1.91)		-0.10 (-1.46)			2.14	0.007
3	1.36*** (15.41)			-0.08*** (-6.77)		45.90	0.15
4	3.89*** (9.46)	0.001 (0.63)			-0.18*** (-8.19)	35.63	0.23
5	3.06*** (5.38)		-0.07 (-1.10)		-0.15*** (-5.05)	13.56	0.15
6	3.71*** (10.07)			0.50*** (-4.03)	0.15*** (-6.71)	45.93	0.28

Anlamlılık seviyeleri %10 için *, %5 için ** ve %1 için *** olarak belirtilmiştir.

Halka arzın uzun dönem performansında aracı kuruluş itibarının etkisinin olup olmadığının tespiti için hipotezler oluşturulmuştur. Aracı kuruluş itibarı üç yöntemle incelemeye tabi tutulmuştur. İtibarların halka arzın otuzaltı aylık getirisine tek başına etkisi; Carter-Manaster sıralamasında %1, Megginson-Weiss %07 ve Küçükkocaoğlu-Çakır %15 olarak tespit edilmiştir. İtibar ve sermaye bağımsız değişkenleri ile birlikte regresyona tabi tutulduğunda; Carter-Manaster %23, Megginson-Weiss %15 oranında otuzaltı aylık getirisine etki ettiği tespit edilmiştir. Küçükkocaoğlu-Çakır ise %28 ile diğer yöntemlere göre otuzaltı aylık getiriyi daha fazla açıklamaktadır.

Altmış aylık getiri= $\alpha + \beta_1$ aracı kuruluş itibarı + β_2 halka arz karakteristikleri(sermayenin kaynağı, oranı, hasılat, aracılık türü, satış yöntemi)+ β_3 şirket karakteristikleri(yaş, sermaye, borç, net satışlar, varlık)+ β_4 piyasa getirisi+ ϵ

Tablo 3. Aracı Kuruluş İtibarının Halka Arzın 60 Aylık Getirisine Etkisi

Regresyon Denklemleri	Katsayı	Carter-Manaster	Megginson-Weiss	Küçükkocaoğlu-Çakır	Sermaye	F	Adj R ²
1	0.67*** (3.30)	0.07*** (2.47)				6.48	0.02
2	2.79*** (2.69)		0.07 (0.25)			0.06	-0.05
3	4.22*** (1.72)			-1.14*** (-5.95)		35.47	0.11
4	10.97*** (6.73)	0.02*** (2.09)			-0.56*** (-6.28)	24.53	0.16
5	13.23*** (5.69)		0.08 (0.31)		-0.62*** (-5.07)	12.91	0.13
6	11.29*** (7.61)			-0.97*** (-3.80)	-0.46*** (-4.95)	30.53	0.19

Anlamlılık seviyeleri %10 için *, %5 için ** ve %1 için *** olarak belirtilmiştir.

Aracı kuruluş itibarının halka arzın altmış aylık getirisine tek başına etkisi incelendiğinde; Carter-Manaster sıralamasında %2 olurken Küçükkocaoğlu-Çakır bu oran %11 olarak tespit edilmiştir. Megginson-Weiss itibar sıralaması tek başına altmış aylık getiriye açıklayamamıştır. Aracı kuruluş itibarları sermaye bağımsız değişkeniyle birlikte analiz edildiğinde; Carter-Manaster %16, Megginson-Weiss %13 açıklarken Küçükkocaoğlu-Çakır altmış aylık getiriye %19 oranında açıklamıştır. Bu çalışmada aracı kuruluş itibarının halka arzın uzun dönem performansına etkisinin kısa dönem performansına göre daha fazla olduğu görülmektedir. Başka bir deyişle yüksek itibarlı aracı kuruluşların yönettiği halka arzların, düşük itibarlı aracı kuruluşların yönettiği halka arzlara göre uzun dönemde daha iyi bir performans sergilediği tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular; Dong, Michel ve Pandes (2011), Carter ve diğerleri (1998), Dunbar (2000), Michaley ve Shaw (1994), Jain ve Kini (1999) elde ettiği bulgularla uyumludur. Logue ve diğerleri (2002) çalışmasında, aracı kuruluş itibarı ile halka arzın uzun dönem performansı arasında önemsiz doğrusal bir ilişki bulgusu ile uyuşmamaktadır.

5. SONUÇ

Halka arzın ilk gün getirisi ile aracı kuruluş itibarı arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Aracı kuruluş itibarı üç modelle hesaplanmış ve her model ayrı ayrı analiz edilmiştir. Megginson-Weiss aracı kuruluş itibar modelinin, halka arzın kısa dönem performansı üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir. Küçükkocaoğlu-Çakır ise %08 ve Carter-Manaster %06 oranında açıklamıştır. Aracı kuruluş itibarı ile birlikte yaş, piyasa ve sermaye bağımsız değişkenleri denkleme dahil edildiğinde Carter-Manaster %9, Megginson-Weiss %0.7 ve Küçükkocaoğlu-Çakır %10 oranında ilk gün getirisini açıklamışlardır.

Megginson-Weiss aracı kuruluş itibar sıralama modellerinin ilk gün getirisini tek başına açıklayamamasının nedenleri şöyle sıralanabilir;

Model, ABD gibi gelişmiş piyasalarda uygulanabilirken modelde değişiklik yapılmadan gelişmekte olan piyasalarda uygulanabilirliği mümkün olmamaktadır. Çünkü Megginson-Weiss (1991) itibar modelinde, 4 yılda (1983-1987) 3 milyon ve 5 milyon dolar hasılatı sahip 320 girişim sermayesi şirketinin halka arzı incelenmiştir. BİST’de ise 25 yılda (1993-2015) gerçekleşen halka arz sayısı 334 tanedir. Diğer bir neden ise Megginson-Weiss (1991) modelinde aracı kuruluş itibar sıralaması yapılırken sadece konsorsiyum ve tek bir aracı kuruluşun gerçekleştirdiği halka arzlar dikkate alınmıştır. İncelenen dönemde gerçekleşen 306 halka arzın 68 (%23) tanesi bu kısıtın dışında kalmaktadır. Hasılat açısından değerlendirildiğinde 1993 yılında toplam hasılatın %67’si, 1994 yılında %63’ü, 1995 yılında %73 gibi oranlar model açısından değerlendirme dışında tutulmuştur.

Aracı kuruluş itibarının halka arzın kısa vadeli performansında etkisinde elde edilen diğer bir sonuç ise yüksek itibarlı aracı kuruluşların gerçekleştirdiği 162 halka arzda elde edilen düşük fiyatlandırma %10, itibarlı aracı kuruluşlarda (101 halka arz) %6 ve düşük itibarlı aracı kuruluşlarda (71 halka arz) %8 olarak bulunmuştur. Verilerden elde edilen sonuç, yüksek itibarlı aracı kuruluşların halka arzlarında, düşük itibarlı aracı kuruluşlara göre daha düşük fiyatlandırma yapıldığını göstermektedir. Çalışmada elde edilen sonuçların ilgili yazın ile uyumlu olduğu görülmektedir.

Aracı kuruluş itibarının halka arzın uzun dönem performansına etkisinin analizinden elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir:

Bu çalışmada, BİST’de 1993-2012 yılları arasında yapılan 272 halka arzın uzun dönem performansları, 3 yıllık kümülatif anormal getiriler yöntemi CAR ve 5 yıllık birleşik getiri BHR yöntemi ile incelenmiştir. BİST’de yapılan geçmiş araştırmalar incelendiğinde sonuçlar arasında farklılıklar göze çarpmaktadır. Bunun nedenleri; incelenen dönemlerin farklılığı, yöntem farklılığı, sektörel incelemeler olarak sıralanabilir. Yapılan çalışmada aracı kuruluş itibarı ile halka arzın otuzaltı aylık ve altmış aylık getirileri arasındaki ilişki araştırılmış elde edilen sonuçlar aşağıda açıklanmıştır.

Aracı kuruluş itibarının halka arzın otuzaltı aylık getirisi üzerinde etkisi olduğu tespit edilmiştir. İtibarın halka arzın otuzaltı aylık getirisine tek başına etkisi; Carter-Manaster sıralamasında %1,

Küçükkocaoğlu-Çakır modelinde %15 olarak tespit edilmiştir. Megginson-Weiss sıralaması ise -%07 ile halka arzın otuzaltı aylık getirisini açıklayamamıştır. Otuzaltı aylık getiri, İtibar ve sermaye bağımsız değişkeni ile birlikte regresyona tabi tutulduğunda; Carter-Manaster %23, Megginson-Weiss %15 oranında etki ettiği tespit edilmiştir. Küçükkocaoğlu-Çakır ise %28 ile diğer yöntemlere göre otuzaltı aylık getiriyi daha fazla açıklamaktadır.

Aracı kuruluş itibarının halka arzın altmış aylık getirisine tek başına etkisi incelendiğinde; Carter-Manaster modelinde %2 olurken Küçükkocaoğlu-Çakır modelinde bu oran %11 olarak tespit edilmiştir. Megginson-Weiss itibar modeli tek başına altmış aylık getiriyi açıklayamamıştır. Altmış aylık getiriler, aracı kuruluş itibarları ve sermaye bağımsız değişkeniyle birlikte analiz edildiğinde; Carter-Manaster %16, Megginson-Weiss %13 açıklarken Küçükkocaoğlu-Çakır altmış aylık getiriyi %19 açıklamıştır.

Gelişmiş piyasalarda geçerli olan Carter-Manaster (1990) ve Megginson-Weiss (1991) aracı kuruluş itibar sıralama modelleri Türkiye gibi gelişmekte olan sermaye piyasalarında daha önce değinilen nedenlerden dolayı anlamlı sonuçlar vermemektedir. Bu çalışmada geliştirilen modelin gelişmekte olan sermaye piyasalarında daha anlamlı sonuçlar verdiği görülmektedir.

Bu araştırmanın sonuçları göstermektedir ki halka arzda hedeflenen başarıya ulaşmada diğer unsurlarla birlikte aracı kuruluşun itibarı da belirleyici temel unsurlardandır. Daha önce belirtildiği gibi, aracı kuruluşun itibarı geçmiş dönemdeki halka arz sayısı, boyutu, halka arzın pazar payı, başarılı halka arz yüzdesi, pazarlama ağı gibi çeşitli parametrelere bağlıdır. Bu parametreler sonraki halka arzlarda da başarı için göstergedir. Dolayısıyla şirketler halka arza başarı için seçeceği aracı kuruluşlarda bu göstergelere özen göstermektedir. Diğer bir deyişle, şirketler yüksek itibarlı aracı kuruluşları tercih etmelidir. Yatırımcılar da aracı kuruluşların geçmiş arzlardaki deneyimlerini, şirket değerini belirlemedeki yeteneklerini, aracı kuruluşun yüklendiği arzdaki seçiciliğini gözönüne alarak karar vermelidirler. Aracı kuruluşlar da hem şirketler açısından tercih edilir olma hem yatırımcı nezdinde itibarlarını korumak için kısa ve uzun vadede getirisi yüksek olacak halkla arzları yüklenmeyi itibarlarını korumak için tercih edeceklerdir.

KAYNAKÇA

- Beatty, R. and J. Ritter. 1986. "Investment Banking, Reputation, and The Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, 15.
- Booth, J., and R. L. Smith. 1986. "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 15.
- Bulut, H. İ. 2008. "Halka Arz Piyasalarında Yatırım Bankası İtibar Etkisi: Bir Literatür Değerlendirmesi", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 10 (3).

- Carter, R. and S. Manaster. 1990. "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *The Journal of Finance*, 45 (4).
- Carter, R., F. H. Dark ve A. K. Singh. 1998. "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks", *The Journal of Finance*, 53 (1).
- Chemmanur, T. J. ve K. Krishnan. 2011. "Heterogeneous Beliefs, IPO Valuation, and the Economic Role of the Underwriter in IPOs", August.
- Chemmanur, T. J. ve P. Fulghieri. 1994. "Investment Bank Reputation, Information Production, And Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, 49 (1).
- Cooney, J. W., J. J. Bradford and A. K. Singh. 2004. "Who is ? A New Approach to Ranking U.S. IPO Underwriters".
- Cooney, J. W., A. K. Singh, R. B. Carter and F. Dark. 2001. "IPO Initial Returns and Underwriter Reputation: Has the Inverse Relation Flipped in the 1990s?", Working Paper, University of Kentucky.
- Dolvin, S. D. 2005. "Market Structure, Changing Incentives, and Underwriter Certification", *The Journal of Financial Research*.
- Dong, M., J. S. Michel and J. A. Pandes. 2011. "Underwriter Quality and Long-Run IPO Performance", *Financial Management*.
- Dunbar, C. G. (2000). "Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share", *Journal of Financial Economics*, 55.
- Fernando, C. S., A. D. May, and W. L. Megginson. 2012. "Underwriter Compensation and the Returns to Reputation".
- Gao, X. and J. R. Ritter. 2010, "The Marketing of Seasoned Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, 97.
- Jain, B. ve M. Kini. 1999. "The Life Cycle of Initial Public Offering Firms", *Journal of Business and Accounting*, 26(9).
- Jiao, J. ve X. Guo. 2010. "Do Chinese Underwriters Grandstand To Attract More Firms When They Are Ready To Go Public?", Umea School of Business.
- Katti, S. ve B.V. Phani. 2016. "Underpricing of Initial Public Offerings: A Literature Review", *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4(2).
- Liu, X. ve J. R. Ritter. 2011. "Local Underwriter Oligopolies and IPO Underpricing", <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1512554>.
- Logue, D. 1973. "On The Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969", *Journal of Financial and*

Quantitative Analysis, June.

Logue, D. E., R. J. Rogalski, J. K. Seward and L. Foster. Johnson Source. 2002. "What Is Special about the Roles of Underwriter Reputation and Market Activities in Initial Public Offerings?", The Journal of Business, 75(2).

Loughran, T. and J. R. Ritter. 2004. "Why has IPO Underpricing Changed Over Time?", Financial Management, 33.

Mc Donald, J. G. ve A. K. Fisher. 1972. "New Issue Stock Price behavior", The Journal of Finance, 3.

Meggison, W. and K. Weiss. 1991. "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", Journal of Finance, 46.

Michaely, R. and W. H. Shaw. 1994. "The Pricing Of Initial Public Offerings: Tests Of Adverse Selection And Signaling Theories", The Review of Financial Studies, 7.

Neuberger, B. M. ve C. A. La Chapelle. 1983. "Unseasoned New Issue Price Performance on Three Tiers: 1975-1980", Financial Management, 12(3).

Neuberger, B. M. ve C. T. Hammond. 1974. "A Study Op Underwriters Experience With Unseasoned New Issues", Journal Of Financial And Quantitative Analysis, March.

Razafindrambinina, D. ve T. Kwan. 2013. "The Influence of Underwriter and Auditor Reputations on IPO Under-pricing", European Journal of Business and Management, 5(2).

Tinic, S. M. 1988. "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", Journal of Finance 43.

EK 1: MEGGİNSON-WEİSS İTİBAR SIRALAMASI

ARACI KURULUŞLAR	MEGGİNSON-WEİSS
İŞ YATIRIM	2.75
GARANTİ	1.77
DENİZ YATIRIM	1.29
AKBANK	1.19
TSKB	1.17
GALATA	1.10
FİNANSBANK	0.87
GLOBAL	0.75
YAPI KREDİ	0.71
MEKSA	0.49
A1 CAPITAL	0.46
OYAK	0.41
HALK YATIRIM	0.35
GEDİK	0.33

YATIRIM FİNANSMAN	0.30
TEB	0.29
KOÇBANK	0.28
EVGİN	0.27
BİZİM MEN	0.25
DEMİR BANK	0.25
HSBC	0.19
İTER BANK	0.14
ETİ MENKUL	0.13
ŞEKER	0.11
KÖRFEZ BANK	0.09
ALTERNATİF BANK	0.07
NUROL	0.07
PAMUK BANK	0.06
FORTİS	0.06
VAKIF MK	0.06
EFG İSTANBUL	0.05
SÜMER BANK	0.04
DIŞ BANK	0.04
EKİNCİLER	0.04
ES BANK	0.04
ZİRAAT BANK	0.04
METRO	0.03
İKTİSAT	0.03
EGS YAT. BAN	0.02
KENT BANK	0.02
YATIRIM BANK	0.02
TERA	0.02
ABRO BANK	0.02
TACİRLER	0.02
BANK EKSPRES	0.02
TOPRAK	0.02
TEKSTİL BANK	0.02
TAİB YATIRIM	0.02
TEKFEN BANK	0.01
TURKİSH	0.01
C MENKUL	0.01
PİRAMİT	0.01
ALFA	0.01
ECZ MEN	0.00
KARON	0.00
İFO	0.00
GİSAD	0.00
PARK RAYMOND	0.00

EURO YAT	0.00
TAKSİM	0.00
ÜNİVERSAL	0.00
BUMERANG	0.00
PARK	0.00
EGEBANK	0.00
ATA	0.00
SINAI KALKINMA	0.00
T.KALKINMA BAN	0.00
TÜRK BOSTON	0.00
TÜTÜN BANK	0.00
GÜVEN MK	0.00
ACAR MK	0.00
CAMIŞ	0.00
SYKB	0.00
STRATEJİ	0.00
YAŞAR YAT	0.00
ŞAHİN	0.00
AKS	0.00
KALKINMA	0.00
RİVA	0.00
GENBORSA	0.00
AR MENKUL	0.00
İŞIKLAR	0.00
ALAN	0.00
GFC GENERAL	0.00
K YATIRIM	0.00
BENDER	0.00
İSTANBUL YAT	0.00
BAYINDIR	0.00
UB YATIRIM	0.00
SİTE	0.00
ANADOLU YAT	0.00
HAK MENKUL	0.00
MNG MENKUL	0.00
DUNDAS	0.00
ATAONLINE	0.00
DELTA	0.00
EVG	0.00
İTER	0.00
SABAH	0.00
BAŞKENT	0.00
SANKO	0.00
DÜNDAŞ	0.00

ÖNCÜ	0.00
AKDENİZ	0.00
TİCARET YAT	0.00
UNİCORN	0.00
KARE	0.00
BURGAN	0.00
PHILLIPCAPITAL	0.00
ASYA	0.00
ATIG YAT	0.00

EK 2: CARTER–MANASTER İTİBAR SIRALAMASI

ARACI KURULUŞLAR	PUANLAMA	CARTER&MANASTER SIRALAMA
İŞ YATIRIM	531	9
GLOBAL	495	9
GEDİK	495	9
GARANTİ	461	9
YATIRIM FİNANSMAN	428	9
FİNANSBANK	422	9
VAKIF MK	398	8
TSKB	386	8
ATA	366	8
AKBANK	359	8
TEB	306	8
OYAK	299	7
ECZ MEN	272	7
EKİNCİLER	268	7
YAPI KREDİ	255	7
MEKSA	247	6
TACİRLER	241	6
DENİZ YATIRIM	234	6
KÖRFEZBANK	233	6
İKTİSAT	219	6
HALK YATIRIM	216	6
DEMİRBANK	211	6
İTERBANK	205	6
ZİRAAT BANK	201	6
ATAONLİNE	198	5
TEKSTİLBANK	195	5
BİZİM MEN	194	5
ACAR MK	182	5
KOÇBANK	180	5
ALTERNATİFBANK	178	5
EVGİN	173	5
NUROL	164	5

RAYMOND	162	5
CAMIŞ	149	4
TURKİSH	147	4
ESBANK	141	4
ANADOLU YAT	138	4
HAK MENKUL	136	4
HSBC	132	4
DELTA	126	4
İNFO	123	4
ALFA	119	4
DIŞBANK	116	4
EGS YAT. BAN	115	4
ŞEKER	107	4
KENTBANK	98	3
ETİ MENKUL	98	3
STRATEJİ	97	3
KALKINMA	92	3
GFC GENERAL	84	3
SINAI KALKINMA	78	3
GALATA	78	3
FORTİS	70	3
SÜMERBANK	68	3
A1 CAPITAL	66	3
TEKFENBANK	64	3
ABRO BANK	59	2
EGEBANK	57	2
ÜNİVERSAL	57	2
TÜTÜNBANK	56	2
ALAN	54	2
C MENKUL	52	2
EKSPRES	51	2
YAŞAR YAT	48	1
EURO YAT	48	1
BAŞKENT	48	1
KARON	46	1
K YATIRIM	43	1
TERA	41	1
PARK	39	1
GENBORSA	36	1
IŞIKLAR	36	1
İNTER	36	1
SANKO	36	1
YATIRIMBANK	35	1
METRO	33	1
TOPRAK	31	1
MNG MENKUL	31	1

PAMUKBANK	30	1
GİSAD	27	1
BAYINDIR	26	1
ÖNCÜ	24	1
DÜNDAŞ	20	1
EFG İSTANBUL	20	1
SYKB	18	0
BURGAN	18	0
PİRAMİT	17	0
TAKSİM	15	0
GÜVEN MK	12	0
ŞAHİN	12	0
AKS	12	0
RİVA	12	0
BENDER	12	0
İSTANBUL YAT	12	0
SİTE	12	0
UNİCORN	12	0
PHILLIPCAPITAL	12	0
ATIG YAT	12	0
BUMERANG	9	0
TAİB YATIRIM	9	0
T.KALKINMA BAN	6	0
TÜRK BOSTON	6	0
AR MENKUL	6	0
UB YATIRIM	6	0
EVG	6	0
SABAH	6	0
AKDENİZ	6	0
TİCARET YAT	6	0
KARE	6	0
ASYA	6	0
DUNDAS	0	0

EK 3: KÜÇÜKKOCAOĞLU-ÇAKIR İTİBAR SIRALAMASI

ARACI KURULUŞLAR	YENİ YÖNTEM
İŞ YATIRIM	302
DENİZ YATIRIM	141.25
TSKB	125
GARANTİ	121
FİNANSBANK	117
OYAK	98
AKBANK	88.5
GLOBAL	79
BİZİM MEN	63.5
TEB	47
KOÇBANK	46.5
YAPI KREDİ	46
HALK YATIRIM	45
YATIRIM FİNANSMAN	42.5
GEDİK	41
VAKIF MK	39
KÖRFEZBANK	33.5
ATA	32.5
EVGİN	30
EKİNCİLER	28.5
MEKSA	27.5
ALTERNATİFBANK	27
İNTER	26.5
ŞEKER	25
ECZ MEN	24.5
HSBC	24
ZİRAAT BANK	21.75
TACİRLER	21.5
EGS YAT. BAN	21.25
DEMİRBANK	20.5
İKTİSAT	19
TURKİSH	19
TEKSTİLBANK	18
ATAONLINE	17.5

NUROL	17
PARK RAYMOND	17
ACAR MK	16.5
BANK EKSPRES	15.75
ANADOLU YAT	14
C MENKUL	14
A1 CAPITAL	14
CAMIŞ	13.5
ETİ MENKUL	13
HAK MENKUL	12.5
ESBANK	12
GALATA	12
DELTA	11.5
KENTBANK	11
İINFO	10.5
DIŞBANK	10
ALFA	9.5
STRATEJİ	9
TEKFENBANK	8
SÜMERBANK	8
T.KALKINMA BAN	7.5
ABRO BANK	7.5
GFC GENERAL	7.5
SINAI KALKINMA	7
EURO YAT	6.5
TERA	6.5
EGEBANK	6
FORTİS	6
ALAN	5.5
TÜTÜN BANK	5
ÜNİVERSAL	5
METRO	5
TAİB YATIRIM	5
YAŞAR YAT	4.5
K YATIRIM	4.5
BAŞKENT	4.5
GENBORSA	4
MNG MENKUL	4
PAMUKBANK	3.5
IŞIKLAR	3.5
KARON	3
SANKO	3
PARK	2.5
KALKINMA	2.5

RİVA	2.5
BAYINDIR	2.5
EFG İSTANBUL	2.5
TOPRAK	2
ÖNCÜ	2
YATIRIMBANK	1.5
SYKB	1.5
DÜNDAŞ	1.5
BURGAN	1.5
TİCARET BANK	1
GÜVEN MK	1
ŞAHİN	1
AKS	1
BENDER	1
İSTANBUL YAT	1
SİTE	1
GİSAD	1
UNİCORN	1
PHILLIPCAPITAL	1
ATIG YAT	1
TÜRK BOSTON	0.5
BUMERANG	0.5
AR MENKUL	0.5
UB YATIRIM	0.5
TAKSİM	0.5
SABAH	0.5
AKDENİZ	0.5
TİCARET YAT	0.5
POZİTİF	0.5
KARE	0.5
PİRAMİT	0.5
ASYA	0.5
OSMANLI	0.5
EVG	0