

**T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI**

**ARACI KURULUŞ İTİBARININ HALKA ARZ
PERFORMANSINA ETKİSİ**

DOKTORA TEZİ

NİMET ÇAKIR

KOCAELİ 2018

**T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI**

**ARACI KURULUŞ İTİBARININ HALKA ARZ
PERFORMANSINA ETKİSİ**

DOKTORA TEZİ

NİMET ÇAKIR

DOÇ.DR. HAKAN KAPUCU

T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE ve FİNANSMAN BİLİM DALI

ARACI KURULUŞ İTİBARININ HALKA ARZ PERFORMANSINA
ETKİSİ

(DOKTORA TEZİ)

Tezi Hazırlayan: Nimet ÇAKIR

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Karar ve No: 24.01.2018/03

Jüri Başkanı: Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Hakan KAPUCU

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Mine AKSOY KAVALCI

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Sibel FETTAHOĞLU

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Ebubekir AYAN

KOCAELİ 2018

İÇİNDEKİLER

ÖZET	vi
ABSTRAC	vii
KISALTMALAR	viii
TABLO LİSTESİ	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1. ARACI KURULUŞLAR	8
1.1.1. Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	9
1.1.2. Aracı Kuruluşların Yükümlülükleri	12
1.1.2.1. Faaliyetleri ile İlgili Yükümlülükler	13
1.1.2.1.1. Faaliyetler ile İlgili Genel İlke ve Esaslar	13
1.1.2.1.2. Müşteriye Risklerin Bildirilmesi Yükümlülüğü	13
1.1.2.1.3. Çerçeve Sözleşme İmzalama Yükümlülüğü	14
1.1.2.1.4. Müşteri Numarası ve Müşteri Hesapları	15
1.1.2.1.5. Kuruluşların İnternet Siteleri	15
1.1.2.1.6. Müşteri Sınıflandırması	17
1.1.2.1.7. Uygunluk Testi	17
1.1.2.2. Aracı Kuruluşlarının Şirket Olarak Yükümlülükleri	19
1.1.2.2.1. Ortaklık Yapısı Değişikliklerine İlişkin Yükümlülükler	19
1.1.2.2.2. Tescil ve İlan Yükümlülüğü	21
1.1.2.2.3. Birliğe ve Lisanslama ve Eğitim Şirketine Yapılacak Bildirimler	21
1.1.2.2.4. İzinsiz Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Takip ve Bildirim Yükümlülüğü	23
1.1.3. Aracı Kuruluşlarının Yapamayacakları İş ve İşlemler	24
1.2. HALKA ARZ	26

1.2.1. Halka Arzın Avantajları	26
1.2.2. Halka Arzın Dezavantajları.....	29
1.2.3. Halka Arz Yöntemleri.....	31
1.2.3.1. Ortak Satışı (Mevcut Payların Halka Arzı).....	31
1.2.3.2. Sermaye Artırımı (Yeni Pay İhracı Yöntemi).....	32
1.2.4. Halka Arz Süreci.....	32
1.2.4.1. Halka Arza Hazırlık	32
1.2.4.2. Halka Arz Süreci.....	40
1.2.5. Halka Arz Satış Yöntemleri	41
1.2.6. Halka Arzda Zamanlama	45
1.2.6.1. Sıcak Halka Arz Piyasaları	48
1.2.6.2. Soğuk Halka Arz Piyasaları	50
1.2.6.3. Türkiye’de İlk Halka Arzda Sıcak ve Soğuk Halka Arz Piyasaları .	50
1.3. İTİBAR VE ARACI KURULUŞ İTİBARI	53
1.3.1. İtibar Kavramı	53
1.3.2. Aracı Kuruluş İtibarı	56
1.3.2.1. Şirketler Açısından Aracı Kuruluş İtibarı	56
1.3.2.2. Yatırımcılar Açısından Aracı Kuruluş İtibarı	58
1.3.2.3. Aracı Kuruluş Açısından İtibar	59

İKİNCİ BÖLÜM

ARACI KURULUŞ İTİBARI VE HALKA ARZ PERFORMANSINA ETKİSİ

2.1. KISA DÖNEMDE YÜKSEK PERFORMANS	61
2.1.1. Kısa Dönemde Yüksek Performans Teorileri	61
2.1.1.1. Kazananın Laneti Teoremi.....	64
2.1.1.2. Yatırımcı Tatmini.....	64
2.1.1.3. Pazarlama.....	65
2.1.1.4. Yasal Sorumluluk.....	65

2.1.1.5. Acente İlişkisi	66
2.1.1.6. Riskten Kaçınan Aracı Kuruluş Hipotezi.....	66
2.1.1.7. Tek Alıcı Güç Hipotezi	66
2.1.1.8. Spekülatif Şişkinlik Hipotezi	67
2.1.1.9. Aracı Kuruluşun itibarı ile Sinyal Verme Hipotezi.....	67
2.1.1.10.Ortaklığın Niteliğinin Göstergesi Olarak Düşük Fiyatlama Hipotezi	68
2.1.2. Uluslararası Yapılmış Çalışmalar.....	68
2.1.3. Yurtiçinde Yapılan Çalışmalar.....	71
2.2. UZUN DÖNEMDE DÜŞÜK PERFORMANS	74
2.2.1.Uzun Vadede Düşük Performans Teorileri.....	74
2.2.1.1.Görüş Farklılığı Hipotezi	74
2.2.1.2.Konser Hipotezi	74
2.2.1.3. İmkân Penceresi Hipotezi	75
2.2.2.Uluslararası Yapılmış Çalışmalar	75
2.2.3. Yurt İçinde Yapılmış Çalışmalar	78
2.3. ARACI KURULUŞ İTİBARININ KISA DÖNEM PERFORMANSINA ETKİSİ.....	79
2.4. ARACI KURULUŞ İTİBARININ UZUN DÖNEM PERFORMANSINA ETKİSİ.....	83

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARACI KURULUŞ İTİBARININ HALKA ARZ PERFORMANSINA ETKİSİ ÜZERİNE AMPİRİK ANALİZ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	91
3.2. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ.....	91
3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI	93
3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	93
3.5. ARAŞTIRMANIN VERİLERİ.....	93

3.6. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ VE HİPOTEZ TESTLERİ	100
3.6.1.Halka Arzın Kısa Dönem Performansına Yönelik Araştırma Hipotezleri 100	
3.6.1.1. Ekonometrik Yöntem ve Halka Arzın Kısa Dönem Performansı İçin Oluşturulan Hipotezlerin Testi	101
3.6.1.1.1. İstatistiki Test.....	102
3.6.1.1.2. Ekonometrik Test.....	104
3.6.1.1.3. İstatistiki Test.....	106
3.6.1.1.4. Ekonometrik Test.....	108
3.6.1.1.5. İstatiksel Test	111
3.6.1.1.6. Ekonometrik Test.....	113
3.6.1.2. Halka Arzın Kısa Dönem Performans Hipotez Bulgularının Değerlendirilmesi	114
3.6.2. Halka Arzın Uzun Dönem Performansına Yönelik Araştırma Hipotezler	116
3.6.2.1. Ekonometrik Yöntem ve Halka Arzın Uzun Dönem Performansı İçin Oluşturulan Hipotezlerin Testi	117
3.6.2.1.1. İstatiksel Test	118
3.6.2.1.2. Ekonometrik Test.....	120
3.6.2.1.3. İstatiksel Test	122
3.6.2.1.4. Ekonometrik Test.....	124
3.6.2.1.5. İstatiksel Test	126
3.6.2.1.6. Ekonometrik Test.....	128
3.6.2.1.7. İstatiksel Test	130
3.6.2.1.8. Ekonometrik Test.....	132
3.6.2.1.9. İstatiksel Test	134
3.6.2.1.10. Ekonometrik Test.....	136
3.6.2.1.11. İstatiksel Test	138
3.6.2.1.12. Ekonometrik Test.....	140

3.6.2.2. Halka Arzın Uzun Dönem Performans Hipotez Bulgularının Değerlendirilmesi	143
SONUÇ	146
KAYNAKÇA.....	152
EK : 1 MEGGİNSON-WEİSS İTİBAR SIRALAMASI	163
EK: 2 CARTER–MANASTER İTİBAR SIRALAMASI.....	166
EK : 3 ARAŞTIRMA MODELİ İTİBAR SIRALAMASI	169
ÖZGEÇMİŞ	172



ÖZET

Bu çalışmanın amacı; aracı kuruluş itibarının halka arz performansına etkisini incelemektir. Çalışma, BİST’de Ocak 1993 ile Aralık 2015 yılları arasında gerçekleşen 302 halka arzı kapsamaktadır ve üç bölümden oluşmaktadır. İlk iki bölümünde konuyla ilgili kuram, araştırma ve tartışmalar yer almaktadır. Birinci bölümde; aracı kuruluş kavramı, yükümlülükleri, faaliyetleri, halka arz kavramı, avantaj ve dezavantajları, halka arz süreci, halka arzın zamanlaması ve aracı kuruluş itibarı konuları ele alınmıştır. İkinci bölümde; halka arzın kısa ve uzun dönem performansları ile ilgili teoriler, uluslararası ve yurtiçinde yapılmış çalışmalara değinilmiştir. Üçüncü bölümde; halka arzın kısa ve uzun dönemde aracı kuruluş itibarının etkisi ampirik olarak incelenmiştir. Yapılan analizlerde Türkiye’de; aracı kuruluş itibarının halka arzın kısa ve uzun dönem performansında etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Aracı Kuruluş İtibarı, Halka Arz, Düşük Fiyatlama

ABSTRAC

The purpose of this study is; the effect of the underwriter reputation on the public offering performance. The study covers 302 public offerings held between January 1993 and December 2015 in BIC and consists of three parts. In the first two chapters, relevant theories, researches and discussions are included. In the first chapter; the concept of underwriter, its obligations, activities, concept of public offering, advantages and disadvantages, public offering process, timing of public offering and reputation of underwriter. In the second chapter; theories about short and long term performances of public offerings, international and domestic studies. In the third chapter; the effect of public good reputation in the short and long term of public offering has been examined empirically. According to the analysis in Turkey; it is determined that the reputation of the underwriter is the effect of short-term and long-term performance of the public offering.

Key Words: Underwriter Reputation, Public Offerings, Underpricing

KISALTMALAR

BİST	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
GİP	Gelişen İşletmeler Piyasası
IPO	Initial Public Offering- İlk Halka Arz
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
SEO	Secondary Equity Offering- İkincil Halka Arz
SPL	Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu
SPKr	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	Sermaye Piyasası Kanunu
TTK	Türk Ticaret Kanunu

TABLO LİSTESİ

Tablo1: Türkiye’de 1993-2015 Yılları Arasında Gerçekleşen Yıllara Göre Sıcak-Soğuk Halka Arz Piyasa Getirileri.....	51
Tablo 2: Türkiye’de 1993-2015 Yılları Arasında Gerçekleşen Aylara Göre Sıcak-Soğuk Halka Arz Piyasa Getirileri.....	52
Tablo 3: Türkiye’de 1993-2010 Yılları Arasında Gerçekleşen Uzun Dönem Sıcak-Soğuk Halka Arz Piyasa Getirileri.....	53
Tablo 4: Uluslararası Yapılan Halka Arzlar ve Kısa Dönem Getirileri	69
Tablo 5: 1993-2015 Yılları Arasında BİST’de Gerçekleşen Halka Arzlar.....	72
Tablo 6: Türkiye’de 1993-2015 Yıllarında Gerçekleşen Halka Arzlara İlişkin Açıklayıcı İstatistikler	73
Tablo 7: ABD Uzun Dönem Halka Arz Çalışmaları	76
Tablo 8: Gelişmiş Piyasalarda Uzun Dönem Halka Arz Çalışmaları	77
Tablo 9: Carter-Manaster Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının Kısa Dönem Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi	102
Tablo 10: Megginson-Weiss Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının Kısa Dönem Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi	106
Tablo 11: Araştırma Modeli Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının İlk gün Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi	111
Tablo12: Carter-Manaster Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının Otuzaltı Aylık Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi	118
Tablo13: Megginson-Weiss Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının Otuzaltı Aylık Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi.....	122
Tablo14: Araştırma Modeli Aracı Kuruluş İtibar Sıralamasına Göre Otuzaltı Aylık Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi	126
Tablo 15: Carter-Manaster Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının Altmış Aylık Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi	130
Tablo 16: Megginson-Weiss Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının Altmış Aylık Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi.....	134
Tablo 17: Araştırma Modeli Aracı Kuruluş İtibar Sıralamasına Göre Altmış Aylık Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi	138
Tablo 18: Araştırma Modeli İtibar Sıralamasına Göre Uzun Dönem Getiri.....	141
Tablo 19: Carter-Manaster İtibar Sıralamasına Göre Uzun Dönem Getiri	142
Tablo 20: Megginson-Weiss İtibar Sıralamasına Göre Uzun Dönem Getiri	142

GİRİŞ

Halka arz, şirketlerin finansman ihtiyacını özkaynakla karşılamak için çok sayıda yatırımcıya (yerli, yabancı, kurumsal, nitelikli, bireysel) çağrı ve ilan yoluyla pay senedi ihraç ederek fonlama/kaynak sağlanmasıdır. Şirketler için halka arzın avantajlarından birisi borç-özsermaye oranını iyileştirmesidir. Diğer avantajları, düşük maliyetinden dolayı uygun finansman sağlanması, likidite, yurt içi ve uluslararası tanınma, kurumsallaşma, şirketin değerini artırma ve başka şirketleri devralma yoluyla büyüme imkânı yaratmak olarak sıralanabilir. Halka arzın dezavantajları ise düşük fiyatlama, yeni paydaşlarla temettü paylaşımı, finansal tabloları, projeleri, anlaşmaları v.g bilgileri kamuoyuna açıklama zorunlulukları, bağımsız denetim sorumluluğu, halka açılma maliyeti olarak belirtilebilir.

Halka arz kararı veren şirketlerin bir sonraki adımda alması gereken karar, aracı kuruluşların seçimidir. Halka arz, kimi ülkelerde yasal zorunluluk olarak aracı kuruluş işbirliği ile gerçekleştirilmekte, Türkiye’de ise Sermaye Piyasası Kanunu’na göre, şirketlerin yapacakları pay senetleri halka arzlarında aracı kuruluşlardan halka arz sürecinde aracılık hizmeti almaları için bir mecburiyet bulunmamaktadır. Buna karşın, Sermaye Piyasası Kurulu halka arzda ihraççı şirketler ile aracı kuruluş arasında yetkilendirme sözleşmesi yapılmasını zorunlu tutmuştur. Şirketler, halka arzda başarısız olmaktan kaçınmak için, kendisi ile yatırımcılar arasında güvenilir bir onaylama mekanizması oluşturarak, asimetrik bilgi problemini azaltabilecek, yatırımcıları ile süregelen aracılık hizmetleri dolayısıyla onların güvenini kazanmış 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, yani iki taraf arasındaki bu stresin yönetilebilmesi için, belirsizliğin giderilmesi, bu asimetrik bilginin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Yani 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.

Aracı kuruluşlar, ihraççı şirket ile yatırımcılar arasında aracı olarak hareket ederler ve ilk halka arz ile ikincil halka arzda şirketin ihraç kademesini oluştururlar. Finansal yazın halka arzda aracı kuruluşun rolünün ön plana çıkmasını iki temel nedene dayandırmaktadır; bu nedenlerden ilki aracı kuruluşun, ihraççı şirketin değeri ile ilgili onaylama rolü ikincisi ise halka arz süresince sunduğu hizmet ve aldığı sorumluluğun büyüklüğüdür.

Aracı kuruluş, ihraççı şirkete halka arz fiyatını belirlemede yardımcı olmanın yanında halka arz süresince (fiyat istikrarı uygulaması varsa halka arz sonrasında da) hizmet ve büyük sorumluluk yüklenmektedir. Halka arzın başarısı şirket için önemli olduğu kadar aracı kuruluş açısından da önemlidir. Çünkü aracı kuruluş halka arzda itibarını ortaya koymaktadır.

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 arz talebi oranı birbirleriyle yüksek oranda ilişkilendirilmektedir (Kattie ve Phani;2016, 44).

Aracı kuruluşların, ihraççı şirketlerin değerini belirlemedeki yetenekleri taşıdıkları vasıflara ve geçmiş tecrübelerine bağlı olarak değişmektedir. Chemmanur ve Fulghieri (1994) yüksek itibarlı aracı kuruluşların, ihraç olacak şirketi değerlendirmede halka arz sonrası iyi durumda olanları belirlemek için özel yöntemler kullandıklarını ve itibarlarını korumak için başarısız halka arzlardan kaçındıklarını tespit etmişlerdir. Booth ve Smith (1986), piyasalardaki yatırımcıların ihraççı şirketlerin kalitesine hükmettiğini varsaymaktadır. Yatırımcılar, yüksek derecede itibar sahibi bir aracı kuruluşun sadece yüksek kaliteli halka arzı üstlendiğini varsayarak, yatırımcının kalitesi dolayısıyla halka arzın kalitesini onaylar. Bunu yaparak, aracı kuruluşun ihraç hatası olasılığını sınırlar. Bu nedenle, ihraççı şirketler son derece itibarlı bir aracı kuruluş seçmekle yatırımcıların aracı kuruluşun kalitesiyle etkilenmesini ve halka arzın başarılı olmasını sağlar.

Carter ve arkadaşları (1998) çalışmalarında aracı kuruluşların halka arz bilgilerinin doğruluğunun itibarları ile doğrudan ilişkilendirildiğini başarısız halka arzlarda yüksek itibarlı aracı kuruluşların düşük itibarlı aracı kuruluşlara göre olumsuz

etkilendiklerini göstermişlerdir. Dunbar (2000), halka arzda adil fiyatlandırmanın aracı kuruluşun pazar payını etkilediğini iddia etmiştir. Dolayısıyla yüksek itibarlı aracı kuruluşların ihraççı şirketin değerini doğru belirlemede ciddi girişimleri olduğunu belirtmiştir.

Araştırmalar aracı kuruluş itibarının etkisinin kısa ve uzun vadeli pay senedi performansında önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Kısa dönemde yapılan çalışmalarda 1980'li yıllar ve öncesinde yüksek itibarlı aracı kuruluşların, düşük itibarlı aracı kuruluşlara göre daha az düşük fiyatlandırma yaptığı görülmektedir (Logue, 1973.; Neuberger ve Hammond, 1974.; Block ve Stanley, 1980.; Tınıc, 1988:).

1990 ve sonrasında yapılan çalışmalarda aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlama arasındaki ilişkinin pozitif olduğu birçok araştırmacı tarafından tespit edilmiştir. Beatty ve Welch (1996) pozitif ilişkinin sebebini ekonomik koşullardaki davranış değişikliği ile açıklamıştır. Cooney ve diğerleri (2001) yaptıkları çalışmada düşük fiyatlandırma ile aracı kuruluş itibarı arasındaki ilişkiyi halka arz fiyatının ön izahnamedeki yeri ile ilgili olduğunu iddia etmişlerdir. Çalışmalarında aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasındaki doğrusal ilişkinin fiyat aralığının üstünde fiyatlandırılmış halka arzlarda görüldüğünü tespit etmişlerdir. Loughran ve Ritter (2002)'de yaptıkları çalışmada aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasındaki pozitif ilişkiyi; değişen kompozisyon ve temsil hipotezleri ile açıklarken, 2004 yılında yaptıkları çalışmada bu ilişkiyi ihraççı şirketin değişen risk özelliği, aracı kuruluşlara verilen teşviklerdeki değişim ve ihraççı şirketin değişen hedef fonksiyonu hipotezleri ile açıklamışlardır. Dolvin (2005) aracı kuruluşların pazar payı ile ilgili bir çalışma yapmıştır. Çalışmasında yüksek itibarlı aracı kuruluşlar arasında sahip oldukları pazar payına bağlı olarak farklı derecede düşük fiyatlandırma yaptıklarını tespit etmiştir. Diğer bir deyişle yüksek pazar payına sahip aracı kuruluşlar düşük pazar payına sahip olanlara göre daha fazla düşük fiyatlandırma yapmaktadırlar.

Aracı kuruluş itibarı ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde itibarı ölçmek için çoğunlukla iki modelin kullanıldığı tespit edilmiştir: Bunlardan ilki Carter-Manaster (1990) modelidir. Bu modelde aracı kuruluş itibarı, halka arz ilanında yerine göre 0 ile 9 puan verilerek sıralanmaktadır. Halka arz ilanında en üst sırada yer alan aracı kuruluşa 9, en altta yer alanlara ise 0 puan verilmektedir. İkincisi ise Megginson-Weiss (1991) modelidir. Bu modelde de halka arzdan elde edilen hasılat o yıl yapılan

toplam halka arz hasılatına oranlanmaktadır. Elde edilen sonuç, konsorsiyum liderine, eğer eş lider ve/veya eş liderler var ise lidere hasılatın yarısı geri kalanı da eş liderlere dağıtılmaktadır. Halka arz tek bir aracı kuruluş tarafından gerçekleştirilmişse sonucun tamamı aracı kuruluşa yazılmaktadır. Bu modelde konsorsiyum veya tek bir aracı kuruluşun gerçekleştirdiği halka arzların dışındaki halka arzlar ve konsorsiyum üyeleri dikkate alınmamaktadır.

Bu çalışmada amaç, yukarıda kısaca verilen çerçeve içinde halkla arz performansında aracı kuruluş itibarının etkisini irdelemektir. Bu çalışma sürecinde, Türkiye'deki çalışmaların sınırlı olduğu gözlenmiştir. Yapılan çalışmalarda ise kısa dönem performansı üzerinde yoğunlaşmış olup uzun dönemli bir çalışma yoktur. Bu bağlamda, çalışmanın bu alandaki eksikliği azaltması ve gelecekteki halka arzlara ışık tutması beklenmektedir.

Çalışmanın ilk iki bölümünde konuyla ilgili kuram, araştırma ve tartışmalar yer almaktadır. Birinci bölümde; aracı kuruluş kavramı, yükümlülükleri, faaliyetleri yapamayacakları işler, halka arz kavramı, avantaj ve dezavantajları, halka arz süreci, halka arzın zamanlaması ve aracı kuruluş itibar kavramı ele alınmıştır. İkinci bölümde; halka arzın kısa dönemde yüksek performansı, ilgili teoriler, uluslararası ve yurtiçinde yapılmış çalışmalar ile uzun dönemde düşük performans, ilgili teoriler, uluslararası ve yurtiçinde yapılmış çalışmalara değinilmiştir.

Üçüncü bölümde; halka arzın kısa ve uzun dönemde aracı kuruluş itibarının etkisi analiz edilmiştir. Bu çerçevede, BİST'de Ocak 1993 ile Aralık 2015 yılları arasında gerçekleşen 302 halka arza ilişkin veriler incelenmiştir. İlgili dönemde 330 halka arz gerçekleştirilmiş, 28 halka arza ilişkin bazı verilere ulaşılamadığından değerlendirme dışı bırakılmıştır. İlk halka arzın düşük fiyatlamaya ile mi gerçekleştiği yoksa olması gerekenden daha yüksek bir fiyatla mı gerçekleştiğini analiz etmek için, ilk gün, bir hafta ve 1 aylık getiriler hesaplanmıştır.

Uzun dönem performansı için ise 1993-2010 yılları arasında halka arz edilen 240 pay senedine ilişkin veriler analiz edilmiştir. Uzun dönem kapsayan üç yıllık getiriler Kümülatif Anormal Getiriler (CAR), beş yıllık getiriler Satın al- elde tut yöntemi (Buy-Hold-Return, BHR) hesaplanmıştır. Aracı kuruluş itibarı, Carter-Manaster, Megginson-Weiss ve geliştirilen bir modelle ölçülerek şu sorulara cevap aranmıştır:

Halka arzın kısa dönem performansında aracı kuruluş itibarının etkisi var mıdır?

Halka arzın uzun dönem performansında aracı kuruluş itibarının etkisi var mıdır?

Çalışmada aracı kuruluş itibarının kısa ve uzun dönem halka arz performansına etkisini ölçmek için çoklu regresyon analizi uygulanmıştır. Halka arz performansını etkileyen faktörleri tespit etmek için farklı göstergelerden de yararlanılmıştır. Bunlardan ilki aracı kuruluş itibarıdır. İtibar ölçmek için, alanda yaygın olarak kullanılan Megginson-Weiss sıralama yöntemi (1991) ve Carter-Manaster (1990) sıralama yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada ayrıca aracı kuruluş itibarını ölçmek için yeni bir model geliştirilmiştir.

Halka arz performansına etki eden diğer faktörler; arz olan şirketin özsermayesinin kaynağı, ihraç fiyatı, ihraç oranı, halka arz hasılatı, satış yöntemi ve aracılık anlaşmasından oluşan halka arz karakteristikleri. Şirket karakteristikleri; şirketin yaşı, toplam borcu, varlıkları, net satışları ve piyasa karakteristikleri; günlük, haftalık, aylık getiri ve piyasa getirisidir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Sermaye piyasası araçlarını satın almak ve bunların getirisinden faydalanmak isteyen tasarruf sahipleri, genellikle sermaye piyasasının kurallarını, şirketleri ve sektörleri tam olarak bilmemekte, ekonomik ve malî olayları analiz etmede ve mevzuat değişikliklerini değerlendirip muhtemel gelişmelere göre doğru karar verememektedirler. Tasarruf sahipleri sermaye piyasasındaki bu risklerden kaçınmakta bunun sonucunda da tasarruflar alternatif yatırımlara yönelmekte veya atıl kalmaktadır.

Aracı kuruluşlar, sermaye sahipleri ile sermayeye gereksinim duyanlar ya da sermayenin kullanıcıları arasında yer alan aracılarıdır. Bu iki tarafın doğrudan karşılaşmaları her zaman mümkün olmamaktadır. Bir araya geldiklerinde de başta güven faktörü olmak üzere birçok çekince nedeniyle fon akımı gerçekleşmemektedir. Finansal aracılık konusunda uzmanlaşmış kurumlar iki taraf arasındaki bu çekinceleri büyük ölçüde ortadan kaldırmaktadır.

Aracı kuruluşlar, fona ihtiyacı olanlar ile fon sahiplerini bir araya getirme işlevinden sonra, sermayeyi ilgili alanlara tahsis etmek ve yatırmak suretiyle bu finansal piyasalarda fiyat oluşumuna katkıda bulunarak “piyasaları oluşturma işlevini” görebilmektedirler.

Sermaye piyasası araçlarını ihraç eden şirketler için halka arz; yurt içi ve uluslararası yatırımcılar ile düzenleyici ve denetleyici kurumlara tabi olmayı gerektiren, maliyeti olan oldukça önemli bir finansman kararıdır. Halka arzda başarısız olunması ise şirketi finansman sıkıntısına sokabilen bir süreçtir. Bu nedenlerden dolayı şirket için halka arzda konuyla ilgili, tecrübeli kuruluşlarla çalışmak doğru bir karar olacaktır.

Halka arz sürecinin yürütülmesinde gerek sunduğu hizmet gerekse üstlendiği sorumluluk ile halka arzın başarısında önemli bir yeri olan aracı kuruluşun seçimi, önemli bir karardır. Aracı kuruluş halka arz sürecini, ihraç oacak şirketten ve

yatırımcılardan daha iyi bilmektedirler. Aracı kuruluşun halka arz konusundaki tecrübelerini şirketle paylaşması, bu süreçte üstlendiği yasal sorumluluk, yatırımcılarla ilişkisi, piyasada oluşturduğu itibar, başarılı bir halka arz için oldukça önemlidir.

Aracı kuruluş/konsorsiyum halka arz sürecinde ve sonrasında ihraççı şirkete çeşitli hizmetler sunmaktadır. Bu hizmetler (Daştan, 2008: s.25-26):

Yatırımcı Bulma: Aracı kuruluşun halka arz sürecinde üstlendiği görevlerinden biri ihraç olacak şirkete yatırım yapmak isteyen yatırımcıları bulmaktır. Bu yatırımcıların, yurt içi ve/veya yurtdışında, kurumsal, bireysel, nitelikli yatırımcı olması kadar bu yatırımcılara tahsis edilecek payların oranları ve pazarlama gibi konular halka arz sürecinde başarıyı ve süreç sonrasında şirketin piyasadaki durumunda oldukça önemlidir.

Destekleme Alımları: İhraççı şirket ile aracı kuruluşun mevzuata uygun olarak fiyat istikrarı anlaşması yapabilirler. Bu anlaşma ile aracı kuruluş halka arz sonrası fiyat istikrarının sağlanması için destekleme alımları yapabilir. Aracı kuruluşun fiyat istikrarını etkin bir biçimde gerçekleştirmesi yatırımcıların halka arza güven duyması neden olur ki bu da ihracın başarısında önemli bir rol oynamaktadır.

Fiyatlama: Fiyatlama konusunda aracı kuruluşun sunacağı hizmet, tecrübesine, analiz yeteneğine ve fiyatı belirlemek için uygulanan yönteme göre farklılık göstermektedir. İhraç fiyatının belirlenmesinde halka arzın satış yöntemi de etkili olmaktadır. Örneğin, halka arz sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile gerçekleşecekse aracı kuruluşla şirket ihraç fiyatını ortak belirleyebilirler. Fiyat aralığıyla talep toplama yönteminde ise aracı kuruluş, yatırımcıların tepkisinin ölçülmesi ve yatırımcıları şirket değerine ikna edilmesi gibi hizmetleri de vermektedir.

Yüklenim: Aracı kuruluşlar, halka arz sürecinde aracılık yüklenimi ve en iyi gayret aracılığı ile yüklenim hizmeti vermektedir: Birinci yöntemde, aracı kuruluş, şirket pay senetlerini belli bir iskonto ile ihraçtan önce satın almakta ve alış-satış fiyatı arasındaki fark kadar kazanç sağlamaktadır. En iyi gayret aracılığı yönteminde ise; satış tutarı üzerinden komisyon almaktadır. Aracı kuruluştan söz konusu yöntemlerden hangisiyle hizmet alınacağı halka arz sürecini etkileyecek bir faktördür.

1.1. ARACI KURULUŞLAR

Aracılık kelime anlamı olarak; bir işin çözümünde tarafların bir araya gelmelerine yardımcı olunmasıdır. Aracı bu süreci yerine getiren, uzlaştıran, anlaşma sağlayan veya üretici ile tüketici arasında alım satım konusunda bağlantı kuran ve bundan kazanç elde eden kişidir (Ünal, 2005: s.449).

Aracı Kuruluş: SPKn'nın 37 inci maddesinin birinci fıkrasında: “Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi yatırım hizmet ve faaliyetlerinden yapmak üzere Kurul tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşu” olarak tanımlanmaktadır (6362, 30/12/2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete 'de yayımlanmıştır).

Aracı kurum ile aracı kuruluş birbirlerinden farklı kavramlardır. Aracı kuruluş, aracı kurum ile bankaları ifade etmektedir (Tanör, 1999: s.251). Bankaların sermaye piyasası alanında yapabilecekleri faaliyetler aracı kurumlara oranla sınırlıdır.

Sermaye Piyasası Kanunu aracılık kavramını; “aracılık yapmak için ortada aracılığı gerektiren bir sermaye piyasası faaliyetinin bulunması, kurumun bu alanda çalışmak için gerekli yetki belgelerine sahip olması ve kurumun yapacağı işlemleri belirlenmiş sorumluluklar doğrultusunda biçimlendirmesi gerektiği” şeklinde açıklamıştır (Tanör, 1999: s.). 6362 sayılı SPKn'nunda, aracı kuruluşun hangi faaliyetlerde bulunabileceğini değil, faaliyeti/faliyetleri hangi kuruluşun yapabileceği perspektifinden konuya yaklaşmıştır.

Sermaye piyasasında fon arz edenlerle fon talep edenler arasındaki bilgi, nakit ve menkul kıymetlerin akımını sağlayan aracı kuruluşlar;

- Küçük tasarruf sahiplerine danışma hizmeti sunar ve onları aydınlatır,
- Riski dağıtır, vade ve miktar ayarlaması yapar,
- Menkul kıymetlerin alım satımında likidite sağlar,
- Menkul kıymetleri ihraç eden şirketlere aracılık yapar.

1.1.1. Aracı Kuruluşların Faaliyetleri

Aracı kurumların temel işlevi, sermaye piyasasında aracılık faaliyetinde bulunmalarıdır. Aracı kurumlar aracılık faaliyetleri dışında diğer faaliyetlerde de bulunabilirler; ancak, aracı kurumların aracılık faaliyetlerinden en az birini gerçekleştirmek için kurulmaları ve en az bir faaliyeti yapmaları gereklidir (Kayacık, 2012: s.20).

“Yatırım kuruluşları tarafından, sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık faaliyetine ilişkin olarak, sadece emirlerin müşteriden alınması ve gerçekleştirilmek üzere başka bir yatırım kuruluşuna iletilmesine aracılık ediliyorsa “*emir iletimine aracılık*”; emirlerin müşteriden alınması ve borsada ya da borsa dışında sonlandırılmasına aracılık ediliyorsa “*işlem aracılığı*”; müşteriden alınan emirlerin şirketin kendi portföyünden karşılanması suretiyle işlem yapılıyorsa “*portföy aracılığı*” faaliyet izni alınması gerekecektir. Ayrıca menkul kıymet, türev araç ya da kaldıraçlı alım satım işlemine aracılık edilmesine göre ayrı belgeler düzenlenmeyerek, alınan faaliyet izinlerinin tümünü gösteren tek bir yetki belgesi verilmektedir” (6362 sayılı SPKn md. 3/1-v).

AB mevzuatı ve yaşanan finansal kriz sonrasında 2012’de düzenlenen 6362 sayılı SPKn’unda “yatırım hizmet ve faaliyetlerinin, sermaye piyasası aracı veya yatırım hizmet ve faaliyetleri bazında ayrı kuruluşlar tarafından yapılmasına ilişkin düzenlemeler yapmaya Kurul yetkili kılınmıştır” (6362 sayılı SPKn md. 3/1-v).

Bu kanuna göre bankalar;

- “sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi,
- sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi,
- sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı,
- sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklanması,
- Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması faaliyetlerinde bulunabilecektir”.

Yatırım ve kalkınma bankaları ise bankaların yapabilecekleri faaliyetlere ek olarak ayrıca:

- “portföy yöneticiliği,
- yatırım danışmanlığı,
- sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi,
- sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi faaliyetlerini de yürütebilecektir”.

Yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunmak üzere Kurul’dan izin alan aracı kuruluşlar, sunacakları yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini gösteren yetki belgesi alırlar. Bir yetki belgesi ile bir veya birden fazla yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunabilirler.

Yan hizmetler, yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketlerince ayrıca bir yetki belgesine tabi olmaksızın Kurul’ca belirlenen esaslar çerçevesinde yapılır.

Kuruldan aldıkları faaliyet izinlerine bağlı olarak aracı kurumlar (1/07/2013 tarihli ve 28704 sayılı Resmî Gazetede);

- i. “emir iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar “dar yetkili”,
- ii. (i) bendinde belirtilen faaliyetlere ek olarak, işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı faaliyeti, sınırlı saklama hizmeti ve portföy yöneticiliği faaliyetinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar “kısmi yetkili”,
- iii. (i) bendinde belirtilen faaliyetlere ek olarak, portföy aracılığı faaliyeti, genel saklama hizmeti ve aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar “geniş yetkili “olarak gruplandırılmıştır”.

Dar yetkili aracı kurumların 2.000.000 TL, kısmi yetkili aracı kurumların 10.000.000 TL ve geniş yetkili aracı kurumların 25.000.000 TL asgari özsermayeye sahip olması gerektiği Kanun’da belirtilmiştir.

Türev araçlar, değeri kendisine konu olan başka bir varlığın değerine bağlı olan mali araçlar olarak tanımlanmaktadır (Kayacık, 2012: s.24). 6362 sayılı SPK’nu ile “türev araç tanımı genişletilmiş, aynı zamanda “portföy aracılığı” faaliyeti tanımlanmıştır. Buna göre, tezgahüstü piyasalarda müşterileri ile bire bir türev araç düzenlemek isteyen banka ve aracı kurumların Kurul’dan portföy aracılığı yapmak üzere izin almaları gerekmektedir”.

Aracı kuruluşların halka arza aracılık faaliyetinde, halka arz edilerek veya edilmeyerek satıcılarla alıcılar arasında, alım satım gerçekleşmesi için yardım etmelerine “halka arza aracılık faaliyeti” denir (Ünal, 2005: s.128). Sermaye piyasası araçlarının ihracına ve halka arzına aracılık, Anglo-Sakson hukukunda “underwriting” olarak adlandırılmaktadır. İhraççı ortaklık ile underwriter (aracı kuruluş) arasında bir “underwriting sözleşmesi” imzalanır. Underwriting, aslında aracılık yükleniminin karşılığını oluşturmaktadır. “Underwriting” işleminde, sermaye piyasası araçlarının halka arzına aracılıkta ihraççıya satışın gerçekleşeceğini garanti etmek amacıyla, bir satın alma durumu söz konusudur (Kara,2006: s.109).

Halka arza aracılık, aracı kuruluşların oluşturduğu konsorsiyumlar (underwriters syndicate) tarafından da gerçekleştirilebilir. Aracı kuruluşlar, halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının miktarının yüksek olduğu hallerde, riskin dağıtılması ya da Kurul’un belirlediği mali sorumluluğun azami miktarın aşılmasının önlenmesi amacıyla aracılık konsorsiyumu oluşturabilirler (Kara, 2006: s.113).

“Bireysel portföy yöneticiliği faaliyetinin aracı kurumlar, yatırım ve kalkınma bankaları ile portföy yönetim şirketleri tarafından yapılabileceği hükme bağlanmış ve bu faaliyetin yürütülmesi sırasında uyulacak ilke ve esaslar belirlenmiştir. Yatırım danışmanlığı faaliyetine ilişkin olarak; mevcut düzenlemelere paralel olarak, bu faaliyeti aracı kurumlar, kalkınma ve yatırım bankaları ile portföy yönetim şirketlerinin yapabileceği hükme bağlanmış olup; bununla birlikte, söz konusu faaliyetin tanım ve kapsamında değişiklikler yapılmıştır. Bu çerçevede portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerine ilişkin olarak yatırım kuruluşlarının müşterilerini yorum ve tavsiyelerle yönlendirirken müşterilerin ihtiyaçlarını, bilgi düzeylerini ve risk algılarını bilerek hareket etmelerini teminen “yerindelik testi” uygulaması zorunlu kılınmıştır” (6362 sayılı SPKn md. 3/1-v).

Türk Sermaye Piyasası Hukuku için yeni bir kavram olan yan hizmet kavramı, Kanun’da veya Tebliğ’de tanımlanmamıştır. İlgili düzenlemelerde ise sadece bu niteliği taşıdığı kabul edilen sermaye piyasası faaliyeti türlerinin adlarını sıralamıştır. Kanun’da yan hizmetler (Yıldız,2015: s.317);

- a) “sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetleri sunulması,
- b) yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması,

c) sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması,

ç) aracılık yükleniminin yürütülmesi ile ilgili hizmetlerin sunulması,

d) borçlanma veya başka yollardan finansman sağlanmasında aracılık hizmeti sunulması,

e) servet yönetimi ve finansal planlama yapılması,

f) Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması” şeklinde sıralanmıştır.

“Sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması” ile “yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç verilmesi” yan hizmetleri ise sermaye piyasaları için taşıdığı önem dikkate alınarak ve 6362 sayılı SPKn.’nda yer alan yetki hükümlerine dayanılarak daha ayrıntılı olarak düzenlenmiştir (1/07/2013 tarihli ve 28704 sayılı Resmî Gazetede).

- “Yatırım kuruluşlarının müşterileri dışındaki taraflarla herhangi bir yatırım hizmet ve faaliyeti sunma amacı olmaksızın kendi portföyleri için sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlem yapması durumunda Kurul’dan faaliyet izni alınmasına gerek olmadığı hükmüne açıkça yer verilmiştir.

- Bankaların sadece emir iletimine aracılık ettikleri müşterilerine ilgili sermaye piyasası araçları için genel saklama hizmeti veremeyecekleri düzenlenmiştir.

- Yurt dışında yerleşik müşterilere saklama hizmeti sunulması sırasında saklamaya yetkili kuruluş nezdinde tutulan kayıtların, nakit hariç olmak üzere hak sahibi bazında izlenmesi esası getirilmiştir.

- Genel yatırım tavsiyesi faaliyeti kapsamında hazırlanan ve kişiye özel olmamak kaydıyla müşterilere veya dağıtım kanallarına sunulan bilgilerin müşteri ile bire bir paylaşılmasına imkân tanınmıştır. Bankaların da Kurulun belirlediği esaslar çerçevesinde bu hizmeti sunabilmeleri mümkün kılınmıştır”.

1.1.2. Aracı Kuruluşların Yükümlülükleri

Aracı kurumların yükümlülükleri, Sermaye Piyasası Kanunu’nda faaliyet ile ilgili yükümlülükler ve şirket olmalarından kaynaklanan yükümlülükler olarak iki ana başlık altında belirtilmiştir:

1.1.2.1. Faaliyetleri ile İlgili Yükümlülükler

Aracı kuruluşların faaliyetlerinin müşteri odaklı olması, müşteriye risklerin bildirilmesi, müşterilerin sınıflandırılması, uygunluk testi ve çerçeve sözleşmesinin imzalanması Kanun'da ayrıntılarıyla belirtilmiştir. Ayrıca müşterilerin emirlerini internet sitelerinden iletmelerinden dolayı aracı kuruluşların internet sitelerinin güvenliği oldukça önem arz etmektedir. Aşağıda faaliyetlerle ilgili yükümlülükler ayrıntılarıyla açıklanmıştır:

1.1.2.1.1. Faaliyetler ile İlgili Genel İlke ve Esaslar

1. Aracı kurumların faaliyetler süresince uyulması gereken genel ilke ve esaslar 6362 sayılı kanunun 45 madde, Yatırım Kuruluşları Tebliği 24 madde ayrıntılı olarak belirtilmiştir. Bu ilkeler:

a. “faaliyetlerini müşteriyle imzalanan çerçeve sözleşmede belirtilen esaslar, müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü ile özen ve sadakat borcu çerçevesinde yürütmeleri,

b. faaliyetlerini yürütülmesi sırasında basiretli bir tacir gibi davranmaları, işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeleri, bu kapsamda gerekli önlemleri almaları,

c. faaliyetlerini sürdürmeleri için sahip oldukları kaynakları etkin bir biçimde kullanmaları,

d. müşterileriyle olan ilişkilerinde kaydi sistem ve yatırımcıyı korumaya ilişkin diğer düzenlemeler ile müşteriyi ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamaları gerekmektedir.

2. Yatırım kuruluşları Birliğe üye olmak ve YTM'ye katılmak zorundadır”.

1.1.2.1.2. Müşteriye Risklerin Bildirilmesi Yükümlülüğü

Sermaye piyasalarının para piyasalarına kıyasla daha riskli olması dolayısıyla tasarruf sahiplerinin, yatırım yapmasından önce ve sonrasında sermaye piyasası araçları ve sermaye piyasaları hakkında bilgilendirilmesi gerekmektedir. 6362 sayılı Kanun, Yatırımcı Kuruluşlar Tebliği'nde; yatırım kuruluşlarını, müşterilerine çerçeve sözleşme imzalamadan önce sermaye piyasası araçları ile yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin genel riskleri açıklamak ve bu amaçla asgari içeriği Kurulca belirlenmiş olan "Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu"nun bir

örneğini vermek, bu formun okunup anlaşıldığına dair yazılı bir beyan almak ve bir örneğini müşteriye vermek hususunda görevlendirilmiştir.

“Yatırım kuruluşları ayrıca alım satıma aracılık faaliyeti kapsamında genel müşterilerine hizmet sunmadan önce genel risk bildirimine ek olarak işleme konu sermaye piyasası araçlarının risklerini müşteriye açıklamak ve açıklamaların müşteri tarafından okunup anlaşıldığına dair yazılı bir beyan almak zorundadır. Söz konusu açıklamaların bir örneğinin müşteriye verilmesi zorunludur. Yapılacak açıklamalar asgari olarak”;

- a. “işlemlere ilişkin her türlü komisyon, ücret ve vergi tutar veya oranları,
- b. ilgili sermaye piyasası aracının ikincil piyasasının olup olmadığı,
- c. işleme konu sermaye piyasası aracının karşı taraf riski, likidite riski ve piyasa riskini içerecek şekilde risk profili,
- d. tezgahüstü türev ürünlerin genel olarak nasıl yapılandırıldığı ve fiyatlandırıldığı,
- e. varsa piyasa yapıcısı ve ihraççı,
- f. sermaye piyasası araçlarına ilişkin risk takibinin nasıl yapılacağı,
- g. yurt dışı piyasalarda gerçekleştirilen işlemler için ayrıca,
 1. paranın yurt dışına nasıl transfer edildiği,
 2. işlem yapılan borsa ve platformlar,
 3. sermaye piyasası aracının veya müşteri varlığının nerede saklandığı,
 4. işlem tezgahüstü piyasalarda yapılıyorsa karşı taraf hakkında bilgi,
 5. işlem yapılan piyasalarda yatırımcı tazmin sistemi olup olmadığı ve varsa tazminin kapsamı hakkında bilgileri içermesi zorunludur” (6362 K. 45 m, Yat. Kur. Teb. 24 m).

1.1.2.1.3. Çerçeve Sözleşme İmzalama Yükümlülüğü

Yatırım müşterileri, işlem yapmak ve aracı kuruluşların sunacağı faaliyet ve hizmetlerden yararlanmak istiyorlarsa yazılı bir sözleşme imzalamak zorundadırlar. “Bu sözleşme, aracı kuruluş ile müşterisi arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen ve münferit işlemlerin esasını oluşturan bir çerçeve anlaşmadır. Bu sözleşmede yer verilmesi gereken asgari hususlar Kurul tarafından belirlenmektedir” (6362 K 45 md, Yat. Kur. Teb. 25 md).

Çerçeve sözleşme ile kastedilen, ileride aynı türde birden fazla sözleşme akdetmeye niyetli olan kişilerin, her bir sözleşmenin kuruluşu esnasında ayrıca kararlaştırılmasına gerek kalmaksızın, belirli bir takım şartların kısmen veya tamamen bu sözleşmelerde yer almasında şimdiden mutabık kalmalarıdır (Çetin, Töremiş, 2008: s. 85). “Her bir sözleşme için belirlenen gerekli asgari faktörlere yer verilmesi şartıyla birden fazla yatırım hizmet ve faaliyetine ilişkin olarak tek bir çerçeve sözleşme imzalanabilir” (6362 K 45 md, Yat. Kur. Teb. 25 md).

1.1.2.1.4. Müşteri Numarası ve Müşteri Hesapları

Yatırım Kuruluşları Tebliği 27. Maddesinde de belirtildiği gibi aracı kuruluşlar yatırım müşterilerine çerçeve sözleşme imzalamadan önce müşteri numarası vermektedir. Müşteri çerçeve sözleşmeyi imzaladıktan sonra müşteri emirlerine yerine getirmeden önce aracı kuruluşlar Takasbank ve MKK müşteri adına hesap açtırmaktadırlar. Bu kurumlardan alınan sicil numarası müşteri numarası ile eşleştirilmektedir. Müşterinin daha önce almış olduğu bir sicil numarası varsa müşterinin numarasının onunla eşleştirilmesi gerekmektedir. Böylelikle “bir yatırımcının sadece bir sicil numarası olacağı için farklı aracı kurumlarda hesapları olsa dahi, tüm bu hesaplar tek bir sicil numarası ile eşleşeceğinden takas ve saklama kurumu nezdinde tüm varlıkları tek bir sicil numarası üzerinden görebilmektedir”.

“Yatırım kuruluşları, yetkili takas ve saklama kuruluşu ve/veya MKK’da sicil almamış veya sicil ile eşleşmemiş hesaplardan emir kabul edemez (Kurulun istisna getirme yetkisi bulunmaktadır). Gerçek kişi müşterilerin isimlerinde, tüzel kişi müşterilerin ünvanlarında meydana gelen değişikliklerin, öğrenilmesini müteakip derhal yetkili takas ve saklama kuruluşlarına ve/veya MKK’ ya bildirilmesi zorunludur” (6362 K 45 md, Yat. Kur. Teb. 27 md). Takasbank ve MKK yatırım müşterilerine sicil numarası verdikten sonra bir şifre göndermektedir. Bu şifre ile yatırım müşterileri hesaplarına blokaj koyarak kendi izni olmadan işlem yapılmasını engelleyebilmektedirler.

1.1.2.1.5. Kuruluşların İnternet Siteleri

Gelişen teknoloji ile yatırımcıların çoğu alım satım emirlerini internet siteleri aracılığıyla elektronik platformlardan yatırım kuruluşlarına, oradan da işlem yapılmak üzere borsalara ya da yetkili kuruluşlara iletilmektedirler. Bu nedenle Yatırımcı Kuruluşlar Tebliği 28. Maddede bir düzenleme ile “Yatırım kuruluşlarının internet

siteleri ve işlem platformlarının içeriği ve altyapısı işlemlerin güvenliği ve takibi ile yatırımcıların bilgilendirilmesi açısından önem taşımaktadır. Yatırım kuruluşlarının yetkili oldukları yatırım hizmet ve faaliyetleri ile şirketi tanıtıcı bilgileri içeren bir internet sitesi açmaları veya mevcut sitelerini bu kapsamda geliştirerek yetkili oldukları her bir yatırım hizmeti veya faaliyeti için ayrı birer bölüm oluşturmaları zorunlu tutulmuştur”.

İnternet sitesinde asgari olarak;

- a. “hangi tür hizmetleri sunmaya yetkili olduklarına,
- b. varsa lehine faaliyet gösterilen kuruluşu tanıtıcı bilgilere,
- c. yapılan işlemlerin asgari faktör ve risklerine,
- ç. alınan kişisel verilerin saklama ve kullanım koşullarına,
- d. emir iletimi, işlemlerin gerçekleştirilmesi ve takas veya tasfiyesinin nasıl yapılacağına,
- e. emir gerçekleştirme politikalarına,
- f. herhangi bir müşterinin ihtiyacı ve talebi doğrultusunda müşteri ile bire bir oluşturdukları türev araçlar hariç olmak üzere borsada işlem görmeyen sermaye piyasası araçları için verilen anlık alım satım fiyat tekliflerine,
- g. elektronik ortamda müşteriler tarafından yapılabilecek işlemler ile müşteriye elektronik ortamda yapılacak bildirimlere ilişkin esaslara,
- ğ. sermaye piyasası araçları, borsa ve piyasa bilgilerine,
- h. profesyonel müşterilerin yararlanamayacakları mevzuat hükümlerine,
- ı. olası risklere karşı hazırlanan "beklenmedik durum planları"na uygun olarak müşterilerin acil ve beklenmedik durumlarda kullanabilecekleri iletişim bilgileri ile müşterilerin risklerini azaltacak asgari tedbirlere,
- i. "sayfada verilen bilgilerin genel nitelikte olduğuna ve müşterilerin alım kararlarını destekleyebilecek yeterli bilginin sayfada olmayabileceğine" ilişkin bir açıklamaya,
- j. kullanılan bilgisayar ağı ve şifreleme sisteminin olası risklerine ve güvenliğine,

k. kullanılan işlem platformunun ve bilgisayar ağının özelliklerine, varsa riskleri ve güvenlik tedbirleri ile platformda meydana gelebilecek risklere karşı kullanılabilir alternatif iletişim yöntemlerine yer verilmesi zorunludur”.

1.1.2.1.6. Müşteri Sınıflandırması

2008 yılının son aylarında ortaya çıkan ve tüm dünyanın finansal sistemini etkileyen Mortgage Krizinin bir sebebi de bankaların ve finansal kuruluşların müşterilerini yeteri kadar tanımadan kredi ilişkisi içerisine girmeleridir. Yakın geçmişte yaşanan bu kriz kurumların müşteri profillerini çok iyi analiz etmesi gerektiği gerçeğini bir kez daha ortaya koymuştur (Yıldırım, Aslan, 2016: s.1). SPKn göre yatırımcı sınıflandırmasından amaç, yüksek bilgi, tecrübe ve finansal varlıkları olan yatırımcıların diğer yatırımcılara göre piyasa ve yapılan işlemler ile ilgili daha bilgili olması nedeniyle yatırımcıların korunmasına yönelik uygulamalardır.

6362 sayılı Kanun’un 45’inci maddesinde konuya ilişkin olarak “*Kurul, yatırım kuruluşlarının yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin icrası esnasında yatırımcılara sağlanacak korumanın belirlenmesi amacıyla yatırımcıları sınıflandırmaya yetkilidir*” hükmü yer almaktadır.

Yatırım kuruluşları, müşterilerini bilgilendirerek onları profesyonel ya da genel müşteri olarak sınıflandırmak ve buna göre hizmet ve faaliyet sunmak zorundadır. “Müşteriler, tabii olduğu sınıflandırmayı etkileyebilecek bir durum ortaya çıktığında bu durumu yatırım kuruluşuna bildirmekle, yatırım kuruluşu ise müşterinin sınıfını etkileyecek bir durumun ortaya çıktığını öğrenmesi halinde mevzuatta öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesi için gerekli işlemleri tesis etmekle yükümlüdür” (Yat.Kur.Teb. M:30-32).

1.1.2.1.7. Uygunluk Testi

Yatırım kuruluşları Tebliği’nde uygunluk testi, “yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesi” olarak tanımlanmaktadır. Uygunluk testi ile yatırım kuruluşları, sermaye piyasası araçlarından hangilerinin müşteriye uygun olup olmadığını tespit edip, bilgilendirme görevini yerine getirmektedir. Uygunluk testi ile yerindelik testi

birbirlerinden farklı kavramlardır. Yerindelik testi, portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı hizmetlerinden yararlanan müşterilere uygulanmaktadır. Yerindelik testi ile yatırımcının; yatırım süresi, risk ve getiri tercihleri, gelir düzeyi ve yatırım için ayrılan tutar ile yatırımcının yaşı, mesleği, eğitim durumu ve finansal piyasalar ile ilgili deneyimleri öğrenilmektedir. Uygunluk testi yerindelik testinin aksine yatırım kuruluşu, yatırımcıları herhangi bir yönlendirme veya portföy yönetmemekte sadece yatırımcılar tarafından talep edilen emirleri yerine getirmektedir (Yat.Kur.Teb. M:33).

Yatırım kuruluşları *“alım satıma aracılık ve halka arza aracılık faaliyetleri kapsamında yalnızca genel müşterilere uygunluk testi yapmakla”* yükümlüdür. Sermaye piyasası aracına ilişkin hizmetin müşterinin kendi talebi doğrultusunda sunulması ve yatırım kuruluşunun uygunluk testi yapmakla yükümlü bulunmadığı hususunda müşterinin bilgilendirilmesi şartlarıyla (Yat.Kur.Teb. m:33)”;

- a. “yatırım fonu katılma payları,
- b. Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiş borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören kamu borçlanma araçları için uygunluk testi yapılması zorunlu değildir. Bildirime ilişkin ispat yükü yatırım kuruluşuna aittir”.

Uygunluk testi kapsamında asgari olarak aşağıda yer alan hususlarda bilgi alınır (Yat.Kur.Teb. M:33):

- a. “müşterinin yatırım amaçlarına ilişkin olarak; yatırım süresi ile risk ve getiri tercihleri,
- b. müşterinin portföyünde veya hesabında gerçekleştirilecek işlemlere ilişkin riskleri anlayacak bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığına ilişkin olarak; müşterinin yaşı ve mesleği, eğitim durumu, geçmişte gerçekleştirdiği sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerin türü, niteliği, hacmi, sıklığı”,

“yatırım kuruluşları uygunluk testi kapsamında müşteri için doldurulan formları, hizmet ya da ürünün müşteriye uygun olup olmadığına ilişkin tevsik edici belgeleri, temin edilen bilgi ve belgeleri ve müşterilere yapılan uyarıları 5 yıl süreyle saklamak zorundadırlar”.

1.1.2.2. Aracı Kuruluşlarının Şirket Olarak Yükümlülükleri

Yatırım Kuruluşları Tebliği'nde yatırım kuruluşlarının yükümlülükleri başlığı altında yatırım hizmet ve faaliyetlerinden bağımsız olarak yatırım kuruluşlarının şirket olmaktan kaynaklanan yükümlülükleri düzenlenmiştir.

1.1.2.2.1. Ortaklık Yapısı Değişikliklerine İlişkin Yükümlülükler

“Ortaklık yapısı değişikliğine ilişkin getirilen yükümlülükler sadece aracı kurumlar için geçerlidir. Finansal kuruluşların güven müessesesi olması, bunun bir parçası ve tamamlayıcısı olarak 6362 sayılı Kanun gerek Yatırım Kuruluşları Tebliği'nde kurucular ve ortaklar için şartlar aranması, ortaklık yapısı değişikliklerinde özel düzenleme yapılması sonucunu doğurmuştur. Aracı kuruluşun iflası veya tedrici tasfiyesi durumunda sorumlulukları tespit edilmiş olması şartıyla ortağın şahsi iflasının da istendiği dikkate alındığında, aracı kuruluş ortağı olmanın aynı zamanda bir risk taşıdığı da gözden kaçırılmamalıdır”.

Bu çerçevede Yatırım Kuruluşları Tebliği'nde pay devirlerinde aşağıda yer alan düzenlemeler yapılmış olup, pay devirlerinde (Yat.Kur.Teb. M:34);

- a. “bir gerçek kişi ile eş ve velayeti altındaki çocuklarına, bunların sınırsız sorumlulukla katıldıkları veya yönetim kurulu başkanı, üyesi, genel müdür, genel müdür yardımcısı oldukları ortaklıklara,
- b. kamu tüzel kişileri hariç olmak üzere bir tüzel kişinin veya yukarıda sayılanların, sermayelerinin doğrudan veya dolaylı olarak %25 veya daha fazlasına iştirak ettikleri ortaklıklara,
- c. Kurul tarafından aralarında istihdam ilişkisi, akdi ilişki ya da sair nedenlerle birlikte hareket ettiği belirlenenlere ait paylar bir kişiye ait olarak kabul edilmektedir”.

Borsa Dışında Gerçekleştirilen Pay Devirlerine İlişkin Olarak;

- a. “bir kişinin aracı kurum sermayesinin veya oy haklarının %10'u veya daha fazlasını temsil eden payları edinmek suretiyle aracı kurum ortağı olması veya bir ortağa ait payların aracı kurum sermayesinin veya oy haklarının %10, %20, %33 veya %50 sini aşması sonucunu veren pay edinimleri ile bir ortağa ait

payların yukarıdaki oranların altına düşmesi sonucunu veren pay devirleri Kurulun iznine tabidir,

- b. aracı kurumda yönetim imtiyazı veren ya da intifa hakkı taşıyan payların devri herhangi bir orana bakılmaksızın Kurul iznine tabidir,
- c. aracı kurumda pay sahibi olan tüzel kişilerin kendilerine ait pay devirleri, bu pay devirlerinin aracı kurumdaki pay sahipliğini doğrudan veya dolaylı olarak %10, %20, %33 veya %50 oranlarında değiştirmesi halinde, ayrıca tüzel kişinin aracı kurumla ilgili olarak yönetim imtiyazına sahip bulunduğu hallerde tüzel kişinin %10, %20, %33 veya %50 oranlarındaki ortaklık yapısı değişiklikleri veya imtiyazlı paylarının devrini içeren ortaklık yapısı değişiklikleri aracı kurumların faaliyet şartları bakımından Kurulun onayına tabidir.

Aracı kurumların %10'undan fazlasına sahip tüzel kişilerin yönetim imtiyazına sahip paylarının devri de aracı kurumların faaliyet şartları bakımından Kurulun onayına tabidir.

- d. bir kişinin, doğrudan veya dolaylı olarak, aracı kurum sermayesinin veya oynaklarının yukarıdaki oranlara ulaşmayan veya bu oranlar arasında kalan pay devirlerinde ise devri izleyen 10 iş günü içinde Kurula bildirimde bulunulur,
- e. bankaların ortaklık yapısında doğrudan ya da dolaylı olarak meydana gelen değişiklikler için Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun izninin bulunması durumunda, söz konusu pay devirlerine bağlı olarak aracı kurumun ortaklık yapısında oluşacak dolaylı değişiklik için, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun iznini izleyen 10 iş günü içinde Kurula bildirimde bulunulur,
- f. bu düzenlemelere aykırı olarak gerçekleştirilen devirler pay defterine kaydolunmaz ve bu hükme aykırı olarak pay defterine yapılan kayıtlar hükümsüzdür” (Yat.Kur.Teb. M:35).

Borsada Gerçekleştirilen Pay Devirlerine İlişkin Olarak

“Payları halka arz edilen aracı kurumların borsada işlem gören payları için de bir kişinin aracı kurum sermayesinin %10'u veya daha fazlasını temsil eden payları edinmesi veya bir ortağa ait payların aracı kurum sermayesinin %10, %20, %33 veya %50'sini aşması sonucunu veren pay edinimleri bu paylara bağlı temettü hariç ortaklık haklarının kullanılabilmesi bakımından Kurulun iznine tabidir. Bu durumda ortaklık

yapısı değişikliği başvurusu payları bu fıkıada belirtilen oranlara ulaşan gerçek veya tüzel kişiler tarafından yapılır. Söz konusu oranların, aracı kurumların borsa dışından elde edilen payları da dâhil olmak üzere borsada işlem gören payların edinilmesi ile gerçekleşmesi halinde de bu hüküm uygulanır” (Yat.Kur.Teb. M:36).

1.1.2.2.2. Tescil ve İlan Yükümlülüğü

Teknolojik gelişmelere paralel olarak tescil ve ilan yükümlülüğü başka kanunlardan kaynaklanmadıkça gazete ilanları yerine elektronik ortamda yapılmaktadır.

Bu çerçevede Yatırım Kuruluşları Tebliği’nde konuya ilişkin olarak aşağıdaki hükümler yer almaktadır (Yat.Kur.Teb. M:37):

- “Aracı kurumların merkez dışı örgüt açma izinleri ve şirket adı veya marka kullanım izinleri, konuya ilişkin Kurul izninin tebliğini izleyen 10 iş günü içinde ilgili ticaret siciline tescil ettirilir ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi’nde ilan olunur. Ayrıca yatırım kuruluşlarının her türlü faaliyet izni ile aracı kurumların merkez dışı örgüt açma ve şirket adı veya marka kullanım izinleri, konuya ilişkin Kurul izninin tebliği üzerine yatırım kuruluşunun internet sitesinde ve Kamuyu Aydınlatma Platformunda ilan olunur.
- Faaliyetlerin geçici durdurulması ya da herhangi bir faaliyet izninin iptali halinde keyfiyet, Kurulca tebliği üzerine derhal yatırım kuruluşunun internet sitesinde ve Kamuyu Aydınlatma Platformunda ilan olunur.
- Merkez dışı örgüt faaliyetlerinin Kurul tarafından veya aracı kurumun talebi doğrultusunda geçici olarak durdurulması halinde keyfiyet, Kurulca tebliği üzerine derhal aracı kurumun internet sitesinde ve Kamuyu Aydınlatma Platformunda ilan olunur”.

1.1.2.2.3. Birliğe ve Lisanslama ve Eğitim Şirketine Yapılacak Bildirimler

Yatırım Kuruluşları Tebliği’nin 38’inci maddesinde yatırım kuruluşlarının yapması gereken bildirimler özet olarak:

1. “Aracı kurumlar, yönetici, ihtisas personeli, müfettiş, iç kontrol elemanı ve risk yönetim elemanının Tebliğ’de aranan şartları taşıdığını tevsik edici belgeler ve ayrıntılı iş tecrübesini gösteren özgeçmişini ile birlikte işe alınmalarını takiben 10 iş günü içinde SPL’yebildirir. Söz konusu personelin görevden ayrılması,

ünvan ve hizmet biriminin değiştirilmesi ile benzeri her türlü değişiklik de durumu takip eden 10 iş günü içinde SPL'ye bildirilir.

2. Aracı kurumlar, yönetici, ihtisas personeli, müfettiş, iç kontrol elemanı ve risk yönetim elemanının Tebliğ'de aranan durumlarında herhangi bir değişiklik olması halinde, durumu 10 iş günü içinde SPL'ye bildirir.
3. Bankalar, yatırım hizmet ve faaliyetlerini sundukları merkez birimleri ile merkez dışı birimlerini ve bu birimlerde görev yapan yönetici ve ihtisas personeliyle ilgili olarak birincive ikinci maddedeki esaslar dâhilinde SPL'ye bildirimde bulunur.
4. Aracı kurumların murahhas üye tayinine ve bunların yetki ve sorumluluklarının belirlenmesine ilişkin yönetim kurulu kararları ile bunda yapılan değişiklikler, ilgili yönetim kurulu kararının tescilini izleyen 3 iş günü içinde Birliğe bildirilir.
5. Aracı kurumlar merkez ve merkez dışı örgütlerinin adresleri ile faaliyet şartlarını tevsik eden belgelerle birlikte bunlarda meydana gelen değişiklikleri keyfiyeti izleyen 10 işgünü içinde Birliğe bildirmek zorundadır.
6. Aracı kurumlar imza yetkililerini gösterir mevcut imza sirkülerlerini ve değişiklik meydana gelmesi halinde güncel imza sirkülerlerini keyfiyeti izleyen 10 iş günü içinde Birliğe gönderir. Bankalar da sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin birimleriyle sınırlı olarak bu hükme tabidir.
7. Aracı kurumlar, ortakları, personeli, müşterileri ve diğer gerçek ve tüzel kişiler aleyhine açtıkları dava ve takipler ile bunların kendileri aleyhine açtıkları dava ve takipleri ve sonuçlarını öğrendikleri tarihi izleyen 10 iş günü içinde Birliğe bildirmek zorundadır. Söz konusu dava ve takiplerin tutarının özsermayenin %10'unu geçmesi halinde Kurula da bildirimde bulunulur. Bankalar da yatırım hizmet ve faaliyetleri ile sınırlı olarak bu fıkra hükmüne tabidir.
8. Aracı kurumlar Kurulun bağımsız denetime ilişkin düzenlemeleri kapsamında seçtikleri bağımsız denetim kuruluşu hakkındaki bilgiler ile buna ilişkin değişiklikleri durumunu izleyen 10 iş günü içinde Birliğe bildirir.
9. Yatırım kuruluşları iletişim bilgileri, internet sitesi adresi, vergi kimlik numarası ve ticaret sicil numarası bilgileri ile bunlarda meydana gelen değişiklikleri durumunu izleyen 10 işgünü içinde Birliğe bildirir.

10. Mevzuat uyarınca yapılan ilanlara ilişkin gazeteler ilanı izleyen 10 iş günü içinde Birliğe gönderilir”.

SPL personele ilişkin bilgileri tutarken, diğer bilgiler ise Birliğe yapılmaktadır. Tebliğ’de “Birlik ve SPL, kendilerine yapılan bildirimler kapsamında bir veri tabanı oluşturmak, söz konusu veri tabanlarını ilgili konularda birbirlerinin ve her durumda Kurulun erişimine açmakla görevli kılınmışlardır”.

1.1.2.2.4. İzinsiz Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Takip ve Bildirim Yükümlülüğü

İzinsiz sermaye piyasası faaliyeti 6362 sayılı Kanununun 39. Maddesinde Kurul’dan faaliyet izni almaksızın sermaye piyasası faaliyetinde bulunulması olarak tanımlanmaktadır. Buna göre, “yatırım kuruluşları, iş/hesap ilişkisine girdiği kişi ve kurumların izinsiz portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, acentelik gibi faaliyette bulduklarını tespit etmeleri durumunda ivedilikle iş ilişkisini bitirip Kurula bildirim yapmakla mükellef kılınmışlardır. Aksi durumda izinsiz sermaye piyasası faaliyetinin yürütüldüğü izlenimini verecek şekilde çalışan söz konusu kişi veya kurumun bu işlemlerinden doğan her türlü hukuki sorumluluğun yatırım kuruluşuna ait olacağı belirtilmiştir” (6362 say. Kan. M:39).

İştirak Sınırları

Yatırım kuruluşlarının mali durumların sağlam olması da büyük önem taşımaktadır. Bu amaçla “Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği” düzenlenmiş, söz konusu Tebliğ’de “yatırım kuruluşları için uluslararası düzeyde geçerliliği olan sermaye yeterliliği düzenlemeleri yapılmış, öz sermayesinin toplam varlıklarının belirli bir oranında olması ya da varlıklarının belirli bir kısmının her an nakde çevrilebilir şekilde likit olması gibi farklı kriterler getirilmiştir. Ayrıca “aracı kurumların borsa dışı ve içi edinecekleri finansal kurum payları için farklı oranlarda sermaye bulundurma zorunluluğu getirilmiştir” (Seri: V, No: 34 sayılı):

- a. “Aracı kurumlar, sermaye piyasası kurumları, borsalar, kıymetli maden aracı kurumları, sigorta, bireysel emeklilik, finansal kiralama, faktöring, finansman ve varlık yönetim şirketleri ile Kurulca uygun görülecek diğer finansal kuruluşlara herhangi bir sınıra tabi olmaksızın iştirak edebilirler,

- b. Aracı kurumların yukarıda sayılanlar dışındaki ortaklıklara yapabilecekleri iştirakleri toplamı ise öz sermayelerinin %25'ini aşamaz. Geniş yetkili aracı kurumlar için bu sınır %50'dir. Sermaye artırımları dolayısıyla bedelsiz edinilen ortaklık payları ile ortaklık paylarının herhangi bir fon çıkışı gerektirmeyen değer artışları iştirak sınırının hesaplanmasında dikkate alınmaz,
- c. Aracı kurumlar, ödenmiş sermayelerinin %10'undan fazlasına sahip olan ortaklıklara ve yöneticilerinin ayrı ayrı veya birlikte sermayelerinin %25'inden fazlasına sahip oldukları ortaklıklara iştirak edemezler”.

1.1.3. Aracı Kuruluşlarının Yapamayacakları İş ve İşlemler

Aracı kurumlar sadece Kanun ile izin verilen faaliyetleri yapabilir, bunun dışında kalan faaliyetleri yapamazlar. Sermaye piyasası mevzuatında aracı kurum için yükümlülükler ve kısıtlamalar bulunmaktadır (Kayacık,2012: s.40). Yatırım kuruluşlarının yapamayacakları iş ve işlemler SPKn ile düzenlenmiştir. Bu düzenleme uyarınca aracı kurumlar (Yat. Kur. Ve Faal. Esas. Hak. Teb. M.56):

- a. “Kuruldan icrası için izin alınan yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlere ilişkin iş ve işlemler dışında hiçbir sınaî ve zirai faaliyette bulunamaz”,
- b. “Mevzuatın imkân verdiği haller hariç olmak üzere sermaye piyasası araçları dışında kendi mali taahhütlerini içeren evrak çıkaramaz (mevzuat uyarınca portföy aracılığı yetkisine sahip aracı kurumlar tezgahüstü türev işlemler yapabilirler, maddede sermaye piyasası araçları çıkarabilecekleri belirtilmiştir)”,
- c. “Ticari amaçlı gayrimenkul alım satımında bulunamaz”,
- ç. “Mevzuatın imkân verdiği haller hariç olmak üzere ödünç para verme işlemleri yapamaz (sermaye piyasası araçlarında kredili işlemlerde bulunabilirler)”,
- d. “Mevduat veya katılım fonu toplayamaz, mevduat veya katılım fonu toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapamaz”,
- e. “Mevzuatın imkân verdiği haller hariç olmak üzere sermaye piyasası araçlarının, belli bir getiri sağlayacağı yönünde herhangi bir yazılı veya sözlü taahhütte bulunamaz (bireysel portföy yöneticiliği sırasında geçmiş getiri verilerini kullanabilirler, genel yatırım tavsiyesi ve yatırım danışmanlığı sürecinde istatistikî bilgiler verebilirler. Burada önemli olan husus geçmiş

- verileri kullanmak değil, geleceğe ilişkin beklentileri, kesin olacak şekilde yatırımcıya sunmamaktır”,
- f. “Müşteriye ait sermaye piyasası araçları ve nakit üzerinde hak ve yetkileri olmaksızın kendileri veya üçüncü şahıslar lehine herhangi bir tasarrufta bulunamaz”,
- g. “Çalışanlarının ve müşterilerinin olağan müşteri-aracı kurum ilişkisi dışındaki imkânlardan yararlanmak suretiyle kendi nam ve hesaplarına işlem yapmalarına olanak sağlayamaz”,
- ç. “Müsaade edilen haller hariç olmak üzere, ihraç ettikleri payları kendi nam ve hesaplarına alıp satamaz (halka açık aracı kurumlara ilişkin kendi paylarını geri almaya yönelik Kurul düzenlemeleri ile Türk Ticaret Kanunu’nun 379’uncu maddesinde yer alan düzenlemelere uygun alımlar gerçekleştirilebilir”,
- h. “Fiktif hesap açamaz, işlemlerini kayıt dışı bırakamaz ve gerçek mahiyetine uygun düşmeyen kayıtlar tesis edemez”,
- ı. “Portföy yöneticiliği faaliyeti saklı kalmak üzere, yöneticileri ve merkez dışı örgütleri dâhil tüm çalışanları aracılığıyla müşterilerinden sermaye piyasası aracı alım satım emir verme, ordino ve diğer belgeleri imzalama, nakit ve sermaye piyasası aracı yatırma ve çekme, virman işlemi yapma gibi geniş yetkiler içeren vekâletname alarak veya bu sonucu doğuracak şekilde ya da müşterinin bu yöndeki sözlü yetkisine istinaden müşteri adına veya hesabına işlem yapamaz”,
- i. “Müşterilerin hak ve yararlarını zedeleyici işlemlerde bulunamaz, iyi niyet kurallarına aykırı hareket edemez, piyasa hakkındaki bilgisizlik ya da tecrübesizliklerinden yararlanıp müşterilerin alım-satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlayamaz”,
- j. “Herhangi bir şekilde gelirlerini artırmak amacıyla müşteriye tanınan limitleri aşmak da dâhil müşterilerin gereksiz ve/veya aşırı miktarda alım-satım yapmalarına ortam hazırlayamaz, bu amaçla müşterileri yönlendiremez ve müşteri talimatı olmaksızın müşteri hesabına işlem yapamaz”,
- k. “Bir malî yılda öz sermayelerinin binde beşini aşacak miktarda bağış yapamaz. Bu hükmün uygulanmasına ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir”,

“Yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunan bankalar ise yukarıda yer alan hükümlerden yatırımcının korunmasına yönelik olan (e), (f), (g), (h), (ı), (i) ve (j) bentlerinde yer alan hükümlere tabidir”.

1.2. HALKA ARZ

Halka arz; bir ortaklığın fon ihtiyacını karşılamak için, sermaye piyasası araçlarının çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara her türlü duyuru (gazete ilanı, reklam, internet, v.b) yoluyla satışı olarak tanımlanabilir.

6362 sayılı SPK'nun md. 3/1-f hükmü uyarınca halka arz, “*sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı*” dır.

Kanun'da belirtilen tanıma göre halka arz kavramı, sadece şirketlerin pay senetlerinin halka arzı için değil, yine aynı Kanunda ve ilgili mevzuatta düzenlemesi yapılan tüm sermaye piyasası araçları için kullanılmaktadır.

Kanuni tanımdaki genel çağrı, çok sayıda ve belirsiz kişilere, sermaye piyasası araçlarını satın almaları için her türlü yoldan duyuru yapılması anlamına gelmektedir. Bu duyurunun yapılması ile yatırımcılara, yazılı ve görsel medya, el ilanları, ilan panoları, posta ve internet gibi çok çeşitli vasıtalarla ulaşılabilir. Halka arz, sermaye piyasası araçlarının sadece çok sayıda ve belirsiz kişilere değil, özel bir gruba yapılan satışında içermektedir. Aslında halka arz kavramı, sermaye piyasası araçlarının arz edildiği andan itibaren, halk tarafından satın alınabilme olanağının varlığını göstermektedir. Ayrıca sadece ilk kez arz edilenleri (birincil piyasa) değil, daha önce arz edilmiş (ikincil piyasa) sermaye piyasası araçları da halka arz edilebilir. (Çatakoğlu,2016: s.119).

1.2.1. Halka Arzın Avantajları

Şirketlerin neden halka açıldığına ilişkin oldukça az sayıda ampirik araştırma mevcuttur. Pagano, Panetta ve Zingales (1998), özel İtalyan firmalarının tescilli veri tabanını kullanarak halka arz kararına katkıda bulunan faktörleri, halka arz olmuş İtalyan firmalarıyla karşılaştırmış ve test etmişlerdir. Çalışmalarından iki önemli sonuç elde etmişlerdir (Pagano, Panetta ve Zingales, 1998: s.28-29).

İlk bulguları, bir halka arzın olasılığının aynı sektördeki firmaların borsa değerlemesinden olumlu bir şekilde etkilenmesidir. İtalya’da, halka arz sonrasında yatırım ve kârlılık azalmaktadır.

İkinci bulguları ise şirketlerin, yatırım ve büyümeyi finanse etmek için halka arz olmak yerine, yüksek yatırım ve büyüme sonrasında hesaplarını yeniden dengelemek için halka arz olduklarını tespit etmişlerdir. Bu sonuç diğer Avrupa ülkelerinin kanıtlarıyla çarpıcı bir şekilde benzer ve ABD ile bir zıtlık içermektedir.

Halka açılmanın her iktisadi faaliyet ve karar gibi özelde şirket ve yatırımcılara genelde de ekonomik yapıya etki eden avantajları bulunmaktadır. Temel amaç doğrudan fon temini olmakla birlikte şirkete sağladığı avantajları aşağıdaki gibi açıklayabiliriz (SPK Yay.2016: s:2-4):

Yeni Finansman Kaynağı: şirketler paylarını primli fiyatla halka arz ederek, alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetli ve uzun vadeli bir kaynak elde etmektedirler. Ayrıca şirketler, halka açıldıktan ve pay senetleri borsada işlem görmeye başladıktan sonra da pay senetlerini karşılık göstererek kredi kullanabilme ve borçlanma araçları ihraç edebilme imkanlarından yararlanmak suretiyle de finansman sağlayabilmektedirler (BİST Yay. s.3, SPK Yay.2016: s.2-4).

Brau ve Fawcett (2006) yaptıkları çalışmada şirketlerin neden halka açılmak istediklerini araştırmışlardır. Geleneksel ders kitapları halka arzın amacını, sermaye maliyetini düşürmek ve finansman sıralamasını değiştirmek olarak sıralamaktayken, şirket CEO’larına yaptıkları ankete göre, halka açılma için en önemli motivasyon olarak finansman için halka açık payların oluşturulmasını tanımladıklarını tespit etmişlerdir.

Likidite Sağlamak: Halka arz edilen pay senetleri, borsada organize bir pazarda, arz ve talebe göre oluşan fiyatlarla alınıp satılması ile likit hale gelmektedir. Aynı zamanda mevcut ortaklara ve pay senedi opsiyonu kullanan çalışanlara önemli bir finansman imkânı sağlanmaktadır (BİST Yay. s.3, SPK Yay.2016: s.2-4).

Şirketlerin Tanıtımı: Pay senetleri borsada işlem gören şirketler hakkındaki çeşitli bilgiler, borsanın şeffaflık ve kamuyu aydınlatma işlevi çerçevesinde yurtiçi ve uluslararası yatırımcılara veri yayın kuruluşları, basın ve yayın kuruluşları ile diğer

görsel yayın kuruluşları vasıtası ile sürekli olarak ulaştırılmaktadır. Böylelikle şirketlerin yurt içinde ve dışında tanınması sağlanmaktadır (BİST Yay. s.3).

Brau ve Fawcett (2006) göre halka arz sürecinde şirketler için yapılan bilgi dağıtımı, şirketlerin ve şirket ürünlerinin hem yurtiçinde hem de uluslararası tanınmalarına yardımcı olmaktadır. Yaygın tanınmanın sağladığı avantaj çerçevesinde gerek yurtiçi ve gerekse uluslararası yerleşik bulunan ve aynı sektörde faaliyette bulunan şirketlerle işbirliğine gidebilme, ortak girişim oluşturma ve benzeri konularda çalışmaların yapılabilmesi imkânı doğabilmektedir. İleri teknoloji firmaları bir ilk halka arzı, finansman kararı yerine stratejik itibarı güçlendirici bir hareket olarak görmektedirler (Brau, Fawcett, 2006; s.405).

Kurumsallaşma: Türkiye’de faaliyette olan şirketlerin büyük bir bölümü aile şirkettir. Aile şirketlerinin ömrü genellikle kurucusu veya yönetimde söz sahibi olan kişilerin ömürleri ile sınırlı olabilmektedir. Halka arz olan şirketlerin kurumlaşması ile bu sorun aşılabilmektedir (BİST Yay. s.3, SPK Yay.2016: s.2-4).

Halka arz; şirketlere şeffaf olma, kamuyu doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetim yaptırma, uluslararası muhasebe standartlarını uygulama sorumlulukları yükler. Söz konusu şirketler, tüketiciler, yatırımcılar ve kreditorler gözünde prestij ve güven kazanırlar (BİST Yay. s.3, SPK Yay.2016: s.2-4).

İkincil Halka Arz ve Sermaye Artırım İmkânı: Şirketler, paylarını halka arz ettikten sonra ortaya çıkan kaynak gereksinimlerini mevcut ortakların rüçhan haklarını kısmen veya tamamen kısıtlamak suretiyle gerçekleştirecekleri ikincil halka arz yoluyla karşılayabilecekleri gibi yapacakları sermaye artırımını ile de karşılayabileceklerdir (BİST Yay. s.3, SPK Yay.2016: s.2-4).

Akademik teoriler, şirketlerin halka açılmaları için dört etken olduğunu ileri sürmektedirler. Bu etkenler (Brau, Fawcett, 2006: s.405-406);

İlk etken sermaye maliyetidir (ör. Scott (1976) ve Modigliani ve Miller (1963)) şirketlerin yabancı sermayeyi, sermaye maliyetlerini en aza indirdiğinde (dolayısıyla şirketin değerini maksimize edecek şekilde) bir halka arz yaptığını savunmuşlardır. Myers ve Majluf (1984) ve Myers (1984), asimetric bilgilere ve pay senedi fiyatının yanlış değerlendirilmesine ihtimaline göre, bir şirketin finansman

düzenini; öz sermaye, borç finansmanı ve daha sonra dışsal öz sermaye olmasını ileri sürmüşlerdir.

İkinci etken olarak, Zingales (1995) ve Mello ve Parsons (2000), halka arzın içeriden öğrenenlere para çekme imkânı verdiğini iddia etmektedirler. Ang ve Brau (2003) içerdekilerin fırsatçı olarak IPO'daki payları kişisel kazanç için sattığını iddia etmektedirler.

Üçüncü etken olarak halka arzın, şirketleri devralma faaliyetini kolaylaştırabileceği iddia edilmektedir. Zingales (1995), bir halka arzın, bir şirketin cazip bir fiyata devralınmasına doğru atılmış bir ilk adım olabileceğini savunmaktadır. Brau ve ark. (2003), halka arzın, başka şirketleri satın alabilmeleri veya bir pay anlaşmasında kazanılabilmeleri için "para birimi" olarak kullanılacak bir şirket için halka açık paylar oluşturması açısından önemli olduğunu vurgulamışlardır.

Dördüncüsü, halka arz olan şirket stratejik adımlar atabilir. Chemmanur ve Fulghieri (1999) IPO'ların şirketin mülkiyet tabanını genişlettiğini savunmaktadırlar. Maksimovic ve Pichler (2001), şirketlerin ilk hamle avantajını elde etmek için halka arzı gerçekleştirdiklerini ileri sürmüşlerdir. Ayrıca, halka arzın, halka açılan şirketin tanıtımını veya itibarını artıracakını önermektedirler. Son olarak, Bradley, Jordan ve Ritter (2003) şirketlerin genellikle halka arz sonrasında yukarı doğru eğilim gösterdiğini belirtmişlerdir.

Diğer İmkanlar (BİST Yay. s.3):

- Payların borsaya kote edilmesi ve işlem görmesi durumunda şirket değerinin ve pay fiyatının belirlenmesini temin eder.
- Şirketin prestijini artırır.
- Kayıtlı sermaye veya raf kayıt sisteminden yararlanılarak daha kolay ve düşük maliyetli sermaye artırımını imkânı elde eder.
 - Tahvil ve bono gibi borçlanma araçları ihracında daha yüksek öz kaynak hesaplaması yapılmasına olanak verir.

1.2.2. Halka Arzın Dezavantajları

Ters Seçim: Rock (1986) göre halka arz edilecek şirket yöneticileri, şirketin değeri konusunda yatırımcılarından daha fazla bilgiye sahiptir. Taraflar arasındaki bu

asimetrik bilginin giderilmesi için şirket, halka arzda düşük fiyatlamaya yapmak zorunda kalabileceğini şiddetle etmiştir. Bu durumda halka arz edilen şirket, hedeflediği ve şirketin gerçek değerini takdir eden yatırımcıları seçemeyebilir (Rock, 1986: s.205).

Kârın Paylaşımı: Halka arz olan şirketler, elde ettikleri kârın bir kısmını ortaklar, kurucular, yöneticiler ve çalışanları dışında yatırımcılarla da paylaşmak durumundadırlar.

Gizliliğin Kaybı: Şirketler, kendilerini rakiplerinden avantajlı duruma getiren yöntemlerini ve kaynaklarını yani içsel bilgilerini genellikle paylaşmazlar. Ancak halka arz olan şirket için yasal yükümlülükler ve yatırımcıları çekebilmek amacıyla içsel bilgilerini açıklamak zorunda kalabilir.

Raporlama ve Denetim Sorumluluğu: Halka arz edilen bir şirket belli periyotlarla mali durumunu gösteren finansal tabloları ve bağımsız denetim raporlarını, yapılan anlaşmalar, projeler, yatırımlar, şirket yönetimi ve ortakları ile ilgili bazı durumları kamuoyuna veya ilgili düzenleyici ve denetleyici otoritelere açıklamak/raporlamak zorundadır (Sancak,1999:s.8).

Kontrol Kaybı: Halka arzla birlikte şirket, faaliyetleri, projelerini, anlaşmalarını ve kararlarını kamuoyu açıklama zorunluluğuna ve SPK gözetimi ile denetimine girmektedir. Bu durum bir aile şirketiyle kıyaslandığında, halka açık bir şirkette kurucuların şirket yönetimi için karar alma süreçlerindeki etkinliğinin azalmasına yol açmaktadır. Brau ve Fawcett'in (2006) yaptıkları çalışmaya göre "kontrol kaybı", şirket yöneticilerinin halka arz konusundaki çekincelerinin başında yer almaktadır.

Halka Arz Masrafları: Halka arz sürecinde, aracı kuruluşa ödenen komisyon, sermaye değişikliği, bağımsız denetim masrafları, yurtiçi ve yurt dışı reklam, SPK, BİST ve MKK'ya ödenen ücretler halka arz maliyetini oluşturmaktadır. Chen ve Ritter (1999) göre halka arz masrafı, ihraçtan elde edilen hasılatın ortalama %7'si düzeyinde olmaktadır.

Yasal Takip: Halka arz sürecinde görev alan şirket yöneticileri ve aracı kuruluşlar, halka arz sürecinde ve sonrasında yatırımcılar veya süreçte uygunsuzluk tespit eden düzenleyici-denetleyici kurumların yasal takiplerine karşılaşılabirler. Bunun dışında halka arz olan bir şirket, aile şirketlerine nispeten daha fazla gözetim

ve denetimine tabi olmaktadır. Bu durumda şirket, önemli tutarda tazminat yüküyle karşılaşabilir.

Sancak'ın (1999) Türkiye'deki 500 büyük sanayi şirketinin halka açılma olanaklarını araştırdığı çalışmasında elde ettiği sonuçlar aşağıda belirtilmiştir. Pay senetleri BİST'de işlem görmeyen şirketlerin halka açılmadan kaçınma nedenleri ağırlık sırasına göre şöyledir:

- i. Şirket yönetim ve denetiminin kısmen de olsa başka kişilere bırakılmaması düşüncesi,
- ii. Menkul kıymet çıkarmanın ve sonraki düzenlemelere uymanın formalitesinin çok ve prosedürünün uzun olması,
- iii. Halka açılma işlemlerinin maliyetinin yüksek olması ve halka açılma sonrası giderlerin büyüklüğü,
- iv. Piyasadan yeteri kadar fon toplanamayacağı düşüncesi,
- v. Finansman açısından uygun görülmemesi,
- vi. Borsada belirlenecek fiyatın gerçekçi olmayacağı düşüncesi

1.2.3. Halka Arz Yöntemleri

“Halka arz kararı almış olan şirketler “Mevcut Payların Halka Arzı” (Ortak Satışı) ve “Sermaye Artırımı” (Yeni Pay İhracı Yoluyla Halka Arz) yöntemlerini izleyerek paylarını halka arz edebilecekleri gibi her iki yöntemi bir arada kullanılabirler” (SPK seri VII-128.1, BİST Klv, s.17).

1.2.3.1. Ortak Satışı (Mevcut Payların Halka Arzı)

Ortak satışında, daha önceden ihraç edilmiş paylar, söz konusu paylara sahip gerçek ve tüzel kişilerce halka arz edilmektedir. Bu yöntemde şirket tarafından yeni pay ihraç edilmesi söz konusu değildir. Mevcut payların halka arzıyla şirket, ortak sayısını artırmak suretiyle halka kapalı şirket statüsünden halka açık şirket statüsüne geçmektedir. Bu yöntemde şirkete doğrudan bir kaynak girişi olmamaktadır. Sahip olduğu payları halka arz eden gerçek veya tüzel kişi açısından sonucu ise şirket sermayesindeki pay oranının azalması ve buna karşılık sahibi olduğu payların satışı nedeniyle belirli tutarlarda gelir elde etmesidir. Yöntemin diğer yöntemden ayırt edici özelliği, payların nominal değerinin üzerinde satışından sağlanan primin, paylarını

halka satan ortağa ait olmasıdır (SPK Yat.Bil.Klv, s.13). Bu şekilde gerçekleştirilen halka arzlar Anglosakson sistemde, ikincil halka arz (“SPO – Secondary Public Offering”) adı verilmektedir (Özhan,ty: s.6).

1.2.3.2. Sermaye Artırımı (Yeni Pay İhracı Yöntemi)

Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, mevcut ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak paylarını halka arz edebilirler (Sayar, 2003: s.16). Bu ortaklıkların sermayelerinin tamamının ödenmiş olması zorunludur (SPK Yat.Bil.Klv, s:13). Bu yöntemde elde edilen satış hasılatının doğrudan şirkete ait olması ve şirketin bu hasılatı belirlediği finansman stratejisi çerçevesinde kullanabilme olanağına sahip olması bakımından ortak satışı yöntemine göre şirket açısından faydalıdır (Çavuşoğlu, 2008: s.22). Bu tip halka arzlar, birincil halka arz adı verilmektedir (IPO – InitialPublicOfferings) (Özhan, ty: s.6).

1.2.4. Halka Arz Süreci

Türkiye’de pay senetlerinin halka arzı Sermaye Piyasası Kurulu'nun, borsada işlem görmesi ise Borsa İstanbul’un incelemelerine tabi bulunmaktadır. Bir halka arz işlemi halka arz işlemi üç bölümde incelemek mümkündür: Halka arza gidilen yolda ilk süreç olan “Halka Arza Hazırlık Süreci” nde ihraççı ortaklık halka arza hazır hale getirilir, halka arz ile ilgili hazırlıklar yapılır, mevzuat gereklilikleri yerine getirilir. Bu süreci takip eden ikinci süreç, “Halka Arz” sürecidir. Bu süreçte payların satılması ve dağıtım işlemi gerçekleştirilir. Üçüncü ve son aşama ise özellikle halka arz edilen pay senetlerinin borsa ve benzeri diğer piyasalarda işlem görmesi halinde önem kazanan “Halka Arz Sonrası” süreçtir (Özhan, ty:s.7).

1.2.4.1. Halka Arza Hazırlık

Şirket paylarının Borsa İstanbul’un ilgili pazarında işlem görebilmesi için payların halka arzına dair izahnamenin SPK tarafından onaylanması sonrasında payların halka arz gerçekleşmesi ve Borsa İstanbul yönetimi tarafından payların Borsa kotuna alınması gerekmektedir. Borsa İstanbul kotuna alınma, borsada sürekli işlem görmesi talep edilen payların ilgili şartları taşımaları durumunda ilgili pazarda işlem görmesinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir.

SPK payların ilk halka arzı öncesi uyulacak esasları aşağıdaki gibi belirlemiştir (2013:Tebliğ:5/145):

1. “Paylarını ilk kez halka arz edecek ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesinde son iki yıl içinde varlıkların rayiç değere taşınması suretiyle oluşan fonların bulunmaması şarttır.

2. Paylarını ilk kez halka arz edecek ortaklığın başvuru tarihinden önceki iki yıl içinde anonim şirkete dönüşmüş olması durumunda; dönüşüm öncesi bilançoda yer alan öz kaynak kalemlerinin, dönüşüm sonrası anonim ortaklığın açılış bilançosunda sermaye hesabı altında bir toplulaştırma yapılmadan, bilançoda ayrı kalemler olarak dönüşüm öncesi ortaklığın devamı olacak şekilde gösterilmiş olması zorunludur.

3. Paylarını ilk kez halka arz edecek ortaklığın izahnamesinde yer alacak en son tarihli finansal tablolarına göre ilişkili taraflarından olan tüm alacaklarının uzun ve kısa vadeli alacaklar toplamına (ticari ve ticari olmayan alacaklar dahil) olan oranı yüzde elliye veya aktif toplamına olan oranı yüzde yirmiyi geçemez. Söz konusu oranları sağlamak amacıyla, mevcut pay satışından elde edilecek fonun ilişkili taraflardan olan alacakların tahsilinde kullanılmasının ve ortaklığın bu hükmün dolanılmasına yol açacak şekilde tekrar alacaklı hale getirilmemesinin taahhüt edilmesi ve Kurulca uygun görülmesi durumunda bu madde hükmü uygulanmaz. İlişkili tarafın bir kamu kurumu olması halinde, ilişkili taraflardan olan alacakların hesaplanmasında kamu kurumundan olan alacaklar dikkate alınmaz.

4. Paylarını ilk kez halka arz edecek ortaklığın halka arz edilecek paylarının, halka arz fiyatı (fiyat aralığı ile talep toplanması halinde taban fiyat) baz alınarak hesaplanacak piyasa değerinin:

- a. Yirmi milyon TL'nin altında olması durumunda, satılmayan payların tamamı için,
- b. Yirmi milyon TL ile kırk milyon TL arasında olması durumunda ise, satılmayan payların yirmi milyona kadar olan kısmının tamamı, aşan kısmının ise yarısı için, halka arza aracılık eden kuruluşun/kuruluşların halka arz fiyatından yüklenimde bulunması ve izahnamenin Kurulca onaylanmasından önce yüklenim sözleşmesinin Kurul'a gönderilmesi zorunludur. Halka arza aracılık eden kuruluşlar bu şekilde portföyelerine aldıkları payları, payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren altı ay süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satamazlar. Söz konusu kuruluşların borsa dışında satacakları payları

alanlar da bu sınırlamaya tabidir. Gelişen İşletmeler Piyasasında işlem görecektir ortaklıklarda bu yükümlülük piyasa danışmanı tarafından da yerine getirilebilir.

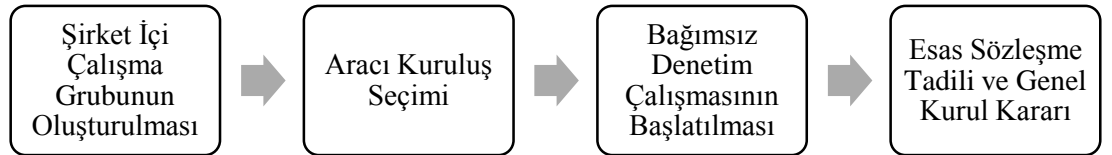
5. Fiyat aralığı yoluyla talep toplama yönteminde, tavan halka arz fiyatı taban halka arz fiyatının yüzde yirmi fazlasını geçemez.

6. Halka arza en erken, fiyat tespit raporunun ve izahnamenin yayımlanmasını takip eden dördüncü gün başlanabilir.

7. Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformunda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

8. Bir halka arz işleminde aracı kuruluşun fiyat tespit raporu hazırlayabilmesi için son on iki ay içinde asgari üç tane olmak üzere, konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığı diğer halka arzlarla ilişkin olarak fiyat tespit raporunu değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olması ve bu analist raporlarının 7. maddede belirtilen esaslar çerçevesinde ilan edilmiş olması zorunludur”.

Borsaya ve SPK’ya başvuru öncesinde şirketlerin yapmaları gereken ön hazırlık işlemleri şunlardır:



Şekil 1: Halka Arza Hazırlık

1. Şirket İçi Çalışma Grubunun Oluşturulması

Bir şirketin halka açılarak Borsa’da işlem görmesi ile ilgili süreçte, şirket içinde ve dışında yapılacak işlemler için bir çalışma grubunun oluşturulması gerekmektedir. Çalışma grubu, orta düzey yöneticiler, finans departmanında ve halkla ilişkilerde

görevli kişilerden oluşmalıdır. Çalışma grubu Borsa İstanbul ve SPK'ya başvurmadan önce yapılması gereken işlemlerin listesini çıkarmalıdır (SPK Yat.Klv. s.14).

2. Aracı Kuruluş Seçimi / Piyasa Danışmanlığı Anlaşması

Şirketin, pay senetlerinin halka arzı için SPK tarafından halka arza yetkili bir aracı kuruluşla aracılık sözleşmesi imzalanması gerekmektedir. Aracılık sözleşmesi tek bir aracı kuruluşla olabileceği gibi, halka arz tutarı artıka birden fazla aracı kuruluşun bulunduğu bir konsorsiyum ile de yapılabilmektedir. Aracılık sözleşmesinde, aracı kuruluş veya kuruluşların şirketin hak ve sorumluluklarının yanı sıra aracılık yüklenimi olup olmayacağı, yüklenimin ne şekilde yapılacağı, halka arz yöntemi ve diğer konulara yer verilmektedir (SPK Yat.Klv. s.14).

GİP'te işlem görmeyi planlayan şirketler ise bir piyasa danışmanı ile piyasa danışmanlığı anlaşması yapması da gereklidir. Piyasa danışmanlığı anlaşmanın asgari şartları Borsa tarafından belirlenmektedir. (SPK Yat.Klv. s.14).

Aracılık Sözleşmeleri

Şirketler, halka arzda pay satışından iyi bir geliri elde etmeyi amaçladıkları için pay ihraç fiyatının, şirketin piyasa değerinde veya daha yüksek belirlenmesi istemektedirler. Aracı kuruluşlar ise aracılık yüklenim riskini azaltmayı ve hem satışı kolaylaştırmak hem de halka arzın başarılı olması için ihraç fiyatının düşük tutulmasını istemektedirler. Halka arza aracılık sözleşmelerinde, ihraççı şirket ile aracı kuruluş aracılığın hangi şekilde yapılacağına karar verirken kendi menfaatlerini göz önünde bulundururlar. Taraflar arasındaki anlaşmada ihraççı şirketin tercihleri ve öncelikleri belirleyici olmaktadır (Kara, 2006: s.116).

Halka arza aracılık sözleşmeleri yüklenimli ve yüklenimsiz olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Aracı kurum sözleşmede satılmayan menkul kıymetleri kendisinin satın alacağını taahhüt etmişse “yüklenimli”, etmemişse “yüklenimsiz” aracılık sözleşmesi söz konusu olur (Kara, 2006:s.115). ABD hukukunda da “underwriting sözleşmesi” (aracılık sözleşmesi) değişik şekillerde görülmektedir. Bunlar “best-efforts underwriting” (en iyi gayret aracılığı), “stand-by underwriting” (bakiyeyi yüklenim) (old fashioned, strict underwriting) ve “firm commitment underwriting” (tümünü yüklenim) olmak üzere üç şekilde yapılmaktadır (Ünal,2005: s.604).

6362 sayılı Kanun'da "halka arza aracılık faaliyeti yeni düzenlemelerde Avrupa Birliği mevzuatı ile uyumlu olarak, farklı risk seviyelerine ve dolayısıyla farklı sermaye gereksinimlerine sahip olmak şartı ile halka arzın yüklenimde bulunarak veya en iyi gayret aracılığı şeklinde yapılması şeklinde ayrıma tabi tutulmuştur" (6362 Say.Kan. M:37).

a- En İyi Gayret Aracılığı

"En iyi gayret aracılığı, ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede belirtilen satış süresi içinde satışa sunulması, satılmayan kısmın ise satışı yapana iade edilmesi veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasıdır" (SPK Yat.Klv. s.14).

Kara (2006)'a göre, en iyi gayret aracılığının seçilmesinin iki önemli nedeni bulunmaktadır: Bunlardan birincisi sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ortaklığın tanınmamış veya küçük olmasıdır. Kara (2006) gerek faaliyet konusu gerekse kârlılığı itibariyle iyi durumda olan, ancak yeni kurulan ve tanınmamış bir ortaklığın sermaye piyasası araçları, yatırımcılar açısından başlangıçta cazip bulunmayabileceğini iddia etmiştir. Bu durumda olan şirketlerin pay senetlerinin araçlarının satılmama riski daha fazla olduğundan aracı kuruluşların riskini ihraççıda bırakarak, sadece sermaye piyasası araçlarının satılması için ellerinden gelen her türlü çabayı göstermeyi üstlenebileceklerini belirtmiştir (Kara,2006: s.118).

İkincisi ise aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının satılmaması halinde riski üstlenerek, satılmayan kısmı kendisinin alabilmesi için güçlü bir mali yapıya olması gerekmektedir. Kara (2006)'a göre mali yapısının zayıf olan aracı kuruluşların sermaye piyasası araçlarının satılmama riskini, elde edeceği komisyonun daha az olmasına rağmen en iyi gayret aracılığı tercih ederek azaltma yoluna gidecekleri iddia etmiştir (Kara, 2006: s.118).

Berk ve Demarzo'nun (2007) göre, en iyi gayret aracılığında aracı kuruluşlar, pay senetlerinin tamamını satacağına dair bir garanti vermemekte; bunun yerine, bu pay senetlerini en iyi fiyat ve maksimum sermaye miktarını yükseltmek amacıyla satmaya çalışacaklarına söz vermektedirler. Bu yöntemi kullanarak, aracı kuruluşlar gerçekte alıcılar ve satıcılar arasındaki aracı rolünü üstlenirler ve halka arzın başarısız olma riskinden kurtulurlar. Dunbar (1998) göre, başarısız olan halka arzlar ihraç edenler için zaman ve para açısından maliyetlidir, bu nedenle ihraççıların daha büyük

olasılıkla başarı elde etme imkânı veren aracılık sözleşmesini seçme ihtimalleri daha yüksektir. Açıkçası, en iyi gayret aracılığı halka arzların başarısını garanti etmediğini savunmaktadır (Aktaran: Jiao ve Guo, 2010: s.5)

b- Aracılık Yüklenimi

Aracı kuruluş, aracılık yüklenim sözleşmesi ile halka arz olan şirketin, sermaye piyasası araçlarının pazarlanması ve satılmayan payların satın alınması taahhüdüne girmektedir. Aracılık yüklenim sözleşmesi ile aracı kuruluş halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının satılmama riskini üstlenmektedir. Aracı kuruluşun bu riski üstlenme şekline göre de aracılık yüklenim sözleşmesinin türleri söz konusu olabilmektedir (Kara, 2006: s.119). Aracılık yüklenim türleri ise şunlardır:

1. *Bakiyeyi yüklenim*: SPK Gerekçesinde “tam aracılık” (strict underwriting) olarak ifade edilmiş olup, “sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışa sunulmasının ve satılmayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasıdır” (SPK Yat.Klv. s.14). ABD Hukukunda bakiyeyi yüklenim aracılığı, “eski moda” (old fashioned), “emre amade” (stand-by) veya “dar manada aracılık” şeklinde de adlandırılmaktadır (Kara,2006: s.120).

2. *Tümünü Yüklenim*: “Sermaye piyasası araçlarının, bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasıdır”. Tümünü yüklenim, SPK gerekçesinde “kesin bağlantı aracılığı” (Firm Commitment Underwriting) olarak da ifade edilmiştir.

Aracı kuruluş, tümünü yüklenimle sözleşmesiyle ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının tamamını satın almaktadır. Aracı kuruluş bu yüklenimle; satış riski, bekleme süresi riski ile sermaye piyasası araçlarının fiyatlanması ve pazarlanması risklerini üstlenmektedir. Bekleme süresi riski, halka arz gerçekleşene kadar geçen sürede ekonomik ve sektörel gelişmelerin yaratabileceği etkilerdir. Pazarlama ve fiyatlama riski ise aracı kuruluşun satın aldığı payları satamaması veya beklediği kar marjının oluşmamasıdır. Ayrıca yeterli sermayeye sahip olmayan bir aracı kuruluşun aracılık yüklenim nedeniyle mali sıkıntıya düşmesi, payların satışı sürecinde ulusal veya uluslararası olumsuz ekonomik gelişmeler, piyasa koşullarının değişmesi, gibi riskler de görülebilir.

Bir aracı kuruluşun, tek başına bu riskleri göze alamadığı halka arzlarda, aracılık konsorsiyumları oluşturulur. Riskin daha yüksek olması sebebiyle, aracılık

konsorsiyumları en çok tümünü yüklenim sözleşmelerinde görülür. Böylece risk aracı kuruluşlar arasında paylaşılır (Kara,2006: s.123).

3. *Kısmen Bakiyeyi Yüklenim*: 6362 sayılı Kanun'da "sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışa sunulmasının ve satılmayan kısmın bir bölümünün bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınması" olarak tanımlanmıştır.

4. *Kısmen Tümünü Yüklenim*: "Sermaye piyasası araçlarının, bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasıdır".

3. Finansal Tabloların Hazırlanması ve Bağımsız Denetim Şirketinin Seçimi

Şirketler halka arz için başvuruda bulduklarında, finansal tablolarını sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak hazırlamalı ve SPK tarafından yetkilendirilmiş bağımsız denetim şirketinin denetiminden geçirmek zorundadır.

4. Fiyat Belirlenmesi

Halka arz sürecinin en önemli aşaması ihraç fiyatının belirlenmesidir. Halka arzın başarısında da önemli bir faktör olan ihraç fiyatı, sadece şirkete özgü gelişmelere değil aynı zamanda şirketin kontrolü dışındaki koşullara da bağlıdır. Halka arz fiyatının doğru bir şekilde tespit edilmesi halka arzın başarısında önemli bir rol oynadığı gibi işlem görmeye başladıktan sonra fiyat performansı açısından da önem taşımaktadır. Şirketin paylarının halka arz fiyatının belirlenmesinde Borsa İstanbul ve SPK'nun herhangi bir müdahalede bulunmamakta olup fiyat, aracı kuruluş tarafından belirlenmektedir (SPK Yat.Klv. s.14).

"Halka arz edilecek payların satış fiyatının nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden aracı kuruluşça hazırlanan fiyat tespit raporu, halka arzın başlayacağı tarihten en az üç gün önce KAP 'ta ilan edilmektedir. Aracı kuruluş tarafından kamuya duyurulan fiyat tespit raporu, diğer aracı kurumlar tarafından analiz edilebilmekte ve analiz raporları yine KAP 'ta en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte yayınlanmaktadır" (SPK Yat.Klv. s.14).

5. Genel Kurul Kararı ve Esas Sözleşme Değişikliği

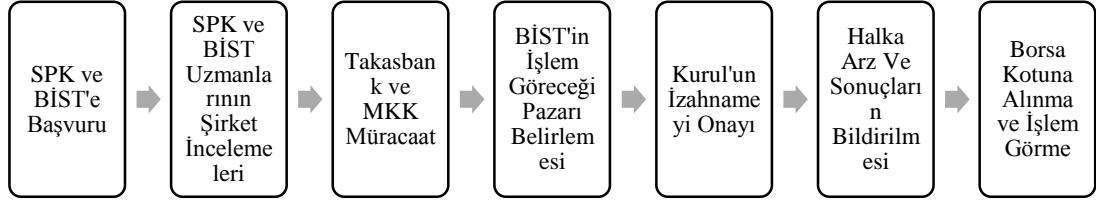
Halka arza karar veren şirket esas sözleşmesinde, Borsada işlem görece payların devir ve tedavülünü kısıtlayıcı, ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler söz konusu ise bu hükümlerin esas sözleşmeden çıkarılması, ayrıca esas sözleşmenin diğer hükümlerinin Sermaye Piyasası Mevzuatına uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri yaparak bir taslak hazırlar. Hazırladığı tadil tasarımlarını SPK'ya sunar. Sermaye artırımını yoluyla halka arz yapılması durumunda da TTK hükümleri dahilinde şirket genel kurulunca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır. Sermaye artırımını hususu şirket “esas sermaye sistemine” tabi ise şirket genel kurulunca, “kayıtlı sermaye sistemine” tabi ise şirket yönetim kurulunca karara bağlanmalıdır (SPK Yat.Kıv. s.14).

6. Başvuru için Gerekli Belgelerin Hazırlanması

Şirket ve/veya aracı kuruluş, Borsa ve SPK yetkilileri ile halka arz sürecinin hazırlık aşamalarında görüşmelere başlarlar ve gerekli belge ve prosedür ile ilgili bilgileri alırlar. Borsaya yapılacak ilk kotasyon başvurularında sermaye piyasası aracının ve ihraççının niteliğine göre Borsa Genel Müdürlüğünce belirlenen ve Borsa internet sitesinde yer alan bilgi ve belgelerin bir dilekçe ekinde Borsaya iletilmesi zorunludur. İhracın niteliğine göre ilave bilgi ve belgeler istenebilmektedir.

Bu süreç zarfında aracı kuruluş, ihraççının halka arz için gerekli olan yasal prosedürleri işleme koymasını ve ihraççının yapısının halka arza hazır hale getirmesi için çalışmalar yapılması, SPK nezdinde gerekli başvuruların yapılması gibi süreçle ilişkin işleri takip etmektedir (Özhan, ty: s.8). Aracı kuruluş bu arada halka arzın yapısına yönelik şirket ile halka arzın sermaye artırımını şeklinde mi yoksa ortak satışı şeklinde mi yapılacağı, tahsisat grupları ve bunların oranları gibi konuları karara bağlarlar. Aracı kuruluşun gerçekleştirdiği bir diğer önemli görev şirketin detaylı incelemesinin gerçekleştirilmesi, bulunduğu sektör, kendi mali yapısı ve genel ekonomik konjonktür ile karşılaştırılarak halka arz değerinin tespit edilmesinde şirkete öneride bulunmaktadır (Özhan, ty: s.8).

1.2.4.2. Halka Arz Süreci



Şekil 2: Halka Arz Süreci

Halka arz hazırlık sürecinin ardından hazırlanmış olan izahname, talep toplama tarihleri ve belirlenen fiyat aralığı SPK'na kayda alınma başvurusu yapılması için iletilir. SPK'nun haftada bir gerçekleştirdiği haftalık kurul toplantılarında konuyu görüşmesinin ve onaylanmasının hemen ardından halka arz ile ilgili olarak yayınlanması gereken sirküler gazetelerde yayınlanır. Sirkülerde talep toplama tarihleri, halka arz fiyatı (fiyat aralığı uygulanması söz konusu ise fiyat aralığı), talep toplayacak olan konsorsiyum üyeleri belirtilir (Özhan, ty: s.8).

Aracı kuruluş/konsorsiyum üyeleri talep toplama gününde yatırımcıların taleplerini ve talep etmiş oldukları miktara karşılık gelen pay senedi satın alım bedellerini alırlar. Talep toplama süresince SPK tarafından kayda alınmış olan izahname ve sirkülerin örnekleri isteyen yatırımcılara verilmek üzere başvuru yerlerinde hazır bulundurulur. Talep toplama işleminin sona ermesinin ardından, konsorsiyum üyeleri kendilerine gelen talepleri lider aracı kuruluşa iletirler. Talep toplama süresince toplanan paralar halka arz için oluşturulmuş olan özel bir hesapta tutulur.

Lider aracı kuruluş kendisine iletilen talep listelerini birleştirerek gelen talep doğrultusunda talep sahiplerine paylarına düşen pay senetlerini dağıtır. Dağıtım işlemi sırasında, aracı kuruluş talep eden yatırımcılar arasında halka arz işlemine katılması yasaklı kişilerin olup olmadığını kontrol eder ve bu tür kimselerden gelmiş olan talepler iptal edilerek paraları kendilerine iade edilir. Talep toplama işleminin ardından "kesin talebin satışa sunulan pay senedi miktarından fazla olması halinde izahnamede gerekli açıklamaların yapılması koşuluyla, bu talebi karşılamak amacıyla ek satış

gerçekleştirilebilir”. Pay senedi talebeden yatırımcıların listesinin ihraççı tarafından onaylanmasının ardından talep toplama işleminin sonuçları SPK’ya, pay senetlerinin teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesi isteniyorsa BİST’e gönderilir. Halka arz süreci bununla beraber sona ermektedir.

1.2.5. Halka Arz Satış Yöntemleri

İlk halka arzda borsada satış yöntemi ve talep toplama yöntemi kullanılmaktadır (SPK Yat.Kıv. s.10).

“Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında:

- a. Talep toplama yoluyla satış yöntemi,
 - i. Sabit fiyatla talep toplama yöntemi,
 - ii. Fiyat teklifi olarak talep toplama yöntemi,
 - iii. Fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi
- b. Talep toplanmaksızın satış yöntemi,
- c. Borsada satış yöntemi,

Kullanılabilir”. Bu yöntemler aşağıda detaylı olarak ele alınmaktadır.

Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi

Talep toplama yoluyla satış yöntemi, yatırımcıların halka arz edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin taleplerinin toplanarak bu taleplerin önceden belirlenmiş usul ve esaslar çerçevesinde karşılanan kısmına ilişkin satışını ifade etmektedir. “Talep toplama yoluyla satış yönteminde, yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin talepleri bu Tebliğin ekindeki talep formunun düzenlenmesi suretiyle toplanır ve satış işlemi talep toplandıktan sonra izahnamede belirlenen usul ve esaslara göre gerçekleştirilir. Sermaye piyasası araçlarının dağıtımını yalnızca talepte bulunanlar arasında yapılır. Yatırımcılar istedikleri takdirde, talep formunda satın almak istedikleri sermaye piyasası aracının miktarına ilişkin bir alt sınır belirleyebilirler. Yetkili kuruluşlar talep formunu kabul etmeden önce yatırımcıların kimlik bilgilerini tespit ederler” (Sat. Yön. Teb.: m.10).

“Satışı planlanan sermaye piyasası araçlarına ilişkin talep toplanmış olması, bu taleplerin mutlaka karşılanacağı anlamına gelmemektedir. İzahnamede aksi belirtilmediği sürece, talep toplama yoluyla satış yönteminin kullanıldığı halka arzlarda izahnamede herhangi bir değişiklik olmasa dahi, yatırımcılar talep toplama

süresi içerisinde taleplerini değiştirme ya da geri alma hakkına sahiptirler”. Talep toplama yoluyla satış yönteminde halka arz edilen paylara yeterli talep gelmemesi halinde, talepte bulunulmayan paylar için “Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi” ilişkin düzenlemeler uygulanmaktadır (Sat. Yön. Teb.: m.10).

“Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında yeni pay alma hakkı kullanıldıktan sonra kalan paylarının satışında, Kurulca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış son yıla ait bilançosuna göre, paylarının defter değeri nominal değerinin *en az iki katı* olan ortaklıkların; son yıllık hesap dönemi içinde net dönem kârı elde etmiş olmaları ve aktif toplamının yirmiikimilyon TL'yi aşmış olması halinde, talep toplama yoluyla satış yöntemlerinden birisini kullanması zorunludur. Bu durumda, talep toplama işleminin ortaklık ya da yetkili kuruluş vasıtasıyla yerine getirilmesi mümkündür. Ancak, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan tutarın, nakit karşılığı artırılacak sermayeye oranının *yüzde on ve altında* kalması durumunda, yapılacak başvuru üzerine Kurulca uygun görülmeleri halinde bu yöntemler uygulanmayabilir. Kurul gerekli görmesi halinde talep toplama yoluyla satış yöntemlerinden birisinin kullanılmasını zorunlu tutabilir veya bu zorunluluğu kaldırabilir” (Sat. Yön. Teb.: m.10).

Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi

Bu yöntemde aracı kuruluş, şirket ile beraber ihraç fiyatını belirlerleyerek yatırımcılardan bu fiyat ile talep toplamaktadır. Halka arza katılmak isteyen yatırımcılar, talep ettikleri pay senetlerinin tamamı veya bir kısmı için ön ödeme yapmaktadırlar (Küçükkoçaoğlu, Alagoz, 2013: s.2). Tebliğ’de “pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının satışında aracın niteliğine göre uygun görülen iskonto oranı, kupon faizi oranı gibi sabit kriterler belirlenmektedir (Sat. Yön. Teb.: m.10).

Sabit fiyatlı halka arzlarda, ihraç emleri fiyatı ihraççı tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla, ihraç fiyatının doğruluğu, ihraççının, çeşitli yatırımcı sınıfları arasındaki bilgi asimetrisi varyansını ve ihraççının risk açığını belirleme kabiliyetine bağlıdır. Asimetrik bilginin varyansını tespit etmek çok zor olduğu için, riskten kaçınan bir ihraççı fiyatı indirmektedir (daha yüksek indirim neden olur). Bu yöntem, yatırımcıların eldeki bilgileri eleştirel olarak değerlendiremedikleri nispeten daha az gelişmiş pazarlarda maliyet nedeniyle küçük boyutlu halka arzlar için daha

uygun bulunmuştur. Diğer tüm durumlarda, sabit fiyat ihracı, ihraççının risk iştahı ile düşük fiyatlama derecesi arasındaki dengeyi sağlamıştır (Katti, Phani, 2016: s.42).

Fiyat Teklifi Alarak Talep Toplama Yöntemi

Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplamada, sabit fiyatla talep toplama yönteminden farklı olarak, satış fiyatı saptanırken, ihraççı veya ortaklar ve yetkili aracı kuruluş arasında olabilecek en düşük fiyat tespit edilir ve yatırımcılardan bu fiyatın üstünde bir teklif vermeleri istenir (Çavuşoğlu,2008: s.26). Bu yöntemde aracı kuruluş öncelikle potansiyel yatırımcılarla görüşür ve bağlayıcı olmayan fiyat teklifleri alır, bu teklifleri belirli bir fiyat aralığında toplayabileceği gibi, bazen de fiyat aralığı belirlemez, sonuçta alınan teklifleri değerlendirip nihai halka arz fiyatını belirler ve bu fiyattan talep toplar (Küçükkocaoğlu, Alagöz,2013: s.2). Pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının satışında ise aracın niteliğine göre uygun görülen ıskonto oranı, kupon faizi oranı gibi kriterler belirlenir ve bu kriterlere dayalı olarak fiyat teklifleri toplanır.

Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yöntemi

“Fiyat aralığı ile talep toplama yoluyla satış yönteminde, satışa sunulan aracın pay olması durumunda bir taban ve tavan fiyat belirlenerek bu fiyat aralığından yatırımcıların talepleri toplanır. Pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının satışında ise aracın niteliğine göre uygun görülen asgari ve azami ıskonto oranı, kupon faizi oranı gibi kriterlerin tespit edilmesi suretiyle belirlenecek taban ve tavan fiyat aralığından yatırımcıların talepleri toplanır. Fiyat aralığı ile talep toplama işlemlerinin, fiyat aralığında kalmak kaydıyla farklı oranya da fiyat adımlarından gerçekleştirilmesi mümkündür. Bu yöntemin kullanıldığı durumlarda tavan fiyat, *taban fiyatın yüzde yirmi fazlasını aşmayacak* şekilde belirlenir” (Sat. Yön. Teb.: m.10).

Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi

“Talep toplamaksızın satış yöntemi, payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklardan, bu Satış Yönetimi Tebliği’nde düzenlenen nitelikleri belirlenmiş ortaklıklar dışında kalanların paylarının kendileri ya da yetkili kuruluşlar vasıtasıyla belirli bir fiyattan izahnamede belirlenecek bir usulle halka arz edilmek suretiyle satışdır. Talep toplanmaksızın satış yönteminde yatırımcılar arasında eşitsizliğe yol açmayacak bir usulün belirlenmesi zorunludur. Talep toplanmaksızın satış yönteminin

kullanılması halinde, yatırımcılar tasarruf sahiplerine satış duyurusunda belirtilen süre içinde pay bedellerinin izahnamede belirtilen bankada açılan özel hesaba aktarılması suretiyle sermaye artırımına katılırlar” (Sat. Yön. Teb.: m.11).

Borsada Satış Yöntemi

Borsada satış yöntemi ile sermaye piyasası araçlarının borsada birincil piyasada satışı ifade edilmektedir. Bu yöntemle ait esaslar borsa tarafından belirlenmektedir. Borsa tarafından birden fazla satış yönteminin belirlenmiş olması durumunda, “ihraççı ve/veya halka arz eden tarafından seçilen yöntemle göre satış gerçekleştirilebilir”. İlk kez halka arz edilen payların dışında, “payları borsada işlem gören ortaklıkların borsada işlem sırası bulunan belirli bir gruba dahil paylarına ilişkin sermaye artırımlarında yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan payların satışında borsada satış yönteminin kullanılması zorunludur. Yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan paylar, nominal değerin altında satışa sunulamaz” (SPK Yay.2016: s.10).

“Payları borsada işlem gören ortaklıkların, borsada işlem sırası bulunmayan belirli bir gruba dahil paylarına ilişkin yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan payların satışında borsada satış yönteminin kullanılması zorunlu değildir. Borsada satış yönteminin kullanılmaması durumunda, yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan payların en az, borsada işlem gören ortaklık paylarının yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan kısmının *borsada halka arz süresinin son iki işlem gününde borsa birincil piyasasında oluşan günlük ağırlıklı ortalama fiyatlarının ağırlıklı ortalaması* üzerinden satılması zorunludur. Borsada halka arz için birincil piyasa açılmamışsa veya bu piyasada işlem olmamışsa, bu payların en az yeni pay alma kullanım süresinin son gününde ikincil piyasada oluşan günlük ağırlıklı ortalama fiyat üzerinden satılması zorunludur. Yeni pay alma kullanım süresinin son gününde ikincil piyasada işlem olmamışsa, satış işlemi ikincil piyasadaki son işlem gününde oluşan günlük ağırlıklı ortalama fiyat üzerinden gerçekleştirilir. Bu hüküm çerçevesinde yapılan işlemlerde yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan paylar, nominal değerin altında satışa sunulamaz. Borsada işlem gören payların, borsada işlem görmeyen paylara göre farklı haklar sağlanması durumunda, satış fiyatı Kurulca uygun görülmesi kaydıyla farklı yöntemlerle belirlenebilir” (Ser.Piy.Ara. Sat.Yön.Teb,2013: m.12).

“GİP’te ilk defa işlem görmek üzere başvuruda bulunan ortaklıkların paylarının satışında da borsada satış yönteminin kullanılması zorunludur. Borsa tarafından birden fazla satış yönteminin belirlenmiş olması durumunda, ortaklık tarafından seçilen yönteme göre satış gerçekleştirilir” (Ser.Piy.Ara. Sat.Yön.Teb,2013:m.12).

1.2.6. Halka Arzda Zamanlama

Halka arzın gerçekleşeceği zamanın kararı, ihraççı için oldukça kritik öneme sahiptir. Piyasa zamanlaması teorisi, aynı endüstriye ait halka arz eden IPO sayısı ve piyasadaki halka arz hacmi gibi farklı piyasa değişkenlerini dikkate alarak ihraççının piyasa zamanına dayalı kararını haklı kılmaktadır (Katti, Phani, 2016: s.47).

Şirketlerin ve aracı kuruluşların halka arzda bekledikleri faydaların sağlanması için, halka arzın zamanlamasının iyi belirlenmesi gerekmektedir. Halka arz zamanı belirlenirken piyasa koşulları, ulusal ve uluslararası ekonomik durum, ihraç edilecek şirketin ait olduğu sektör, alternatif yatırım araçlarının durumu gibi faktörlerin durumları analiz edilerek karar verilmelidir. Brau ve Fawcett (2006) göre şirket yöneticileri, halka arzın zamanlamasında genel piyasa ve içindeki buldukları sektördeki gelişmeleri dikkate aldıklarını tespit etmişlerdir. “Halka açılma kararının verilmesi ile halka açılma günü arasında genelde 3-6 aylık bir zaman aralığı olabilmektedir. Dolayısıyla şirketin ve aracı kuruluşun sadece bugünü değil, 3-6 ay sonrasını da iyi analiz edebilmesi gerekmektedir” (Başpınar, 2008: s.22).

İlk halka arz piyasasında ampirik bulgulardan biri de halka arz dalgaları ya da sıcak halka arz piyasalarıdır. Sıcak (soğuk) halka arz piyasalarında tipik olarak daha büyük (daha küçük) hacim ve daha fazla (daha az) düşük fiyatlandırma olduğu görülmektedir. Belirli zamanlarda belirli sanayilerde yoğunlaşmış halka arz faaliyetleri ve/veya kümelenme sıcak pazarların diğer önemli özelliklerindedir. Halka arz piyasalarında sıcak ve soğuk dönemler açıkça görülmekle birlikte, bu halka arz piyasasının oluşmasını sağlayan sebeplerin ne olduğu konusunda fikir birliği bulunmamaktadır. Sıcak ve soğuk halka arz piyasalarını farklı kılan nedenleri, şirketlerin kalite farklılıklarını ve özelliklerini açıklamaya yönelik birçok teori ortaya atılmıştır. Bu teorileri; asimetrik bilgiye dayalı teoriler, rekabete dayalı ve pazar zamanlaması teorileri olarak üç bölüme ayrılabilir (Chang vd, 2012: s.76).

Asimetrik Bilgiye Dayalı Teoriler

Asimetrik bilgiye dayalı teorilere göre, sıcak halka arz piyasaları asimetrik bilgi maliyetlerini düşürerek çok daha kaliteli şirketlerin halka açılma kararlarına etki etmektedir. İlk halka arz sinyalleme modelinde, şirketlerin beklenen karlarında olumlu artışlar varken sıcak halka arzı öngörülmektedir. Bu durumda aşırı düşük fiyatlamanın, olumsuz bir seçim sorununun önüne geçebileceğinden daha kaliteli şirketlerin kamuya açılmasını sağlamak için sürükleyici bir rol oynadığını iddia edilmektedir (Allen ve Faulhaber, 1989: s.318).

Chemmanur ve Fulgieri (1999), asimetrik bilgi ve yüksek maliyetli bilgi toplama karşısında risk sermayesi finansmanı temini için halka arzın seçilmesi gerektiğini öne sürmektedirler. Şirket değerini yükselten üretkenlik şokları, sıcak halka arz piyasalarında daha fazla yatırımcıyı bilgilendirirken ortaya çıkar ve bu da halka arza daha fazla teşvik eder. Bu nedenle, sıcak halka arz piyasaları çok kazançlı şirketler veya kısa sürede çok karlı olması beklenen şirketler tarafından çok sayıda halka arz olarak nitelendirilmektedirler. Ayrıca, eğer piyasalar sıcaksa şirketlerin daha erken yaşlarda halka arz yapabileceği öngörülmektedir.

Rekabete Dayalı Teoriler

Chemmanur ve He (2011), ilk halka arzda oluşan dalgalanmayı ürün pazarının rekabetine dayalı olarak açıklamışlardır. Yazarlar bu modelde, yeterli nakitleri olan şirketlerin, rakipleri halka açıldığında, yatırım fırsatlarını fonlamak için halka açıldıklarını ileri sürmüşlerdir. Modellerinde, sıcak halka arz piyasası süresince dalga üzerinde halka açılan şirketlerin, soğuk halka arz piyasası sırasında halka arz olan şirketlerden daha düşük verimlilik ve halka arz sonrası karlılığa sahip olacağını öngörmüşlerdir.

Stoughton, Wong ve Zechner (2001), tüketicilerin ürün kalitesini pay senedi fiyatından ayırdığı bir model geliştirmişlerdir. Model, yalnızca daha kaliteli şirketlerin halka arz olacağını öngörmektedir. Halka arza ilişkin duyuruların rakip şirketlerin pay senedi fiyatları üzerindeki etkisi, pazar büyüklüğü ve pazar payı ile ilgili çıkarımlarla ilgilidir. Model ayrıca, "sıcak ihraç" piyasalarının olasılığının, pazar büyüklüğü belirsizliğinin dağılımına ve tüketici tercihlerinde mevcut şebeke dışsallıklarının derecesine bağlı olduğunu öngörmektedir.

Busaba ve Wilhelm (2002), halka arzın endüstrideki diğer şirketlere yarattığı bilgi dışsallıklarını vurgulamaktadır. Yazarların kurduğu model, bir aracın, bilgi dışsallıklarının varlığında birincil pay senedi piyasalarını harekete geçirerek sosyal refahı nasıl teşvik edebileceğini göstermek için tasarlanmıştır. Başta yeni doğan sektörler olmak üzere öncü şirketlerin, giriş maliyetleri yüksekse ve faydalar tamamen içselleştirilemiyorsa piyasaya girmeleri yavaş olabilir. Bununla birlikte, yatırım bankacılığı endüstrisi yeterince yoğunlaşmış ve bankalar ile yatırımcılar arasındaki ilişkiler yeterince güçlü ise, bankalar öncü ve takipçiler arasındaki koordinasyon sorununu, endüstrideki halka arzı birleştirerek çözebilirler; böylece potansiyel öncülerin karşı karşıya kaldıkları nispeten yüksek giriş maliyetlerini en azından kısmen dengelerler.

Pazar Zamanlaması Teorileri

Baker ve Wurgler (2002), şirketlerin pay senedi ihraç kararları girişimlerinin esas olarak piyasa zamanlaması tarafından yönlendirildiğini iddia etmişlerdir. Küçük ve daha riskli şirketler, paylarını satmak için sıcak halka arz piyasalarının irrasyonel yüksek yatırım fikrinden faydalanmaktadırlar. Bu nedenle, sıcak halka arz piyasaları, soğuk halka arz piyasaları sırasında halka açılmayı zorlaştırabilecek şirketleri cezbetmekte olduğu belirtilmiştir.

Piyasa zamanlaması konusundaki diğer bir tartışma konusu da sadece sıcak ve soğuk halka arz piyasaları değil, aynı zamanda halka arz dalgasında erken ve sonra halka açılan şirketlerin özellikleridir. Altı (2005), sıcak halka arz piyasasında bilgi yayılımı konusunda şirketlerin kalitesine odaklanmıştır. Bilgi sızdırma teorisi, sıcak piyasalarda ilk ihraççıların piyasa değerlemesi sırasında üretilen bilgilerin (öncüler), yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azaltarak takipçilerin değerlemesini kolaylaştırdığını iddia etmektedir. Böylece, bu bilgi yayılımları, daha fazla halka arzı tetikleyecektir.

Chemmanur ve He (2011), hem teorik hem de ampirik çalışmalarında, dört teori ileri sürmüşlerdir: İlk teorileri, bir halka arz dalgası dışında (soğuk bir halka arz piyasasında) halka açılan şirketlerin, bir halka arz dalgasında halka arz edilenlerden daha yüksek verimlilik ve arz sonrası karlılığa sahip olmasıdır. İkincisi, ortalama olarak, bir halka arz dalgasında daha önce halka arz olan şirketlerin, dalga sonrasında halka arz edilenlerden daha yüksek verimlilik ve halka arz sonrası karlılığa sahip

olacaklardır. Üçüncüsü, bir halka arz dalgası dışında halka açılan şirketlerin ortalama halka arz öncesi verimlilik oranının daha yüksek olduğunu ve yüksek üretken şirketlerin daha büyük bir optimal ölçüğe sahip olduklarını öngördüğünden, halka arz edilen şirketlerin halka arz dalgasında ortalama nakit tuttuğunu öngörmektedir (halka arzda belirlenen miktarda). Benzer şekilde, daha sonra halka arz olan şirketlerin elinde, dalganın başında halka açılan şirketlerden (halka arzda belirlenen miktarda) daha fazla para tutacaklarını tespit etmişlerdir.

Lowry ve Schwert (2002) ilk halka arz hacminin son zamanlarda ve aynı anda sunulan arzların sonucuna oldukça duyarlı olduğunu göstermişlerdir. Belirli bir ayda halka arz endekslerinin öngörülen beklentileri aşması durumunda, sonraki aylarda halka arz hacmi belirgin şekilde artmaktadır. Bunun aksine, ihraç fiyatları beklenenden daha düşük fiyatlanırsa, halka arz piyasasının kuruyacağını belirtmişlerdir. Altı (2005), yüksek ihraç fiyatlarına tepki olarak halka arz hacmindeki artışın sıcak bir piyasada daha belirgin olduğunu ve sıcak halka arz piyasası ilerledikçe ihraççı kalitesinin bozulduğunu belgelemiştir.

Çolak ve Günay (2011), kurdukları modelde, rekabet eden şirketlerin projelerinin kalitesine dayalı olarak, gelişen bir halka arz piyasasında ihraç sırasını içsel olarak seçme sürecini açıkça anlatmaktadır. Yaptıkları çalışmada, ilk ihraççıların her zaman en iyi şirketler olduklarını ve tüm taraftarların daha düşük kalitede olduğunu gösteren herhangi bir varsayımın zayıf olduğunu tespit etmişlerdir. Halka arzın ihracının zamanlamasıyla ilgili yaptıkları çalışmada, ilk halka arzların stratejik nedenlerden ötürü zamanlamaya girdiğini ve pazarın aşırı veya yüksek nakit akışlarına ilişkin nedenlerden kaynaklanmadığını göstermişlerdir. Birçok ilk halka arzın piyasa koşullarının keşfedilmesi amacıyla ihraçlarını ertelediklerini belirtmişlerdir.

1.2.6.1. Sıcak Halka Arz Piyasaları

Halka arzın başarılı olması için ihraççı şirket ve şirketin içinde olduğu sektörün sermaye piyasası yükselme trendi iken arz edilmesi gerektiği genel bir kanıdır. Sıcak bir halka arz piyasası, alışılmadık derecede yüksek halka arzlar, aşırı düşük fiyatlama, halka arza aşırı talep ve belirli endüstrilerdeki yoğunlaşmalar olarak tanımlanmıştır. Helwege ve Liang (2002), 1975-2000 yılları arasındaki soğuk ve sıcak pazarlarda halka arz olan 6419 şirketin özelliklerini araştırmışlardır. Sıcak piyasada halka arzlarda soğuk piyasaya oranla daha fazla düşük fiyatlandırma olduğunu tespit

etmişlerdir. Endüstrilerde ve şirket özelliklerinde iki piyasada da önemli bir farklılık bulamamışlardır.

Sıcak halka arzlar genellikle, satış fiyatlarında satış sonrası pazar ortalamasından daha yüksek bir seviyeye yükselen belirli pay senedi arzlarını temsil etmektedirler (Ibbotson, Jeffe, 1975: s.1027). Ritter bu modeli geliştirerek 1980 sıcak pay piyasasına uygulamıştır. Ritter (1984) yaptığı onbeş aylık araştırmada sıcak piyasa durumunda; arz fiyatı ve ilk gün kapanış fiyatı arasında %48,4 fark olduğunu tespit etmiştir.

Ritter ve Welch (2002) göre şirketler, içinde buldukları sektör ve piyasadaki olumlu gelişmelerin yarattığı iyimser havadan faydalanmak amacı ile halka arz eğilimi göstermektedirler. Böyle zamanlarda şirket ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin azalmaktadır. Bu durumda şirketin gerçek değerini bilen yöneticiler, arzdan bekledikleri finansmanı sağlayacak ihraç fiyatından veya bu fiyattan biraz ıskonto yaparak satış yapma fırsatı bulduklarını ifade etmişlerdir.

Coakley ve arkadaşları (2005), 1985-2003 yılları arasında İngiltere’de gerçekleşen 593 ilk halka arzda, sıcak pazarlar, uzun vadeli düşük performans ve girişim sermayedarları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sıcak piyasalarda girişim destekli şirketlerin halka arzında, düşük fiyatlandırma ile uzun vadeli getirileri arasında olumsuz negatif ilişki tespit etmişlerdir.

Derrien (2005), Haziran 1999-2001 yılları arasında gerçekleşen 166 halka arzın, fiyat aralığı yöntemi ile gerçekleşen 62 tanesini incelemiştir. Bireysel yatırımcıların davranışlarını gözlemlemiş ve taleplerin; teklif anında hâkim olan piyasa koşullarıyla güçlü bir şekilde ilişkili olduğunu, taleplerinin halka arz fiyatı üzerinde büyük bir etkisi olduğunu, ilk getiri ve ciro ile pozitif korelasyon olduğunu ve halka arz edilen pay senetlerinin uzun vadeli pay senedi fiyat performansı ile negatif korelasyona sahip olduğunu tespit etmiştir.

Chang ve arkadaşları (2013), 1975-2005 yılları arasındaki 6999 halka arzı incelemişlerdir. Yaptıkları araştırmada, ilk halka arz kümeleme ve pazarlama teorisini destekleyen hayatta kalma olasılığı, hayatta kalma süresi ve uzun vadeli performans üzerinde önemli derecede sıcak halka arz piyasası etkisini göstermişlerdir. Daha küçük ve riskli şirketlerin sıcak halka arz dönemlerinde halka açılmayı tercih ettiklerini başka bir deyişle, sıcak halka arz piyasalarında ihraççıların kalitesinin düştüğünü tespit

etmişlerdir. Sıcak halka arz piyasalarında halka arz olan şirketlerin soğuk halka arz piyasalarında arz olanlara göre daha düşük yaşam sürelerinin olduğunu belirtmişlerdir.

1.2.6.2. Soğuk Halka Arz Piyasaları

Düşüş trendinde olan bir piyasada genel kanı, halka arzın başarısız olma riskinin yüksek olduğu veya halka arzdan beklenen faydanın azalacağıdır. Soğuk halka arz piyasaları, yüksek halka arz hacmi dönemlerinin sonlarına doğru gerçekleşmektedir (Yi, 2003: s.2). Genel ekonomik koşullardaki olumsuz gelişmeler şirketlerin gelecekteki nakit akış beklentilerini olumsuz etkileyerek şirketlerin tekrar halka kapalı hale dönme eğilimi göstermesine neden olabilmektedir. Ritter (1984) 1977-82 dönemi kapsayan soğuk pazar arzları için yaptığı çalışmada ilk gün getirisini %16,3 olarak bulmuştur.

Halka arz zamanı belirlenirken şirketin durumu ve geleceğe yönelik beklentileri önemli bir faktördür. Piyasa yükseliş eğilimindeyken ihraç olan şirketin durumu nedeniyle halka arzın başarısız olması veya başarılı bir arzdaki sonradan kısa vadede pay senedi fiyatlarında önemli düşüşler gözlemlenebilir. Bunun aksine piyasa düşüş eğilimindeyken başarılı halka arz gerçekleştirilebilmektedir.

Helwege ve Liang (2004) çalışmalarında piyasaların soğuk ve sıcak olmalarının ilk gün ortalama gelirlerde hiçbir önemi olmadığını ifade etmektedirler. Bildik ve Yılmaz (2008) Türkiye için yaptıkları çalışmalarında sıcak ve soğuk piyasa durumlarında bu açıdan bir fark olmadığını ifade etmektedir. Sıcak piyasada halka arz olan 86 şirketin ilk gün anormal getirilerini %4,46 olarak hesaplarken, soğuk piyasada arz olan 34 şirketin ilk gün anormal getirilerini %7,13 bulmuşlardır. Normal piyasa durumunda ise halka arz olan 112 şirketin ise ilk gün anormal getirilerini %5,47 olarak hesaplamışlardır.

1.2.6.3. Türkiye’de İlk Halka Arzda Sıcak ve Soğuk Halka Arz Piyasaları

Çakır, Küçükkoçaoğlu ve Kapucu (2017) Türkiye’de 1993-2015 yılları arasında gerçekleşen 327 halka arzda, sıcak ve soğuk halka arz piyasalarının varlığının, kısa ve uzun dönem performanslarını incelenmişlerdir. Çalışmalarında ilk halka arzlarda sıcak ve soğuk halka arz piyasaları yıllık ve aylık bazda incelenmiştir. Yıllık bazda yapılan araştırmada; Yıllık halka arz ortalamasına göre sıcak arz piyasaları; 1994, 1995, 1996,

1997, 1998, 2000, 2010 ve 2011 olarak tespit edilmiş ve kısa dönemde düşük fiyatlandırma %10,76 olarak bulunmuştur. Soğuk arz piyasaları; 2001, 2002, 2003, 2007, 2008, 2009 ve 2015 yıllarında ise aşırı fiyatlamanın ise -%10,04 olarak gerçekleştiği hesaplanmıştır.

Tablo1: Türkiye’de 1993-2015 Yılları Arasında Gerçekleşen Yıllara Göre Sıcak-Soğuk Halka Arz Piyasa Getirileri

YILLAR	SICAK (HOT)		YILLAR	SOĞUK (COLD)	
	İLK GÜN GETİRİ	İLK AY GETİRİ		İLK GÜN GETİRİ	İLK AY GETİRİ
1994	0.0181	-0.1472	2001	0.0476	-0.076
1995	0.126	0.1836	2002	-0.0076	0.0135
1996	0.1008	0.1465	2003	0.0266	0.031
1997	0.0551	0.028	2007	0.0748	0.06
1998	0.1029	0.1804	2008	0.1072	-0.0867
2000	0.0885	0.219	2009	0.1259	0.2028
2010	0.055	0.1285	2015	0.021	-0.8478
2011	0.0551	0.1227			
ORT	0.075188	0.10768		0.0565	-0.10046

Kaynak: Çakır, Küçükkocaoğlu ve Kapucu (2017)

Ay bazında yapılan araştırmada, toplam 276 ayın; 32 ayı sıcak, 30 ayı soğuk ve 214 ay ise nötr olduğu tespit etmişlerdir. Sıcak halka arz piyasalarında ilk gün getirilerinde %7,3 düşük fiyatlandırma hesaplanırken bu oranın soğuk arz piyasalarında %2,9 ve nötr aylarda da %6,3 olduğunu hesaplanmıştır (Çakır, Küçükkocaoğlu ve Kapucu, 2017: s.7).

Tablo 2: Türkiye’de 1993-2015 Yılları Arasında Gerçekleşen Aylara Göre Sıcak-Soğuk Halka Arz Piyasa Getirileri

SICAK (HOT) AYLAR

AĞ93	EK93	ŞB94	EY94	KS94	AR94	AR99	MR00	TM00	HZ04	NS05	MY06
NS95	MY95	HZ95	KS96	TM97	HZ98	ŞB00	MY00	ŞB02	EK04	TM05	HZ06
MY07	MY08	KS09	TM1	HZ11	MY12	MY13	HZ14	KS14			
0											
3	4	3	3	3	5	4	7	6	3	2	3
4	6	5	4	6	5	5	5	3	3	2	5
4	2	1	5	6	6	3	3	4			
11	12	9	12	15	16	12	15	13	6	4	8

SOĞUK (COLD) AYLAR

OC95	TM95	AĞ95	EY95	OC96	ŞB96	AĞ96	AR96	OC97	ŞU97	HAZ97	EY97
AR97	Ş98	EK98	OC00	NS00	TM06	EK06	AR06	ŞU10	EY10	7	EK11
KS11	MR12	TM12	EK12	AR12						EK10	
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	1	1	1	1							
3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2

Kaynak: Çakır, Küçükkocaoğlu ve Kapucu (2017)

Çakır ve diğerleri (2017), sıcak ve soğuk halka arz piyasalarının 5 yıllık (60 aylık) uzun dönem al-tut getirileri incelendiklerinde; sıcak halka arz piyasalarında ortalama getiri %3,23 oranında gerçekleşirken, soğuk halka arz piyasalarında bu oran %1,13 olarak hesaplamışlardır. Elde edilen bulguların, sıcak halka arz piyasalarının varlığını gösterdiğini iddia etmişlerdir.

Tablo 3: Türkiye’de 1993-2010 Yılları Arasında Gerçekleşen Uzun Dönem Sıcak-Soğuk Halka Arz Piyasa Getirileri

SICAK (HOT)		SOĞUK (COLD)	
YILLAR	60 AY	YILLAR	60 AY
1994	4.60	2002	1.45
1995	4.17	2003	2.15
1996	6.99	2007	0.91
1997	2.90	2008	1.14
1998	1.99	2009	0.00
2000	0.96		
2010	1.0		
ORT.	3.23	1.13	

Kaynak: Çakır, Küçükkoçaoğlu ve Kapucu (2017)

1.3. İTİBAR VE ARACI KURULUŞ İTİBARI

Aracı kuruluşlar, menkul kıymet ihraç edip fon talep edenler ile menkul kıymetler karşılığında fon arz edenler ve menkul kıymetleri elinde bulunduranlar arasında aracılık eden önemli bir finansal aracıdır. Bu işlevleri aracı kuruluşlar ile yatırımcılar arasında bir güven bağının oluşması; hem yatırımcının sağlıklı bir şekilde birikimlerini değerlendirmesi açısından hem de yatırımlarının güvenliği açısından büyük bir önem arz etmektedir.

1.3.1. İtibar Kavramı

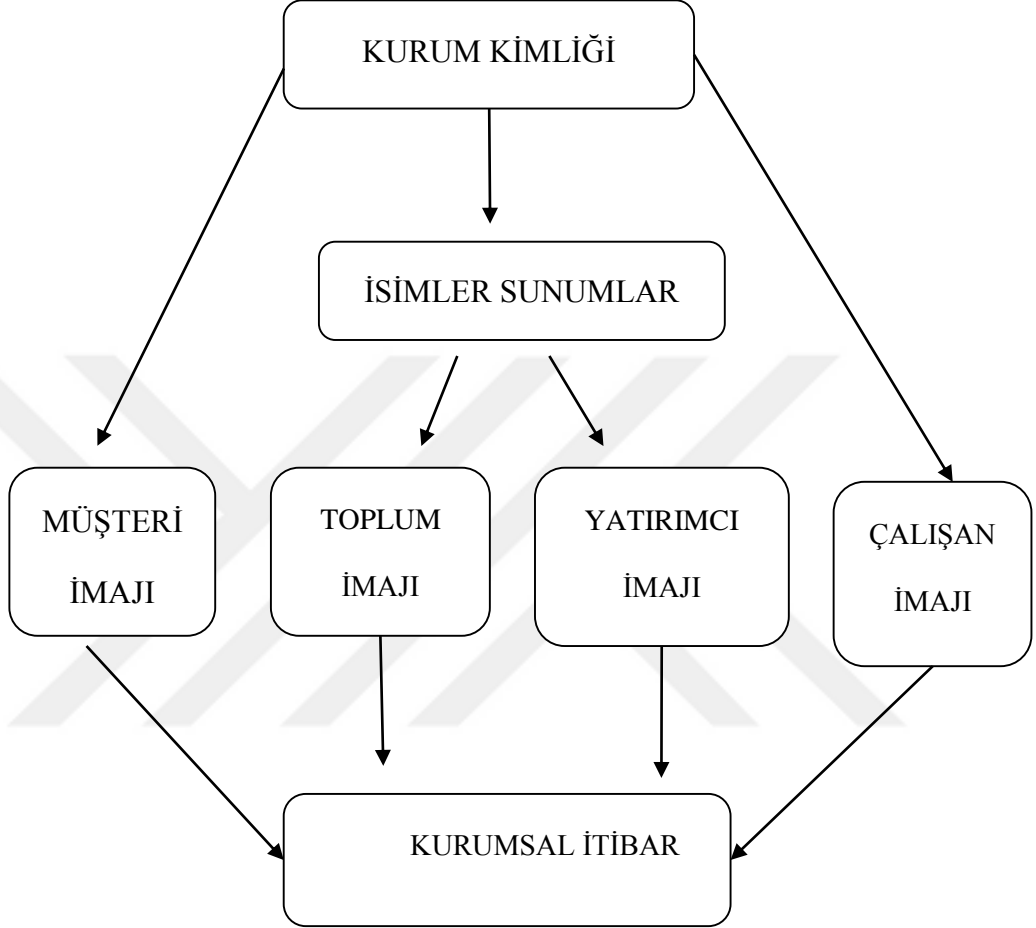
Teknolojinin hızlı gelişimi, şirketler ile müşteriler arasındaki iletişim araçlarının çoğalması, rekabetin en üst düzeye çıkması sonucunda sadece finansal performans kurumların, hayatta kalması için tek başına yeterli olmamaktadır. Bu durum kurumları; sosyal sorumluluk projelerine, yüksek müşteri memnuniyeti çabalarına ve en önemlisi ürün ve hizmetlerinin güvenilirliğini arttırmaya yönelmektedir. İtibar kavramı bu noktada kurumların hayatta kalabilirliğini belirleyen bir değer olarak önemi hızla artan bir konu olmaktadır.

Türk Dil Kurumu'na göre itibar, saygınlık ve prestij anlamına gelmektedir. Ekonomik perspektiften değerlendiren Esen (2011) göre, *bir örgütün tutumlarına ilişkin olarak özellikle kaliteli ürünlerin üretilmesi konusunda paydaşların beklentileri veya tahminleridir.*

Kurumsal itibar, kurumların geçmiş ve gelecekteki faaliyetlerine ilişkin olarak tüm paydaşlarının algılarını ve beklentilerini yansıtan; taklidi ve kazanılması zor ama kaybedilmesi de bir o kadar kolay olduğu için ikamesi mümkün olmayan, ölçülmesi zor maddi olmayan varlıklardır, duygusal sermayesidir. (Esen, 2011: s.293).

Gray ve Balmer (1998) kurumsal itibarı, *zaman içerisinde tekrarlanan olumlu veya olumsuz kurumsal imaj izlenimleri* olarak tanımlamışlardır. Diğer bir tanıma göre kurumsal itibar, bir şirketin geçmiş eylemleri ve sonuçları üzerinden müşteriler, hissedarlar, çalışanlar, tedarikçiler, medya, hükümet, çevre, toplum ve diğer paydaşları için değer yaratma yeteneğinin toplam etkisidir. Bu yüzden, kurumsal itibar, teorik olarak yüksek rekabet, küresel artan ürün ve hizmet kullanımı, yeni yasalar ve ticari düzenlemeler dünyasında; önemli rekabet avantajı sağlayan bir şirketin en önemli faktörlerinden biri olarak görülmektedir ve genellikle bir organizasyon için ayırt edici özelliklerin ne olduğu sorusuna işaret etmektedir (Aktaran:Bekiş ve diğerleri, 2013: s.20).

Bir kurumun kimliğiyle, ismi, imajı ve itibarı arasındaki ilişkiyi şöyle ifade etmek mümkündür:



Şekil 3 :Kurum Kimliği, İsmi, İmajı ve İtibarı Arasındaki İlişki

Kaynak: Ural, ty: 84

Burada kurum kimliği; çalışanların ve yöneticilerin kurumla aşina olduğu değerler ve prensipler grubunu açıklamaktadır. Bir şirket ismiyle tanınır veya faaliyetlerini, planlarını ve niyetlerini açıklamak için yaptığı sunumlarla hatırlanır. Bu sunumları çeşitli şekillerde yorumlanır ve kurumla ilgili imajlar oluşturulur. Bazen kurum imajı, kurumsal kimliğin tamamen aynası gibidir. Bazen ise kurum kimliğinden farklı imajlar oluşabilmektedir. İşte hedef kitleler üzerinde kurumla ilgili oluşan imajların toplamı, kurumun itibarını oluşturmaktadır (Ural, ty: s.84).

1.3.2. Aracı Kuruluş İtibarı

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 (Elsbache Kramer, 1996). Cetro (2003)'e göre, aracı kuruluşların itibarları, halka arzda potansiyel yatırımcıların algılarını etkilemesi açısından oldukça önemlidir (Aktaran:Razafindrambinina, Kwan, 2013: s.200).

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 bilgi asimetrisinden kaynaklanmaktadır (Beatty ve Ritter, 1986: s.216). İkincisi, menkul kıymet ihracı sırasında birden fazla hizmetin birlikte sunulması için en büyük sorumluluğu taşımaktadırlar (Liu ve Ritter, 2011: s.588).

Gelişmiş pay senedi piyasalarında çok sayıda çalışmada ve gelişmekte olan piyasalarda da az sayıda çalışmada pay senedi piyasaları için aracı kuruluş itibarının halka arza etkisi incelenmiştir. Yapılan çalışmalarda aracı kuruluşların halka arz sürecinde, asimetrik bilgi ve bu bilginin ortaya çıkardığı ahlaki risk probleminin çözümünde nasıl yardımcı olduklarını ampirik bulgularla açıklamaktadır (Güner ve diğerleri, 1999, s:).

Akerlof'un (1970) çalışmasında vurguladığı gibi itibarın değerli olduğu fikri, ekonomi ve finans yazınının temelini oluşturmaktadır. 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 modelleri geliştirmişlerdir (Aktaran: Fernando ve Diğ., 2012: s.7).

1.3.2.1. Şirketler Açısından Aracı Kuruluş İtibarı

Halka arz işleminde; aracı kuruluş, yatırımcı ve ihraççı şirket olmak üzere üç taraf bulunmaktadır. Taraflar, asimetrik bilgiye sahiptirler. Taraflar arasındaki bu bilgi farklılığı; aracı kuruluşla ihraççı, ihraççı ile yatırımcılar arasında ve yatırımcılar ile

diğer yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgiyi içermektedir.

Şirketler, iş dünyasındaki yoğun rekabete ayak uydurmak ve yaşamlarını sürdürmek için durumlarını korumak, işlerini geliştirmek ve genişletmek içinde başarılı olmak zorundadırlar. Şirketlerin sürdürülebilir büyümesini sağlamak için büyük miktarda sermaye gerekmektedir. Sermaye elde etmenin bir yolu da halka açılmaktır. Halka arz, kurulu bir şirket için ömrü boyunca önemli bir olaydır ve ilk listeleme süreci şirketin değeri için kritik olabilir. Halka arzda ortaya çıkan temel sorunlardan biri, pay senedi fiyatı için en uygun fiyattır. Halka arz sürecinde, ihraç fiyatının belirlenmesi çok zor olabilir.

Şirketler ile yatırımcılar, ihraç edilen şirketin nakit akışına ve değerine ilişkin farklı bilgi düzeylerine sahiplerdir. Şirketler, kazançlarını maksimize ve kayıplarını minimize etmek amacıyla, bazı bilgileri gizleme veya bu bilgilerin açığa çıkmasını geciktirme yönünde bir eğilim taşımaktadırlar (Megginson ve Weiss, 1991: s.887). Menkul kıymetleri borsada işlem gören şirketlerden farklı olarak, menkul kıymet piyasalarında sermaye artırmaya karar veren diğer şirketler hakkında kamuya açık bir bilgi genelde ya azdır veya hiç yoktur. Şirketlerin işletme ve finansal istatistiklerine ilişkin tarihi veriler mevcut olsa bile, bu veriler, yönetim kaliteleri hakkında fazla bilgiyi içermeyebilir. Daha da önemlisi, tarihsel veriler organizasyondan kamuya açık bir şirkete dönüşüme eşlik edebilecek yönetim ajansı maliyetlerindeki potansiyel değişiklikler hakkında anlamlı herhangi bir gösterge sunmayabilir. Yönetim kalitesi potansiyel yatırımcılar için merkezi bir odak noktası iken, ihraççıların ürettikleri bu bilgiyi direkt olarak kendilerinin pazarlama imkânları bulunmamaktadır. Aracı kuruluşlar, şirketlerin "gerçek" değerinin belirlenmesinde önemli güçlüklerle karşılaşmalarına rağmen, payların değerini yatırımcılara göredahadüşük maliyetle tahmin edebilirler. Buna göre, yatırımcılar aracı kuruluşa bu konuda güvenmek durumundadırlar (Tımc, 1988: s.798).

Araştırmalar, ihraççı şirketin aracı kuruluş seçimini kendi şirketlerinin kriterlerine dayandırdıklarını ve ihtiyaçlarını karşılayan aracı kuruluşu seçtiklerini göstermişlerdir (Titman, 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. 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 bilgi asimetrisi problemini hafifletmiş olurlar (Bulut,2008: s.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, Guo, 2010: s.25).

1.3.2.2. Yatırımcılar Açısından Aracı Kuruluş İtibarı

İlk halka arzda potansiyel yatırımcılar genellikle limon problemi olarak adlandırılan asimetrik bilgi ile karşılaşılırlar (Akerlof, 1970, Aktaran: Dunbar, 2000: s.7). Aracı kuruluşlar, yatırımcılarla gerek aracılık işlemleri gerekse geçmiş halka arz işlemlerine bağlı olarak bir itibar geliştirirler. Geliştirdikleri itibar sermayesinin bir sonucu olarak, halka arz piyasalarında güvenilir bilgi üreticileri olarak görülürler. Bundan dolayı, şirketler ile yatırımcılar arasında var olan bilgi asimetrisi problemini hafifleterek halka arz piyasalarında güvenilir bir onaylama rolü taşırlar (Nanda ve Yun, 1997: s.43).

Temel olarak, itibarlı bir aracı kuruluşun varlığı, halka arz edilecek şirketin gelecek nakit akışlarıyla ilgili belirsizliği azaltmak ve dolayısıyla fiyatlamayı düşük tutmak için etkili bir araç görevi yapabilir. Bu nedenle, halka arz süreci boyunca bir arza liderlik eden aracı kuruluş tarafından sahip olunan tecrübe ve tecrübe miktarı, yatırım camiası gibi kritik üçüncü taraflara güçlü bir güven sağlayabilir. Ayrıca, yatırımcılar, ihraççıların, yatırım yaparken kendileri için bir teminat görevi gören itibarlı bir aracı kuruluşu kullanmasını beklemektedir. Yatırımcılar, aracı kuruluşların itibar kaygısı taşıdıklarını bilmektedirler. İtibarı yüksek aracı kuruluşun varlığı yatırımcılar açısından olumlu bir sinyal olarak değerlendirmektedir (Razafindrambinina, Kwan, 2013: s.201). Nanda ve Yun (1997) göre aracı kuruluş itibarı, halka arzın kalitesi hakkında yatırımcıyı bilgi vermektedir. Yatırımcıların, halka arz fiyatının belirlenmesinde asıl sorumluluğun aracı kuruluşta olduğuna inandıklarını belirtmiştir.

1.3.2.3. Aracı Kuruluş Açısından İtibar

Chemmanur ve Fulghieri (1994), asimetrik bilginin var olduğu finansal piyasalarda aracı kuruluşlar tarafından itibar kazanımı için bir model geliştirmişlerdir. Çalışmalarında, finansal aracılardan itibar kazanma yeteneğinin bilgi üretimindeki ahlaki risk sorununu hafiflettiği bulgusunu elde etmişlerdir. Sonuç olarak, itibarın, yatırım bankaları gibi aracılardan güvenilir bilgi üreticileri olarak görev yapmalarında çok önemli bir rol oynadığını tespit etmişlerdir. Yaptıkları deneysel çalışmalar ve ortaya çıkan sonuçlar aşağıda özetlenmiştir:

Yatırım Bankası ve Asimetrik Bilgi: İtibarı yüksek olan aracı kuruluşların, pay piyasasındaki asimetrik bilgiyi azaltmakta oldukça etkili olduğu sonucuna varmışlardır. Aracı kuruluş itibarının, ilk halka arzın yanı sıra ikincil pay senedi arzlarında da etkileri olduğu vurgulanmıştır. Çalışmalarında elde ettikleri, halka arzda düşük fiyatlandırma oluşmasında, aracı kuruluşunun itibarının etkisi olduğu sonucu Logue (1973), Tınc (1988), Carter ve Manaster (1990)'ın sonuçları ile tutarlıdır.

Aracı Kuruluş İtibarı ve Ücreti: İtibar sermayesi yüksek aracı kuruluşların daha büyük ücret talep ettiğini, bu nedenle itibarı düşük olan rakiplerinden daha yüksek brüt gelir elde ettiklerini belirtmişlerdir.

Aracı Kuruluş İtibarı ve Pay Senedi İhraç Hasılatı: Aracı kuruluş itibarı halka arz olan şirketin hasılatını, diğer maliyetler sabitken aracılık ücretinden arındırılmış olarak artırmaktadır. Bu hipotezde elde ettikleri sonuçlar, Johnson ve Miller (1988) ile Carter ve Manaster (1988) bulguları ile tutarlıdır.

Aracı Kuruluş İtibarı ve Aracı Kuruluş Seçimi: Şirketler pay senetlerinin ihracı için, “yüksek itibarlı aracı kuruluşlar daha çok ücret ödemelerine rağmen”, paylarını pazarlamayı kabul eden en itibarlı yatırım bankasının hizmetlerini kullanmayı tercih ettiklerini vurgulamışlardır.

Beatty ve Ritter (1986) çalışmalarında iki sonuca varmışlardır. Bunlardan ilki, aracı kuruluş itibarının, halka arzda düşük fiyatlandırılmaya neden olmasıdır. Çünkü, aracı kuruluşlar zaman içinde birçok halka arzın üstesinden gelmek zorunda kalacak ve böylelikle itibar kazanarak bu itibarla kazanç elde edebilecektir. İkincisi ise, itibar sermayelerinin risk altında olmalarının nedeninin aracı kuruluşların, halka arzlarda doğru fiyat vermemeleridir. Bir yandan aracı kuruluş, arzı çok düşük fiyatla yaparsa,

ortalama ilk getiri çok yüksek olacak, bu nedenle potansiyel ihraççılar başka bir aracı kuruluş arayacaktır. Diğer taraftan, aracı kuruluş arzı yeterince düşük fiyatlama yapmazsa, ortalama ilk getirisi de çok düşük olacaktır. Bu nedenle potansiyel yatırımcılar diğer aracı kuruluşlarla iş yapmayı tercih etmektedir. Her iki durumda aracı kuruluş müşterileri kaybedecek ve pazar payı değişecektir.

İtibar sermayesine sahip aracı kuruluşlar, halka arz piyasalarında ihraç olacak şirket ile ilgili belirsizliği ve asimetric bilgiyi azaltma eğilimindedirler. Böylelikle aracı kuruluşun itibar sermayesinin, ihraç fiyatının şirkete ait tüm bilgileri içerdiğine ilişkin bir işlevi olduğu iddia edilmektedir. Aracı kuruluş her halka arzda itibar sermayesini riske etmektedir. Araştırmacılar aracı kuruluşun itibarının, ihraç fiyatının doğru belirlenmemesi ile ortaya çıkan yanlış bilgi nedeniyle zarar görebileceğini belirtmişlerdir (Beatty ve Ritter:1986: s.217, Nanda ve Yun,1997 s.43). Carter ve diğerleri (1998) göre aracı kuruluşların ihraç olacak şirket ile ilgili sunduğu bilgilerin doğru olması yatırımcılar tarafından bu kuruluşların itibarı ile ilişkilendirilmektedir. Halka arzın başarısızlık ile sonuçlanması, yüksek itibarlı aracı kuruluşları, düşük itibarlı aracı kuruluşlara göre daha olumsuz etkilediğini iddia etmişlerdir (Carter ve diğerleri, 1998: s.444).

Aracı kuruluşların ihraççı şirketlerin değerini hesaplama, geleceğini ön görme yetenekleri, taşıdıkları vasıflara bağlı olarak değişmektedir. Yüksek itibarlı aracı kuruluşlar, ihraç olacak şirketleri değerlendirirken halka arz sonrasında da yatırımcıların ilgisini çekmeye devam edecek olanları seçebilmek için yöntemler geliştirmekte ve kullanmaktadırlar. Ayrıca aracı kuruluşlar itibarlarını korumak için başarısız olacağını düşündükleri halka arzlardan kaçınmaktadırlar. Bu nedenle halka arz olacak şirketleri değerlendirirken daha katı yöntemler geliştirme eğilimi içindedirler (Chemmanur ve Fulghieri, 1994: s.75; Michaely ve Shaw, 1994: s.282; Jain ve Kini, 1999: s.1304). Araştırmacılara göre yüksek itibarlı aracı kuruluşlar, halka arzlarda ayırt edici roller taşıdıklarının bilinci ile düşük itibarlı aracı kuruluşlara göre belirsizliği az, yapısı güçlü olan büyük şirketlerin ihracında aracılık yüklenim hizmeti vermektedirler (Johnson ve Miller, 1988: s.21; Tımcı, 1988: s.792; Carter ve Manaster, 1990: s.1046; James, 1992: s.1876. ; Chemmanur ve Fulghieri, 1994: s.58.; Nanda ve Yun, 1997: s.54.; Carter ve diğerleri, 1998: s.294).

İKİNCİ BÖLÜM

ARACI KURULUŞ İTİBARI VE HALKA ARZ

PERFORMANSINA ETKİSİ

Halka arz süreci, satış süresinin bitmesi ve payların yatırımcılara dağıtılmasının ardından sonuçların SPK'ya bildirilmesi ve halka arzın SPK tarafından onaylanması ile sona ermektedir. Piyasanın halka arza tepkisi kısa ve uzun vadede bu süreci devam ettirmektedir.

2.1. KISA DÖNEMDE YÜKSEK PERFORMANS

İlk kez halka arz edilen pay senetlerinin halka arz fiyatının payın borsada işlem gördüğü ilk günlük kapanış fiyatının altında kalması, söz konusu payın düşük fiyatlandırılarak halka arz edildiği anlamına gelmektedir.

Düşük fiyatlandırma, halka arz edilen payların yatırımcılara satıldığı fiyat (ihraç fiyatı) ile pay senetlerinin borsadaki kapanış fiyatı arasındaki farkın yüzdesi olarak hesaplanmaktadır (Ljungqvist, 2004: s.6). Beatty (1989) göre düşük fiyatlandırma ise birincil piyasalarda sunulan pay senedi fiyatları, ihraççı ile onun aracı kuruluş arasındaki bir müzakereyi izlerken, ikincil piyasadaki pay senedi fiyatları arz ve talep piyasa mekanizması aracılığıyla belirlenir. Bu iki fiyatlandırma mekanizması pay senedi fiyatında bir farklılığa neden olabilir, bu da düşük fiyatlandırma veya aşırı fiyatlandırma ile sonuçlanır. Düşük fiyatlandırma terimi, ihraç fiyatı ile piyasaya arz edilen fiyat arasındaki farkın verilmesi sırasında kullanılır. Bir halka arz sırasında, ikincil piyasada pay senedi fiyatı, piyasada oluşan fiyatlardan daha düşük olursa, aşırı fiyatlandırma gerçekleşir.

2.1.1. Kısa Dönemde Yüksek Performans Teorileri

Finans yazınında, halka arzda kısa vadede düşük fiyatlandırmanın ortaya çıkma nedenleri uzun zamandan beri araştırılan ve tartışılan bir konudur. Yapılan çalışmalar dünya genelinde ilk gün düşük fiyatlandırmanın %10'un üzerinde olduğunu göstermektedir. Gelişmekte olan piyasalarda günlük fiyat marjı sınırlamalarından dolayı düşük fiyatlandırma daha düşük gerçekleşmekte ve satış sonrası arz ve talebin

dengelenmesi zaman almaktadır (Ljungqvist, 2004: s.6).

I.Welch ve J. Ritter (2002) yaptıkları çalışmada düşük fiyatlamayla ilgili teorileri asimetrik bilgi ve simetrik bilginin varsayımına göre ikiye ayırmışlardır. Asimetrik bilgi, taraflardan birinin diğerlerinden daha fazla bilgiye sahip olması olarak tanımlanmaktadır. Araştırmacıların asimetrik bilgi ile yaptıkları çalışmalar üç bölüme ayrılmaktadır. Bunlar;

- i. Aracı kuruluşla ihraççı arasındaki asimetrik bilgi,
- ii. İhraççı ile yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi,
- iii. Yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi.

Aracı kurumlar, sözleşme yapmadan önce muhtemel piyasa talebine ilişkin ihraççılardan daha fazla bilgiye sahiptir. Bu durum yani ihraççı ve aracı kuruluş arasındaki asimetrik bilgi vekalet problemi yaratmaktadır (Baron,1982: s.957).

Welch (1989)'e göre, düşük fiyatlandırmanın sebebi ihraççılar ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisidir. İhraççılar şirket değeri ile ilgili daha çok bilgiye sahiptirler. Welch yaptığı çalışma ile yüksek değerli şirketlerin düşük fiyatlamayı kullanarak sinyal verdiğini göstermiştir.

Rock (1986) düşük fiyatlandırmanın sebebinin yatırımcılar arasındaki asimetrik bilginin bir sonucu olduğunu iddia etmektedir. Rock (1986) göre yatırımcıların bazıları diğer yatırımcılara göre daha az bilgiye sahiptir. Bu yatırımcılar, bütün ilk halka arzlara katılırken, bilgili yatırımcılar yalnızca getirisinin yüksek olacağına inandıkları ilk halka arzlara talep gösterirler. Eğer, halka arz sayısı az ise bilgili yatırımcılar çekici olan halka arzlara aşırı bir talep oluşturacaktır. Bu durumda daha az bilgi sahibi olan yatırımcılara sadece çekici olmayan pay senetleri ile çekici olanların oldukça az bir kısmı kalacaktır. Diğer bir deyişle, eğer halka arzlar beklenen getiri üzerinden fiyatlanırlarsa daha az bilgili olan yatırımcılar daha a bilgi sahibi yatırımcılar tarafından piyasa dışına itileceklerdir. Tam tersi durumda ise bu defa daha bilgili olan yatırımcılar piyasayı daha az bilgi sahibi yatırımcılara bırakacaklardır. Rock (1986) bu durumda, daha az bilgi sahibi olan yatırımcıyı teşvik etmek için halka arzın düşük fiyatlandırılması gerektiğini savunmuştur (Rock, 1986: s. 206).

Ljungqvist (2004) ilk halka arzda asimetrik bilgi ile ilgili çalışmalarını dört ana başlık altında gruplandırmıştır:

1. Yatırımcı, halka arz olan şirket ve aracı kuruluş arasındaki asimetrik bilgi,
2. Yasal takibe maruz kalma riski, aracı kuruluşun fiyat istikrarı işlemleri ve vergiler gibi kurumsal sebepler,

3. Halka arzın düşük fiyatlandırılması ile yeni ortakların yönetime müdahalelerini azaltacak şekilde yeni hissedar seçimine yardımcı olacağını böylelikle kontrolü kaybetmeyeceklerini savunurlar,

4. Davranışsal yaklaşımları savunanlar ise iki şekilde konuya yaklaşmışlardır. Birincisi halka arzda şirketin gerçek değeri dışında bir fiyatla teklif sunan “rasyonel olmayan” yatırımcıların olduğu. İkincisi ise davranışsal hatalardan şikayetçi olan şirketlerin düşük fiyatlamayı azaltma yönünde aracı kuruluşlara yeterince baskı yapamadıklarını varsayarlar (Ljungqvist, 2004: s.2, Başpınar, 2008: s.65).

Brau ve Fawcett (2016) yaptıkları çalışmada ilk halka arzlarda düşük fiyatlamamanın olası nedenlerini sekiz başlık altında toplamaktadır:

1. Yatırım kuruluşu ile ihraççı arasındaki asimetrik bilgi: Yatırım kuruluşunun piyasa hakkında daha çok bilgi sahibi olması nedeniyle, asgari çaba ile alım kanadındaki müşterilere entegre olma çabası,

2. İhraççı ile potansiyel yatırımcı arasındaki asimetrik bilgi: Yatırımcıların gelecek hakkındaki belirsizlik algıları nedeni ile daha düşük fiyat önermeleri,

3. Bilgilendirilmiş ve bilgilendirilmemiş yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi: Bilgilendirilmemiş yatırımcıların karşı karşıya buldukları risk algısı karşılığında daha düşük fiyat tercih etmeleri,

4. İhraççılar tarafından ilerde yatırımcılarla karşılaşılabilecek olası hukuki uyuşmazlıklardan korunma yöntemi olarak görülmesi,

5. Piyasanın işlerliği açısından bir araç olarak görülmesi: Düşük fiyatlamamanın domino etkisiyle talebi arttırabilmesi, diğer piyasa işlemlerindeki maliyetini azaltabilmesi, ilk günkü yükseliş nedeniyle yatırımcıların dikkatini çekebilmesi, halka arz sonrası işlem hacmini arttırabilmesi,

6. Yatırımcı tabanını genişletmesi: Düşük fiyatlamamanın yatırımcı tabanını genişleterek, payın likiditesini arttırabilmesi, artan yatırımcı tabanının şirketin şeffaflığının da artması yönünde bir baskı faktörü olabilmesi,

7. Yatırım kuruluşlarının potansiyel iyi müşterilerine yüksek kazançlar sağlayarak sonraki halka arzlarda da onların desteğini sağlamak istemeleri,

8. İhraççıların elde ettikleri fonun zaten yüksek olması nedeniyle fiyatlamayı önemsememeleri,

Düşük fiyatlandırmayı açıklamaya çalışan teoriler içerisinde en çok analiz edilen asimetrik modellemelerdir.

Simetrik bilginin yer aldığı açıklama aracı kuruluşların riskten kaçınan tutumunu ön plana çıkarmaktadır. Bu görüşe göre, piyasada henüz tanınmayan bir şirketin paylarını ilk defa pazarlayacak olan aracı kuruluşlar, ihracın başarısız olma ihtimali ile çıkabilecek zararları en aza indirmek amacıyla ihraç fiyatını düşük tutmak eğilimindedir. Ancak bu görüşe getirilen eleştiriler, aracı kuruluşların bahsedildiği gibi piyasanın talebi hakkında bilgi yoksunu olmadığını dile getirmektedir (Çavuşoğlu,2008: s.66).

2.1.1.1.Kazananın Laneti Teoremi

Düşük fiyatlandırmayı açıklayan asimetrik bilgi modelleri, bir tarafın diğer taraftan çok daha fazla bilgi sahibi olduğunu varsaymaktadır. En iyi bilinen asimetrik bilgi modeli Akerlof (1970)'un limon sorununun bir uygulaması olan Rock (1986)'ın kazananın laneti teoremidir (Ljungqvist, 2004: s.11). İhraç fiyatının, şirket değerinde olması durumunda halka arza iştirak eden yatırımcıların piyasanın üzerinde bir kazanç sağlaması mümkün değildir. Bilgili yatırımcılar diğer yatırımcılara göre halka arz konusunda daha fazla bilgi sahibidirler. Bu yatırımcılar, ancak daha cazip halka arzları talep ederlerken diğerleri ayırım yapmazlar. Burada bilgi sahibi olmayan yatırımcılar, tüm halka arzlara katılırken, cazip olan halka arzlara kısmen katılarak “kazananın laneti ”ne zorlanırlar (Rock,1986: s.187). Halka arz olan şirket, bilgili yatırımcıların ihraç fiyatında düşük fiyatlama olmadığına halka arza katılmayacağı düşüncesi ile düşük fiyatlandırma yapmak zorunda kalabilir.

2.1.1.2. Yatırımcı Tatmini

İlk kez halka arzedilen şirket, ihtiyacı olan finansmanı sağlasada gelecekte oluşacak finansman ihtiyaçları için yatırımcılardan kaynak talep edecektir (ikincil haka arz). Bu nedenle ilk halka arzda yatırımcıyı kazanmak amacıyla ihraç fiyatını biraz düşük tespit etmek durumunda kalabilir.

Bu teori, ihraççının, halka arzda düşük fiyatlandırma derecesi ile gelecekteki sermaye arzlarındaki başarıyı garantilemek için yatırımcıların ağızında "iyi tat bırakmak" istediğini ortaya atmaktadır. Welch (1989), şirketlerin, gelecekte pay senedi arzı yoluyla finansman sağlama düşüncesi ile ilk halka arzın, kasıtlı olarak, düşük fiyatlandırılarak yatırımcılara sinyal verdiğini iddia etmiştir. Modeldeki yüksek kaliteli şirketlerin, şirket kalitesini işaret etmek içinde düşük fiyatlandırma ile sinyal verdiğini iddia etmektedir. Yüksek kaliteli şirket için sinyal verme maliyeti, düşük kaliteli şirkete oranla daha düşüktür (Welch,1989: s. 445, Katti ve Phani, 2016: s.39).

2.1.1.3. Pazarlama

İhraççı, asimetrik bilgi derecesini azaltmak amacıyla yatırımcılara şirketle ilgili daha fazla bilgi sağlayarak çeşitli belirsizliklerin niteliklerini kontrol edebileceğini varsaymaktadır. Yatırımcılar, değerlendirme amacıyla kendileri tarafından elde edilen tüm bilgileri kullanmayabilirler. Welch (1992) tarafından önerilen kademeli bilgi teorisi, yatırımcıların ardışık satışları izleyerek bilgi kademelerini oluşturduklarını ve daha önce halka arzlara katılan diğer yatırımcıların kararına bağlı olduklarını varsaymaktadır. Bu, sürü etkisi yaratır ve yatırımcılar, elde ettikleri bilgileri tamamen görmezden gelirler. Welch (1992) yatırımcının "sürü davranışları" nın etkin bilgi nedeniyle oluştuğunu belirtmiştir. Bu durum, potansiyel olarak, ihracın erken evresine katılan yatırımcıların kimliğinin gizliliğini korumak suretiyle engellenir (Aktaran: Katti ve Phani, 2016: s.39).

Piyasada, akılcı yatırımları ile tanınan ve yatırımları diğer yatırımcılar tarafından takip edilen yatırımcılar halka arza katılmaktan vazgeçerse, diğer yatırımcılar da bilinçsizce (sürü psikolojisi) bunu izleyebilir. Bu durumda yatırımcıları elde tutmak için halka arz düşük fiyatlandırılabilir.

2.1.1.4. Yasal Sorumluluk

Amerikalı yatırımcıların dava gücü, hukuk sigortası veya davadan kaçınma hipotezine ilham kaynağı olmuştur. En azından Logue (1973) ve Ibbotson (1975) 'e göre, bu şirketlerin, pay senetlerinin IPO sonrası performansı ile hayal kırıklığına uğrayan hissedarların gelecekte dava açma olasılığını azaltmak için kasıtlı olarak pay senetlerini indirimli olarak satmaktadır. Bu teori, düşük fiyatlandırma çalışmalarının küresel bir olgu olması nedeniyle, ABD merkezli bir yaklaşımdır (Ljungqvist, 2004: s.40).

2.1.1.5. Acente İlişkisi

Baron, ihraççı ile aracı kuruluş arasında bilgi asimetrisi varsaymaktadır. Aracı kuruluşların, piyasa talebi konusunda ihraççıdan daha bilgili olduğunu varsaymaktadırlar. Aracı kuruluşlar, satış çabalarını en aza indirmek için düşük fiyatlandırma yaparak bu üstün bilgilerin avantajlarından yararlanırlar. Öte yandan, ihraççının bilgi dezavantajından dolayı daha düşük fiyatı kabul etmek zorunda kalmaktadır. Bununla birlikte, bu fiyat, ihraççı tarafından algılanan fiyattan daha yüksek olacaktır. İhraççı ile aracı kuruluş arasındaki dinamik ilişki, satış çabalarını en aza indirmek için düşük fiyatlandırmayı kullandığı ilke “acente sorunu” ile açıklanmaktadır (Baron, 1982: s. 956).

Muscarella ve Vetsuypens, acente teorisi ile ilgili argümanlara ilişkin Baron (1982)’un modelini ampirik olarak test etmişlerdir. 1970-1987 döneminde ABD aracı kuruluşu tarafından 38 IPO incelemiş ve ihraççının ve aracı kuruluşun tek ve aynı olduğu bir durumu analiz etmişlerdir. İhraççı ile aracı kuruluş arasında diğer halka arzın düşük fiyatlandırmalara kıyasla bu halka arzların önemli oranda düşük fiyatlandırıldığına dair kanıtlar bulmuşlardır. Bu nedenle, bu çalışma, çok sınırlı örneklem büyüklüğüne dayanan yorumunu kullanmasına rağmen, Baron’unacente teorisine dayalı açıklamasını desteklemektedir (Aktaran: Katti ve Phani,2016: s.39).

2.1.1.6. Riskten Kaçınan Aracı Kuruluş Hipotezi

Aracı kuruluş, halka arzlarda risklerini ve yüklenim maliyetlerini azaltmak için bilerek pay senedi fiyatının altında kalmaktadır. Başka bir deyişle, düşük fiyatlandırma, başarısız bir halka arz ve bununla bağlantılı kayıplarla sonuçlanma şansını azaltmanın bir yöntemi olarak işlev görmektedir. Ritter (1980), Chalk ve Peavy (1987) tarafından yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlar, riskten kaçınan yatırımcı hipotezi ile tutarsızdır. (Tınc, 1988: s. 791).

2.1.1.7. Tek Alıcı Güç Hipotezi

Bu teori yüksek itibarlı aracı kuruluşların, küçük, yeni faaliyete geçmiş, riskli şirketlerin halka arzını kabul etmediği gözlemine dayanmaktadır. Ritter 1984’de ortaya attığı bu hipoteze göre küçük, riskli ve yeni faaliyete geçmiş şirketlerin halka arzlarını üstlenen aracı kuruluşlar, bu şirketlerin pazarlık güçleri olmayacağını düşündüklerini ve pay senetlerini düşük fiyatlandıklarını iddi etmiştir. Ancak,

hipotezi destekleyecek deneysel bir kanıt bulunamamıştır (Ritter,1984: s.232, Tınc,1988: s. 791, Tsang, 2009: s.11).

2.1.1.8. Spekülatif Şişkinlik Hipotezi

Tınc (1988) ortaya attığı bu hipoteze göre ise halka arzların düşük fiyatlanmış gibi görünmesine yol açan etken “sıcak arz piyasaları”nda ilk halka arzdan sonra yapılacak bir spekülasyon nedeniyle halka arzdan yeteri kadar pay senedi alamayan yatırımcıların, pay senetlerini ikincil piyasadan satın alma yoluna gitmesidir. Böylece, arz edilen pay senedine olan talep, arzı aşmakta ve pay senedinin fiyatında geçici spekülatif bir şişkinlik oluşmaktadır. Spekülatif şişkinlik hipotezine göre, ilk halka arzların bu pozitif yüksek başlangıç getirilerini, şişkinliğin patlamasıyla birlikte negatif düşük getiriler izlemektedir (Tınc,1988: s. 792).

Ritter (1984), bu hipotezi 1980 sıcak arz piyasalarında test etmiş ve oldukça yüksek ilişki olan destekleyici kanıtlar elde etmiştir. Tınc (1988) bu görüşü destekleyecek hiçbir deneysel kanıt olmadığını söylemiştir (Tsang, 2009: s.12).

2.1.1.9. Aracı Kuruluşun İtibarı ile Sinyal Verme Hipotezi

Bu hipoteze göre, yatırımcılar, aracı kuruluşun itibarını göz önüne alarak halka arz konusunda fikir sahibi olabilmektedir. Yatırımcılar aracı kuruluşların, şirket ile ilgili içsel bilgi sahibi oldukları için hangi arzların düşük riskli olduklarını bildiğini ve bu arzları üstlendiğini düşünmektedirler (Carter ve Manaster,1990: s.1062, Chemmanur ve Fulghieri, 1994: s.74, Daştan, 2008: s. 69).

Düşük riskli şirketler ise halka arzları için yüksek itibarlı aracı kuruluşlarını seçerek ne kadar düşük riskli bir yapıya sahip oldukları sinyalini yatırımcıya gönderirler. Yüksek itibarlı aracı kuruluşlar da pay senedinin ilk halka arz fiyatını yüksek belirler. Aracı kuruluşun piyasadaki itibarı ne kadar yüksek olursa pay senedinin ilk halka arz fiyatı o kadar yüksek, yatırımcıların ise piyasa getirisinin üstünde elde edebileceği getiri de o kadar düşük olmaktadır. Böyle durumlarda bilgili yatırımcıların daha çok spekülatif arzlarla ilgilendiği ve bu arzlarda pay senetlerinin düşük fiyatlandığı ileri sürülmektedir (Carter ve Manaster, 1990: s.1062, Chemmanur ve Fulghieri, 1994: s.74, Daştan, 2008: s. 69). Yüksek itibarlı aracı kuruluşların, 1980 ve öncesinde üstlendikleri halka arzlarda daha az düşük fiyatlandırma yaptığı, 1990 ve sonrasında bu durumun tersine döndüğü gözlenmektedir.

2.1.1.10. Ortaklığın Niteliğinin Göstergesi Olarak Düşük Fiyatlama

Hipotezi

Bu teoriye göre ihraççıların şirket değeri hakkında, aracı kuruluş veya yatırımcılardan daha iyi bilgiye sahip olduğu varsayılmaktadır. Eğer ihraççı şirket bugünkü değeri, riskini ve gelecekteki nakit akışlarını yatırımcılara veya aracı kuruluşlara göre daha iyi biliyorsa, düşük fiyatlandırma ile potansiyel alıcıları şirketin yüksek değerine ikna etmek için bir araç haline getirebilir. Mali yapısı güçlü olan şirketler, gelecekteki halka arzları için potansiyel talebi arttırmak ve pay senetlerinin halka arzdan sonraki yüksek fiyat artışlarından yararlanmak isterler. Bu nedenle pay senetlerinin ilk halka arzında düşük fiyat uygulamayı tercih etmektedirler (Allen ve Faulhaber, 1989: s.304, Welch, 1989: s.422).

2.1.2. Uluslararası Yapılmış Çalışmalar

Halka arzın kısa döneminde ortaya çıkan düşük fiyatlama konusu finans yazınının en çok araştırılan konularından biridir. Düşük fiyatlandırma ile ilgili ilk araştırmaları; Logue (1973), Ibbotson (1975) ve Miller, Reilly (1987) yapmıştır. Araştırmacılar, düşük fiyatlandırma yapılan halka arzların pay senetlerinin ve ilk işlem gününde yükseldiğini söylemişlerdir (Akt: Carter, Manaster, 1990: s. 1045).

Düşük fiyatlandırma üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde, Amerika'da 1960'lardan 2010'lu yıllara kadar düşük fiyatlama oranının ortalama %19'dur. Dünya genelinde yıllar itibarıyla bu oran arttığı 1960'larda %21, 1970'lerde %12, 1980'lerde %16, 1990'larda %21 ve 2000 yıllarda ise internet şirketlerinin halka arzının da etkisiyle %40 oranına ulaşmıştır (Ljungqvist, 2005: s.).

Loughran, Ritter ve Rydqvist (2016) uluslararası alanda yapılan halka arz ve düşük fiyatlandırma çalışmalarını inceleyerek bunları tablo haline getirmişlerdir. Tabloda yer alan çalışmalar farklı ülkelerde, farklı zaman aralıklarında ve farklı örneklem sayıları ele alınarak yapılmış olsalar da her birinde ilk gün düşük fiyatlandırma görülmektedir. Tablo incelendiğinde düşük fiyatlama düzeyinin en fazla Suudi Arabistan'da %239,8 ve en az Rusya'da %3,3 düzeyinde gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo 4: Uluslararası Yapılan Halka Arzlar ve Kısa Dönem Getirileri

ÜLKE	YAZAR	HALKA ARZ SAYISI	DÖNEM	ORTALAMA İLKGÜN GETİRİLERİ
Almanya	Ljungqvist; Rocholl; Vismara; Dealogic	779	1978-2014	%23,0
Amerika	Ibbotson, Sindelar&Ritter; Ritter	12819	1960-2015	%16,9
Arjantin	Eijge, Dealogicnhuijen% van der Valk	26	1991-2013	%4,2
Avustralya	Lee, Taylor&Walter; Woo; Pham; Ritter	1562	1976-2011	%21,8
Belçika	Rogiers, Manigart&Ooghe; ManigartDuMortier; Ritter	114	1984-2006	%13,5
Brezilya	Aggarwal, Leal&Hernandez; Saito; Ushisima	275	1979-2011	%13,5
Britanya	Dimson;Vismara;Levis	4932	1959-2012	%16,0
Çin	Chen, Choi&Jiang; Jia, Xie&Zhang	2637	1990-2014	%113,5
Danimarka	Jakobsen&Jacquillat; Ritter;	164	1984-2011	%7,4
Finlandiya	Keloharju	168	1971-2013	%16,9
Fransa	Husson&Jacquillat;; Paliard&Belletante;; Ritter; Vismara	697	1983-2010	%10,5
Güney Afrika	Page&Reyneke; Ali, Subrahmanyam&Gleason;Dealogic	316	1980-2013	%17,4
Hindistan	Marisetty ve Subrahmanyam.,Dealogic	2983	1990-2014	%88,0
Hong Kong	McGuinness; Zhao&Wu; Ljungqvist&Yu; Fung, Gul, ve Radhakrishnan; Dealogic	1486	1980-2013	%15,8
İran	Bagherzadeh	279	1991-2004	%22,4
İspanya	Ansotegui&Fabregat;AlvarezOtera; Dealogic	143	1986-2013	%10,3

İsrail	Kandel, Sarig&Wohl; Amihud&Hauser;Ritter	348	1990-2006	%13,8
İsveç	Rydqvist; Schuster; de Ritter	405	1980-2015	%25,9
İtalya	Arosio, Giudici&Paleari; Cassia, Paleari&Redondi; Vismara	312	1985-2013	%15,2
Japonya	Fukuda;Dawson&Hiraki; Hebner&Hiraki; Packer&Ritter;	3313	1970-2014	%42,8
Kanada	Jog&Riding; Jog&Srivastava; Rakita; Ritter	720	1971-2013	%7,4
Kore	Dhatt, Kim&Lim; Ihm; Choi&HeoCho; Joh; Dealogic;Lee	1758	1980-2014	%28,8
Malezya	İsa,İsa&Yong; Yong; Ma; Dealogic	474	1980-2013	%56,2
Mısır	Omran; Hearn	62	1990-2010	%10,4
Portekiz	Almeida&Duque;Dealogic	32	1992-2013	%11,9
Rusya	Dealogic	64	1999-2013	%3,3
Sudi Arabistan	Al-Anazi, Forster&Liu; Alqahtani	80	2000-2011	%239,8
Şiili	Aggarwal, Leal&Hernandez; Celis&Maturana; Dealogic	81	1982-2013	%7,4
Tayland	Wethyavivorn&Koo- smith;Lonkani&Tirapat;	500	1987-2012	%35,1
Tunus	Hearn, Dealogic	38	2001-2014	%21,7
Ürdün	Al-Ali ve Braik	53	1999-2008	%149,0
Yeni Zellanda	Vos&Cheung; Camp&Munro; Alqahtani;Dealogic	242	1979-2013	%18,6
Yunanistan	Nounis, Kazantzis& Thomas; Thomadakis,	373	1976-2013	%50,8

Kaynak: Loughran, Ritter, Rydqvist (Mayıs,2016)

2.1.3. Yurtdışında Yapılan Çalışmalar

Türkiye’de halka arz ile ilgili yapılan çalışmalar incelediğinde, yoğunluğun kısa dönem performansı ve düşük fiyatlandırma olgusu üzerine olduğunu görülmektedir. Bu çalışmalardan bazıları şunlardır:

Kıymaz (1996), 1990-1995 yılları arasındaki imalat sektöründe halka arz olan 88 şirketin ilk gün getirisini ortalama olarak %12,3 tespit etmiştir. 1997 yılında 1990-1995 yılları arasındaki 39 mali sektör arzında da ortalama ilk gün getirisini %15,3 olarak hesaplamıştır. 2000 yılında 1990-1996 yıllarında halka arz olan 163 şirketin ilk gün getirisini ise %13,1 olarak bulmuştur.

Özer (1999) yılında 1989-1994 yılları arasında 89 halka arzda %12,41 düşük fiyatlandırma tespit etmiştir.

Teker ve Ekit (2003), 2000 yılını baz aldığı çalışmasında, halka arz edilen pay senetlerinin işlem gördüğü ilk iki gün düşük fiyatlandırma oranını ortalama %11,01 olarak hesaplamıştır. Aktaş, Karan ve Aydoğan (2003), 1992-2000 yılları arasında gerçekleşen halka arzlarda ilk gün düşük fiyatlandırma oranını %9,17 hesaplamışlardır.

Güner, Önder ve Rhoades (2004), 1993-2000 yılları arasında gerçekleşen 118 halka arzda düşük fiyatlamayı ortalama %7,17 düzeyinde tespit etmişlerdir.

Ünlü ve Ersoy (2008), 1995-2008 yıllarında 112 halka arzda düşük fiyatlamayı ortalama %6,52 olarak tespit etmişlerdir.

Küçükkoçaoğlu (2008), 1993-2005 yılları arasında gerçekleşen 217 halka arzı, satış yöntemleri ile düşük fiyatlandırma arasındaki ilişki açısından incelemiştir. Çalışmasında, en yüksek düşük fiyatlandırmanın borsada satış yönteminde (%15,68) olduğunu hesaplamıştır. Bu yöntemi, %11,47 oranı ile fiyat aralığı ve %7,01 oranı ile sabit fiyatla talep toplama yönteminin takip ettiğini ortaya koymuştur.

Küçükkoçaoğlu (2008)’nin çalışması BİST’de Ocak 1993 ile Aralık 2015 yılları arasında gerçekleşen 330 halka arz çerçevesinde güncellenmiş ve aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır.

Tablo 5: 1993-2015 Yılları Arasında BİST’de Gerçekleşen Halka Arzlar

YILLAR	ŞİR SAY.	SABİT FİY. TAL. TOPLAMA	BORSADA SATIŞ	FİYAT ARALIĞI İLE TALEP TOPLAMA	NOMİNAL DEĞER BİN US\$	SATIŞ TUTARI US\$
1993	16	1	15		18.130	152.446.679
1994	25	5	2	18	24.419	270.480.025
1995	29	16	6	7	44.440	246.782.515
1996	27	24	3		34.626	167.921.616
1997	29	28		1	66.091	420.376.566
1998	20	19	1		66.998	383.348.401
1999	10	8	2		52.391	90.722.366
2000	35	34	1		157.690	2.806.222.339
2001	1	1			231	242.654
2002	4	3	1		17.062	56.467.358
2003	2		2		1.958	11.252.273
2004	12	9	2	1	107.114	482.575.185
2005	9	2	4	3	267.997	1.743.964.256
2006	15	5	6	4	209.917	930.501.524
2007	6		1	5	305.254	3.298.307.170
2008	2		1	1	419.101	1.876.920.161
2009	1		1		2.158	6.908.183
2010	22	4	7	10	441.093	2.104.016.575
2011	24		16	8	157.075	826.488.497
2012	16	5	10	1	87.083	297.083.992
2013	9	5	2	2	173.741	721.890.095
2014	9	1	5	3	38.417	308.867.326
2015	4		4			41.170.073
TOPLAM	330	174	90	66	2.424.989	17.244.955.829

Kaynak: BİST, Yıllara Göre Halka Arz Verilerinden Derlenmiştir.

Tablo 5’ de 1993-2015 yılları arasında gerçekleşen 330 halka arz satış yöntemlerine göre incelenmiştir. Buna göre, 174 şirket sabit fiyatla talep toplama yöntemini (%52), 90 şirket borsada satış yöntemini (%27) ve 66 şirket de fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini (%21) kullanmıştır.

Tablo 6: Türkiye’de 1993-2015 Yıllarında Gerçekleşen Halka Arzlara İlişkin Açıklayıcı İstatistikler

HALKA ARZ/ HALKA ARZ OLAN ŞİRKET KARAKTERİSTİKLERİ	BORSADA SATIŞ ORT.	FİYAT ARALIĞI ÖRTALAMA	SABİT FİYATLA SATIŞ ORTALAMA
Halka Arz Süre(gün)	8.54	13.86	9.99
Halka Arz Oranı (%)	37.04	27.90	25.95
Firma Yaşı	13.35	19.22	16.16
Hasılat (Bin \$)	7.588	142.549	40.780
1. inci Gün Getirisi	0.10	0.04	0.07
1. inci Hafta Getiri	0.17	0.02	0.06
1. inci Ay Getiri	0.12	0.11	-0.03
Piyasa Getirisi	0.01	0.03	0.06
Toplam Varlık (Bin \$)	15.533	443.888	18.435
Net Satışlar (Bin \$)	72.085	216.018	8.632
Toplam Özsermaye (Bin \$)	6.994	162.810	6.792
Net Kazanç (Bin \$)	506	47.176	1.111
Toplam Borç (Bin \$)	8.682	277.597	11.644

Kaynak: BİST, Yıllara Göre Halka Arz Verilerinden Derlenmiştir.

Tablo 6’da 1993-2015 yılları arasında BİST’de gerçekleşen halka arzlara ilişkin şirket ve piyasa bazlı karakteristiklerine ait istatistiklere yer verilmiştir. Tablo incelendiğinde ilk gün getirilerinde daha önce yapılan çalışmalarda olduğu gibi genel olarak düşük fiyatlama olduğu görülmektedir. Tabloya göre; en yüksek düşük fiyatlama ortalama % 10 ile borsada satış yönteminde olurken bu yöntemi, %7 ile sabit fiyatla talep toplama ve %4 ile fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde takip etmiştir. Halka arzı izleyen bir aylık sürenin sonunda ortalama getiri, borsada satış ve fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi için pozitif olmuş ve sırasıyla %12 ve %11 olarak gerçekleşmiştir. Sabit fiyat ile talep toplama yönteminde ise düşük performans ile (-%3) karşılaşmışlardır.

Tablo 6’da şirketlerin halka arz oranlarını incelediğimizde, borsada satış yönteminde %37,04, fiyat aralığı ile talep toplama %27,90 ve sabit fiyatla talep toplama yönteminde de %25,95 olduğu görülmektedir.

Şirketlerin karakteristik yapıları incelediğinde; büyük şirketlerin fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini, küçük şirketlerin ise sabit fiyatla talep toplama ve borsada

satış yöntemlerini kullandıkları görülmektedir. Halka arz hasılatı açısından, fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde elde edilen hasılatın diğer yöntemlere göre daha fazla olduğu görülmektedir.

2.2. UZUN DÖNEMDE DÜŞÜK PERFORMANS

Finans yazınında halka arz edilen pay senetlerinin performansları kısa ve uzun dönemde incelenmektedir. Kısa dönemde bazı araştırmacılar, pay senetlerinin halka arz edildiği zaman oluşan ilk gün getirilerini incelerken bazıları da ilk beş gün veya otuz gün olarak değerlendirmektedirler. Uzun dönemde de genelde üç yıllık ve beş yıllık getiriler incelenmektedir. Uluslararası piyasalarda pay senetlerinin kısa dönem getirilerini inceleyen çalışmaların çoğunda düşük fiyatlama tespit edilirken, pay senetlerinin uzun dönemli getirilerini inceleyen çalışmalarda ise farklı sonuçlar gözlenmektedir. Bazı piyasalarda pay senetlerinin uzun dönemli getirileri negatif ve düşük iken bazı piyasalarda getiriler pozitif ve yüksek kaydedilmektedir. Bu farklılıkların başlıca nedeni uzun dönemli getiri hesaplamasında kullanılan yöntem ile incelenen dönem farklılığı olduğu görülmektedir (Kırkulak, 2005: s.466).

2.2.1. Uzun Vadede Düşük Performans Teorileri

Araştırmacılar, halka arzda uzun vadede düşük performans göstermesini üç hipotezle açıklamaya çalışmışlardır:

2.2.1.1. Görüş Farklılığı Hipotezi

Miller (1977) tarafından geliştirilen bu hipoteze göre, bazı yatırımcılar diğer yatırımcılara göre daha iyimserdir. Miller (1977) göre halka arz olan şirketin değeri ile ilgili belirsizlik olduğunda piyasadaki iyimser yatırımcıların sayısı artar. Halka arzdan sonra şirket hakkında daha fazla bilgi kamuoyuna açıklanması ile iyimser ve kötümser yatırımcılar arasındaki görüş farklılığı azaldığını bundan dolayı pay senedinin fiyatı düştüğünü iddia etmektedir. Başka bir ifade ile halka arz sırasında yatırımcılar arasındaki fikir ayrılıkları ne kadar büyük ise, pay senetlerinin uzun dönemli getirilerindeki düşüşlerinde o kadar büyük gerçekleşeceğini iddia etmiştir.

2.2.1.2. Konser Hipotezi

Tıpkı bir rock konserinde organizatörlerin bunu büyük bir olay olarak göstermeleri gibi, aracı kuruluşlarda düşük fiyatlama ile halka arza aşırı talep varmış havası oluştururlar. Bu hipotez, en yüksek ilk getirileri olan şirketlerin daha düşük

getiri oranına sahip olmasını öngörür. Bu hipotezin uzun dönemde kanıtı olsada ilk altı ayda momentum etkileri hâkim olmaktadır. Halka arza katılan bireysel yatırımcılara yapılan bir ankette, katılımcıların sadece yüzde 26'sının ihraç fiyatı ile şirketin temel değeri arasındaki ilişkinin temel bir analizini yapmadığı tespit edilmiştir (Ritter, 1998: s.16, Başpınar, 2008: s.71).

2.2.1.3. İmkân Penceresi Hipotezi

Yatırımcılar, bazı dönemlerde ihraç olacak şirketin büyüme potansiyeli konusunda iyimserdirler. Şirketlerde halka arz zamanlarını yatırımcıların iyimser oldukları dönemlere denk getirmeye çalışırlar. Bu döneme denk gelen halka arzlarda genelde yüksek fiyatlama ile sonuçlanır. Bu hipotez, şirketlerin yüksek hacimli dönemlerde halka arzının diğer halka arzlarla kıyasla aşırı değerli olma ihtimalini öngörmektedir (Ritter, 1998: s.16, Başpınar, 2008: s.71).

2.2.2. Uluslararası Yapılmış Çalışmalar

Uzun dönemli pay senedi getirileri ile ilgili yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlarda önemli sayılabilecek farklılıklar görülmektedir. Kırkulak (2005) göre bu farklılıkların temel nedeni kullanılan yöntemden kaynaklandığı gibi, çalışılan dönemlerin farklı yapıda olması da bir diğer önemli faktördür (Kırkulak,2005: s.469).

Çalışmalar incelendiğinde iki yöntemin kullanıldığı görülmektedir. İlk yöntem, pay senetlerinin uzun dönemli getirileri kümülatif anormal getiriler yöntemi (CAR) olup örneklem aralıkları genellikle üç yıldır. İkinci yöntemde ise pay senetlerinin uzun dönemli getirileri yazında sıkça kullanılan bileşik getiri yöntemi olan al-ve-tut yöntemi (BHR) ile hesaplanmış olup örneklem aralığı beş yıldır (Kırkulak,2005: s.469).

Aşağıdaki tabloda Amerika'da yapılan çalışmalar listelenmiştir. Çalışmalar incelediğinde, kullanılan yöntem, incelenen dönem ve baz alınan endekse göre farklı sonuçlar elde edildiği gözlenmektedir.

Tablo 7: ABD Uzun Dönem Halka Arz Çalışmaları

YAZAR	HALKA ARZ SAYISI	DÖNEM	YÖNTEM	BENCMARK	UZUN DÖNEM GETİRİ %
Ritter (1991)	1526	1974-1984	CAR	Size Matching Firmportfolio	-29,1
Lougran/Ritter(1995)	4753	1970-1990	BHR	AMEX-NYSE CRSP İndex	-26,9
Ritter/Welch(2002)	6249	1980-2001	BHR	Size Matching Firmportfolio	-23,4 -5,1
Brau el. Al(2012)	4753	1935-1972	BHR	CRSP İndex	-19,9

Kaynak: Kamil Zielinski Long run stock performance of initial public Offerings: An international insight, s:197.

Gelişmiş piyasalarda yapılan çalışmalar da Amerika’da gözlemlenen sonuçlarla benzerlik göstermektedir. Çalışmalarda kullanılan yöntem ve dönem aynı olsa da baz alınan endeks değiştiğinde getirilerde farklılıklar göze çarpmaktadır. Örneğin, Fransa’da Bossin ve Sentis (2012) BHR yöntemiyle inceledikleri 207 halka arzda (1991-2005) baz aldıkları endekslere göre 3 yıllık getiriler -%28,85 ve -%68,10 farklılık göstermiştir.

Kooli ve Suret (2004) Kanada’da 1991-1998 yılları arasında halka arz edilen 445 şirketin pay senedinin beş yıllık uzun dönem getirilerini incelemiştir. Çalışmasında pay senetlerinin uzun dönemde düşük getiri getirmesinin nedenini “sıcak piyasalar” (hot issue market) olgusuna bağlamıştır. Yazarlara göre, sıcak arz piyasalarda halka açılan pay senetleri, uzun dönemde sıcak arz piyasalarının etkisini kaybetmesiyle değer kaybetmektedir.

Tablo 8: Gelişmiş Piyasalarda Uzun Dönem Halka Arz Çalışmaları

ÜLKE	YAZAR	HAKA ARZ SAY/ DÖNEM	YÖNTEM	BENCHMARK	3 YILLIK GETİRİ %
Avusturya	Aussenegg(1997)	51 1984- 1991	BHR	Size MatchingFirmportfolio	-56,91
Avustralya	Lee et al (1996)	266 1976- 1989	CAR	Avustralya Tüm End Endeks toplamı	-46,5
Kanada	Kooli/Suret(2004)	445 1991- 1998	BHR	NonIssuingMatchingfirms	-19,96
Fransa	Leleux (1993)	69 1985- 1991	CAR	SBF 250 Endeks	-11,21
Fransa	Bossin/Sentis(2012)	207 1991- 2005	BHR	Size MatchingFirmportfolio Bookto Market Matchingfirmportfolio	-28,85 -68,10
Almanya	Ljungqvist(1997)	154 1970- 1990	CAR	Size MatchingFirmportfolio	-19,95
Almanya	Stehle/Ehrhardt(1999)	187 1960- 1992	BHR	Regulated Market(val- weight) Regulated Market(eq- weight)	1,54 -5,04
Almanya	Thies(2000)	218 1977- 1995	BHR	DAX DAFOX (val-weight) DAFOX (eq-weight)	-12,7 -9,8 -7,8
İtalya	Arosio et al. (2000)	97 1985- 1996	BHR	MIB Endeks	-11,53
Japonya	Kırkulak (2008)	433 1998- 2001	CAR	Tokyo Stock Exchange 300	-18,3
İspanya	Alvarez/Gonzalez(2001)	56 1987- 1997	BHR	IGBM Endeks(val-weight) IGBM Endeks(eq-weight)	-29,55 -14,16
İsveç	Loughran et al. (1994)	162 1980- 1990	CAR	Size MatchingFirmportfolio	1,2
İsviçre	Drobetz et al. (2005)	1983- 2000	BHR	SPI VSCI	-1,69 5,12
İngiltere	Levis(1993)	720 1980- 1988	CAR	FTA Endeks(val-weight) FTA Endeks(eq-weight) HGSC Endeks	-4,20 -21,3 -8,10
İngiltere	Brown (1999)	232 1990- 1995	BHR	FTA Endeks	-0,91
İngiltere	Gregory et al. (1999)	2499 1974- 2004	BHR	Size MatchingFirmportfolio(val-weight) Size MatchingFirmportfolio (eq-weight)	-12,6 -16,4

Kaynak: Kamil Zielinski, Long Run Stock Performance of Initial Public Offerings: An International Insight, s:201

2.2.3. Yurt İçinde Yapılmış alışmalar

Ülkemizde halka arz üzerine yapılan çalışmalar genellikle kısa dönemi kapsamakta olup uzun döneme ait çalışmalar oldukça kısıtlıdır.

Kıymaz (1997), 1990-1995 dönemini kapsayan iki çalışma yapmıştır. İlk çalışmasında, sınai sektörünün uzun dönem performansını incelemiş ve ortalama getiriyi %41,33 olarak bulmuştur. İkinci çalışmasında mali sektör pay senetlerinin 30 aylık getirilerini %11 olarak tespit etmiştir. Kıymaz (2000), 1990-1996 yıllarında BİST’de işlem gören 163 şirketin ilk gün getirisini ve payların halka arz sonrası 3 ayı kapsayan performanslarını kümülatif anormal getiriler (CAR) kullanarak ölçmüştür. Elde ettiği sonuçlara göre ilk gün %13,1 düzeyinde düşük fiyatlandırılan paylarda 3 ayın sonunda pozitif getiri tespit etmiştir.

Durukan (2002), 1990-1997 yılları arasında işlem gören 199 şirketin ilk gün getirileri ve üç yıllık uzun dönem getirilerini incelemiştir. 12, 24 ve 36 aylık uzun dönem getirilerini sırasıyla; %5,82, %34,05 ve %29,66 olarak hesaplamıştır. İlk gün getirisi yüksek/düşük olan pay senetlerinin uzun dönemli getirilerinin düşük/yüksek olduğunu tespit etmiştir. Özellikle köklü ve büyük şirketlerin kısa dönemli getirileri düşük iken uzun dönemli getirileri pozitif ve yüksek olduğunu belirtmiştir (Durukan,2002: s. 28).

Sevim ve Akkoç (2006) 1990-1999 yılları arasında halka arz edilen 185 pay senedinin 36 aylık getirilerini kümülatif getiriler yöntemi (CAR) ile incelemiş ve onüç aylık dönemde pozitif getiriler elde edilirken yirmi üç aylık dönemde getirilerin negatif olduğunu tespit etmiştir. Halka arzı takiben otuzaltı aylık dönemde kümülatif ortalama getirileri -%15,26 olarak hesaplamıştır.

Ünlü (2006), 1990-1995 yılları arasında halka arz edilen bankaların üç yıllık pay senedi getirilerini incelemiştir. alışmasında halkı arzın ilk iki yılında pay senedi getirilerini negatif, üç yıllık kümülatif getirilerini ise %182,52 piyasa getirisinin üzerinde bir getiri getirdiğini hesaplamıştır.

Ünlü, Yıldız ve Yalama (2009), 1992-2005 yılları arasında 136 pay senedinin 36 aylık getirilerini kümülatif getiri ve satın al-elde tut yöntemiyle incelemişler ve üç yıllık ve beş yıllık getirileri sırasıyla %19,37, %28,38 olarak elde etmişlerdir.

Küçükkocaoğlu (2006) halka arzların satış yöntemlerine bir yıllık düzeltilmiş ve düzeltilmemiş BİST getirilerini göre incelemiştir. Sabit fiyatla talep yöntemi ile yapılan halka arzlarda düzeltilmemiş bir yıllık getiriyi %16,58, düzeltilmiş getiriyi ise -%24,04 olarak tespit etmiştir. Fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi ile yapılan halka arzlarda ise düzeltilmemiş 1 yıllık getiri %20,12, düzeltilmiş getiri ise -%50,63 olarak hesaplamıştır.

Kırkulak (2008) 1995-2004 yılları arasındaki halka arz edilen 150 şirketin pay senetlerinin ilk gün getirilerini ve beş yıllık uzun dönem getirilerini al ve tut yöntemi ile incelemiştir. Uzun dönemli al-ve-tut getirilerinin vade uzadıkça düştüğünü ve negatif olduğunu gözlemlemiştir. Çalışmasında bir yıllık düzeltilmiş ortalama getiriyi -%6 (5,78), iki yıllık getiriyi -%85 (85,43), üç yıllık getiriyi -%187 (186,54), dört yıllık getiriyi -%233 (232, 71) ve beş yıllık getiriyi -%600 (600,00) olarak elde etmiştir. Birinci yıldan sonra düzeltilmiş getirilerdeki düşüşün şiddetli olduğunu beşinci yılın sonunda kayıpların en yüksek düzeye ulaştığını gözlemlemiş ve bunu iki nedene bağlamıştır. *“Birincisi, pay senedi getirilerindeki aşırı dalgalanma ve düzensizliktir. Al-ve-tut yöntemi bir pay senedinin her ay sonunda satılıp tekrar alınması sonucunda elde edilen bileşik getiriyi hesaplamaya dayanmaktadır. Dolayısı ile aylık getiriler arasında aşırı farklılıklar olduğunda bileşik getirilerdeki farklar daha çok olmaktadır. Gelişmiş piyasalarda pay senedi getirileri normal bir seyir izlerken, gelişmekte olan piyasalardan olan BİST’de pay senetlerinin getirileri çok düzensizdir. Düzensiz ve dalgalı aylık getiriler al-ve-tut yöntemi ile hesaplanan yıllık getirileri aşırı etkilemektedir. İkincisi, çalışmasına tüm sektörlerin dâhil edilmemesini”* göstermiştir.

2.3.ARACI KURULUŞ İTİBARININ KISA DÖNEM PERFORMANSINA ETKİSİ

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: s. 86).

McDonald ve Fisher (1972) yaptıkları çalışmada 1969 yılındaki 142 halka arzı incelemiştir. 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.

Tinic (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 ilikiyi, 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 yönetimin 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 açıklanamayacağını 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 payında 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.

2.4. ARACI KURULUŞ İTİBARININ UZUN DÖNEM PERFORMANSINA ETKİSİ

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: s.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; s.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; s.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 ark. (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 neden olan bir diğer sebep ise 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 değerlenme ve uzun dönem performansında düşüklüğüne neden olduğunu tespit etmiştir. Daniel ve ark. (1998), aşırı tepkinin, yatırımcının özel bilgilerinin doğruluğuna karşı aşırı güveninden kaynaklandığını ve bu aşırı değerlenme 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 değerlenmesini azaltması beklenebilir (Aktaran: Dong ve diğerleri, 2001; s.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 arzlara 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 incelemişlerdir. 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 getiriyi 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; s.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 arzlarda, 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 bulmuşlardır. 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).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARACI KURULUŞ İTİBARININ HALKA ARZ PERFORMANSINA ETKİSİ ÜZERİNE AMPİRİK ANALİZ

Halka arz, şirketlerin finansman sağlama, likidite artırma, kurumsallaşma, rekabetçi bir piyasada işlem görme ve tanınmasında önemli araçlardan biridir. Şirketlerin halka arzdan bekledikleri faydanın elde edilebilmesinde arzın zamanı, yerel ve küresel ekonomik, siyasal, toplumsal koşulların elverişli olması, arzı gerçekleştirecek aracı kuruluşun doğru seçimi gibi faktörler belirleyici olmaktadır.

Halka arz edilen pay senetlerinin fiyatlandırılmasında üç taraf vardır Bunlar halka arza konu olan şirketler, arz edilen pay senetlerini talep eden yatırımcılar ve arzı üstlenen aracı kuruluşlardır. Şirketler halka arzda hedeflediği finansmanı sağlamak için pay senetlerini olabildiğince en yüksek fiyattan satmak istemektedirler. Yatırımcılar (kurumsal, bireysel, yerli, yabancı) pay senedi düşük fiyatlandırılmış halka arzlara yatırım yaparak kısa sürede yüksek kazanç sağlamak istemektedirler. Aracı kuruluşlar ise halka arzda, ihraççı şirket ile yatırımcılar arasında aracılık yaptıkları için pay senetlerinin düşük fiyatlanmasını da yüksek fiyatlanmasını da istememektedirler.

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. Çünkü şirket ile yatırımcılar, halka arz edilen şirketin nakit akışlarına ve değerine ilişkin farklı bilgilere sahiptirler. Bu bilgi seti halka arz sürecinde pay senetlerinin fiyatlarının belirlenmesinde etkili olmaktadır. Aracı kuruluş pay senetlerinin fiyatını gerçek fiyatının altında tespit ettiğinde yatırımcı tarafını memnun ederken, ihraççı şirkette olumsuz izlenim oluşturabilir ve sonraki halka arzlarda tercih edilmeyebilir. Aracı kuruluş ihraç fiyatını değerinin üzerinde tespit ettiğinde ise ihraççı şirketi memnun etsede yüksek kazanç beklentisine sahip yatırımcılar talep etmeyecek ve

halka arz başarısızlıkla sonuçlanacaktır. Bu durum da aracı kuruluşa itibar kaybı olarak geri dönebilecektir.

Aracı kuruluşlar, halka arz ve aracı kuruluş itibarı ve halka arzların performansını etkileyen faktörlerin ayrıntılı bir biçimde ele alındığı bu çalışmada halka arzların kısa ve uzun dönem performansları ile aracı kuruluş itibarı arasındaki ilişki irdelenmiştir.

3.1.ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışmada amaç, yukarıda belirtilen çerçeve içinde halkla arz performansında aracı kuruluş itibarının etkisini incelemektir. Halka arzın kısa dönem performansını incelemek için 1993-2015 yılları arasında gerçekleşen 330 halka arz, uzun dönem performansını incelemek için de 1993-2010 yılları arasındaki 240 halka arza ilişkin veriler analiz edilmiştir.

3.2.ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Halka arz, şirketlerin finansman sağlamasının en avantajlı yollarından biridir. Sermaye piyasalarından halka arz yoluyla gerekli kaynağın sağlanması şirketlerin kaynak problemlerinin çözümünde önemli bir katkı sağlamakta; böylelikle şirketler düşük maliyetle fon sağlarken, tanınırlığı ve itibarı artmakta, çeşitli vergi avantajları kazanmaktadır. Halka arz aynı zamanda mülkiyetin tabana yayılması yoluyla pay senetlerinin teminat olarak kullanılmasını da sağlamaktadır.

Şirketler halka arz olmaya karar verdikten sonra bu arzı gerçekleştirmesinde aracı olacak aracı kuruluşu seçme kararını vermelidir. Halka arz, kimi ülkelerde yasal zorunluluk olarak aracı kuruluş işbirliği ile gerçekleştirilmektedir. Türkiye’de ise Sermaye Piyasası Kanunu’na göre, şirketlerin yapacakları pay senetleri halka arzlarında aracı kuruluşlardan halka arz sürecinde aracılık hizmeti almaları için bir mecburiyet bulunmamaktadır. Buna karşın, Sermaye Piyasası Kurulu halka arzda ihraççı şirketlerle ile aracı kuruluş arasında yetkilendirme sözleşmesi yapılmasını zorunlu tutmuştur.

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 bilgi asimetrisinin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Yani 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 (Bulut, 2008: s.).

Aracı kuruluş, yetkilendirme sözleşmesini almak için çaba gösterdiği ihraççının talebi doğrultusunda ve aracılık işlemi neticesinde elde edeceği geliri artırmak için ihraca konu pay senedinin birim fiyatını olması gereken değerden yüksek tutma eğilimi gösterebilir. Bu durum, yatırımcıların halka arza ilgisini azaltabilir ve aracı kuruluşun ihraççıya karşı yükümlülüklerini yerine getirememesine, dolayısıyla başarısız bir halka arzın sorumlusu olarak sektörde itibar kaybına neden olabilir. Ancak tersi durumda yani halka arz fiyatının çok düşük gösterilmesi halinde de ihraççı şirketin istemediği bir durum meydana getirebilir.

Bu çalışmada aracı kuruluş itibarının halka arz performansına etkileri yukarıda kısaca verilen çerçevede ele alınmakta ve somut örnekler üzerinden incelenmektedir. 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.

3.3.ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

Bu çalışmada örneklem büyüklüğünü, BİST’de Ocak 1993 ile Aralık 2015 tarihleri arasında gerçekleşen 302 halka arza ilişkin veriler oluşturmaktadır. İlgili dönemde 330 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.

3.4.ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmanın amacı halka arzın kısa ve uzun dönem getirisi üzerinde aracı kuruluş itibarının etkisinin olup olmadığının tespitidir. 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.

3.5.ARAŞTIRMANIN VERİLERİ

Halka arz performansına etki eden faktörlerin açıklaması ve hesaplamada kullanılan formüller aşağıda ayrıntıları ile açıklanmıştır.

Aracı Kuruluş İtibarı

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

◆ Carter – Manaster İtibar Sıralaması (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 Sıralaması (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.

◆ Araştırma Modeli İtibar Sıralaması (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.

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 nolu 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 nolu 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 endeksteki 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 nolu 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 nolu 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 nolu 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 no.lu denklemle elde edilmiştir:

$$BHR = \prod_{T=1}^{60} (1 + G_i) \quad (7)$$

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.

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.

3.6.ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ VE HİPOTEZ TESTLERİ

Çalışmanın bu kısmında, aracı kuruluş itibarı üç yöntemle hesaplanarak halka arzın kısa döneminde ortaya çıkan düşük fiyatlama tutarı ile aracı kuruluş itibarı, halka arz karakteristikleri, piyasa karakteristikleri ve halka arz şirket karakteristikleri arasındaki ilişki araştırılmıştır.

Uluslararası yazında yer alan çalışmalarda elde edilen sonuç; halka arzların kısa dönem ve uzun dönem performanslarında aracı kuruluş itibarının etkisi olduğudur. Bu tespitlerin BİST’de gerçekleşen halka arzlarda da geçerli olup olmadığının belirlenebilmesi amacıyla aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur.

3.6.1.Halka Arzın Kısa Dönem Performansına Yönelik Araştırma Hipotezleri

Aracı kuruluş itibarının halka arzın kısa dönem performansına etkisinin olup olmadığını araştırmak için üç tane hipotez 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 Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

Halka arzın kısa dönem performansına yönelik hipotezlerin testi için, 1993-2015 yılları arasında halka arz edilmiş olan 302 şirketin, aracılığını yapan aracı kuruluşların itibarları üç yöntemle hesaplanarak kısa dönem getirisi ile regresyon analizine tabi tutulmuştur.

3.6.1.1. Ekonometrik Yöntem ve Halka Arzın Kısa Dönem Performansı İçin Oluşturulan Hipotezlerin Testi

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 dolaylı olarak 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, %95 güven aralığı düzeyinde uygulanmıştır. Modelin genel denklemi aşağıda verilmiştir.

$$\text{Kısa dönem getirisi} = \alpha + \beta_1 \text{aracı kuruluş itibarı} + \beta_2 \text{halka arz karakteristikleri (sermayenin kaynağı, oranı, hasılat, aracılık türü, satış yöntemi)} + \beta_3 \text{şirket karakteristikleri (yaş, sermaye, borç, net satışlar, varlık)} + \beta_4 \text{piyasa getirisi} + \varepsilon$$

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

Halka arzın kısa dönem getirisi ile Carter-Manaster yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olup olmadığının testi için regresyon modelleri oluşturulmuştur. Modellerde, bağımlı değişken (KISA), 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2015 döneminde halka arz edilen 302 şirketin ilk gün getirisinin yüzdesel getirisi. Tam modeldeki bağımsız değişkenler stepwise tabii tutulmuş ve %90 güven düzeyinde anlamlı olan değişkenler modele dahil edilmiş diğerleri çıkarılmıştır. Bağımsız değişkenler şunları içerir: Halka arz tarihindeki şirketin bir yaş aralığı (YAS), şirketin halka arz tarihindeki sermayesi (SERMAYE), halka arz günlerindeki piyasanın yüzdesel getirisi (PIYASA). Aracı kuruluşların itibarlarını ölçmek için Carter-Manaster (CM) (1990), aracı kuruluşlara izahnamede yer aldıkları sıralamaya göre 0-9 arası ayrı bir değer veren itibar değişkenidir. Dokuz (9) en itibarlı aracı kuruluşlara ve 0 itibarı en düşük aracı kuruluşlara verilmiştir.

Tablo 9: Carter-Manaster Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının Kısa Dönem Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi

	Katsayı	Std. Hata	T İst.	P	Adj R ²	F(p)	Durbin Watson	White (f-p)	VIF
C	0.043	0.016	2.72	0.00	0.005	2.710	1.77	0,053	NA
Carter-Manaster	0.0006	0.0003	1.647	0.10		0.10		0.600	1.03
C	0.015	0.017	0.89	0.37	0.096	8.66	1.799	1.54	NA
Carter-Manaster	0.0004	0.0003	1.096	0.27		0.00		0.096	1.03
Yaş	0.0013	0.0006	2.15	0.03					
Piyasa	0.397	0.0839	4.728	0.00					1.03
Sermaye	1.86	1.52	1.21	0.22					1.03

3.6.1.1.1. İstatistik Test

Değişken Anlamlılık Testi (t- İstatistik)

Birinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1) \neq 0$$

$p=0.00 < 0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Carter-Manaster

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.10\leq 0.05$ olduğu için H_0 red edilemez. Carter-Manaster Bağımsız Değişkeni anlamlı değildir.

İkinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Carter-Manaster

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.27>0.05$ olduğu için H_0 reddedilemez. Carter-Manaster Bağımsız Değişkeni anlamlı değildir.

- Yaş

$$H_0=B(3)=0$$

$$H_1=B(3)\neq 0$$

$p=0.003<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Yaş Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Piyasa

$$H_0=B(4)=0$$

$$H_1=B(4)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Piyasa Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Sermaye

$$H_0=B(5)=0$$

$$H_1=B(5)\neq 0$$

$p=0.22>0.05$ olduğu için H_0 reddedilemez. Sermaye Bağımsız Değişkeni anlamlı değildir.

Modelin genel olarak anlamlılığının testi

İlk regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=0$$

$H_1=$ Değişkenlerden en az biri 0'dan farklı.

Prob (f-istatistik)= 0.10<0.05 olduğu için H_0 red edilemez. Model anlamsızdır.

İkinci regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=B(3)=B(4)=B(5)=0$$

$H_1=$ Değişkenlerden en az biri 0'dan farklı

Prob (f-istatistik)= 0.00<0.05 olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

Belirlilik Katsayısının Yorumlanması

Düzeltilmiş R^2 incelendiğinde, birinci denklem %95 güven düzeyinde anlamsız çıktığından tek başına Carter-Manaster bağımsız değişkeni, bağımlı değişken olan kısa dönem getirisi ile anlamlı bir ilişkiye sahip olmamaktadır. İkinci regresyon denklemindebağımsız değişkenler (İtibar, yaş ve piyasa) ilk gün getirisi bağımlı değişkeninin değişkenliğini %9,6 oranında açıklamaktadır.

3.6.1.1.2. Ekonometrik Test

Çalışmanın bu bölümünde, regresyon modellerinin güvenilir tahminler verebilmeleri için sahip olmaları gereken varsayımlardan sapmaların var olup olmadığı incelenmiştir.

Çoklu Doğrusal Bağlantı

Çoklu doğrusal bağlantının testi variance inflation factor (VIF) ile yapılmıştır. Tablo 9'a göre; birinci ve ikinci regresyon denklemlerinde Centered VIF değerleri 1 ile 5 arasında göz ardı edilebilir dereceldedir. Dolayısıyla çoklu doğrusal bağlantının önemsiz olduğu söylenebilir.

Otokorelasyon

H_0 = Otokorelasyon yoktur

H_1 = Otokorelasyon vardır.

Durbin-Watson kritik değerleri tablosuna göre, 302 gözlem sayısı ve 1 regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.664$ iken $dU=1.684$ olarak hesaplanmıştır. Birinci denklemde Durbin Watson değeri ise 1,77 olarak hesaplandığı üzere otokorelasyon bulunmamaktadır.

İkinci denklemde, Durbin-Watson kritik değerleri tabloya göre, 302 gözlem sayısı ve 4 regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.663$ iken $dU=1.715$ olarak hesaplanmıştır. Denklemde Durbin Watson değeri 1.799 hesaplandığı için otokorelasyon bulunmamaktadır. Her iki denklemde de H_0 kabul edilmiştir. Yani otokorelasyon yoktur.

Sabit Varyans

H_0 = Varyanslar eşittir.

H_1 = Varyanslar farklıdır.

Sabit varyans varsayımının geçerliliğinin sınanabilmesi için White testi kullanılmıştır. Tablo 9'da birinci regresyon modeli için Prob değeri $0.60 > 0.05$ ve İkinci regresyonda Prob değeri $0.096 > 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Yani her iki denklemde de varyansları eş dağılmıştır.

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

Halka arzın kısa dönem getirisi ile Megginson-Weiss yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olup olmadığının testi için regresyon modelleri oluşturulmuştur. Modellerde, bağımlı değişken (KISA), 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2015 döneminde halka arz edilen 302 şirketin ilk gün getirisinin yüzdesel getirisi. Tam modeldeki bağımsız değişkenler stepwise tabii tutulmuş ve %90 güven düzeyinde anlamlı olan değişkenler modele dahil edilmiş diğerleri çıkarılmıştır. Bağımsız değişkenler şunları içerir: Halka arz tarihindeki şirketin bir yaş aralığı (YAS), şirketin halka arz tarihindeki sermayesi (SERMAYE), halka arz günlerindeki piyasanın yüzdesel getirisi (PİYASA). Aracı kuruluşların itibarlarını ölçmek için Megginson-

Weiss (1991) sıralaması kullanılmıştır. 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 alarak, 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.

Tablo 10: Megginson-Weiss Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının Kısa Dönem Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi

	Katsayı	Std. Hata	T İst.	P	Adj R ²	F(p)	Durbin Watson	White (f-p)	VIF
C	0.071	0.029	2.43	0.01	-0.003	0.243	1.88	0.418	NA
Megginson-Weiss	0.041	0.083	0.493	0.62		0.622		0.65	1.15
C	-0.044	0.037	-1.192	0.23	0.007	4.56	1.96	2.566	NA
Megginson-Weiss	-0.015	0.009	-1.631	0.10		0.001		0.002	1.15
Yaş	0.0018	0.0008	2.298	0.02					1.04
Piyasa	0.306	0.109	2.797	0.00					1.02
Sermaye	3.02	1.80	1.679	0.09					1.18

3.6.1.1.3. İstatistik Test

Değişken Anlamlılık Testi (t-İstatistik)

Birinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

$p=0.001<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Megginson-Weiss

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$P=0.62>0.05$ olduğu için H_0 reddedilemez. Megginson-Weiss Bağımsız Değişkeni anlamsızdır.

İkinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

$p=0.001<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Megginson-Weiss

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.10\leq 0.05$ olduğu için H_0 red edilemez. Megginson-Weiss Bağımsız Değişkeni anlamsızdır.

- Yaş

$$H_0=B(3)=0$$

$$H_1=B(3)\neq 0$$

$p=0.002<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Yaş Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Piyasa

$$H_0=B(4)=0$$

$$H_1=B(4)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Piyasa Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Sermaye

$$H_0=B(5)=0$$

$$H_1=B(5)\neq 0$$

$p=0.09<0.05$ olduğu için H_0 red edilemez. Sermaye Bağımsız Değişkeni anlamsızdır.

Modelin genel olarak anlamlılığının testi

İlk regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=0$$

$H_1=$ Değişkenlerden en az biri 0'dan farklı.

Prob (f-istatistik)= 0.62>0.05 olduğu için H_0 reddedilemez. Model anlamsızdır.

İkinci regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=B(3)=B(4)=B(5)=0$$

$H_1=$ Değişkenlerden en az biri 0'dan farklı

Prob (f-istatistik)= 0.00<0.05 olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

Belirlilik Katsayısının Yorumlanması

Düzeltilmiş R^2 incelendiğinde, birinci regresyon denklemi anlamsız çıktığından tek başına Megginson-Weiss bağımsız değişkeni, bağımlı değişken olan kısa dönem getirisi ile anlamlı bir ilişkiye sahip olmamaktadır. İkinci regresyonda bağımsız değişkenlerin (Megginson-Weiss, Yaş, Piyasa ve Sermaye), kısa dönem getirisi bağımlı değişkenin değişkenliğini %0,7 oranında açıklamaktadır.

3.6.1.1.4. Ekonometrik Test

Çalışmanın bu bölümünde, regresyon modellerinin güvenilir tahminler verebilmeleri için sahip olmaları gereken varsayımlardan sapmaların var olup olmadığı incelenmiştir.

Çoklu Doğrusal Bağlantı

Çoklu doğrusal bağlantının testi variance inflation factor (VIF) ile yapılmıştır. Tablo 10'a göre; birinci ve ikinci regresyon denklemlerinde Centered VIF değerleri göz ardı edilebilir dereceldedir (1 ile 5 arası). Dolayısıyla çoklu doğrusal bağlantının önemsiz olduğu söylenebilir.

Otokorelasyon

H_0 = Otokorelasyon yoktur

H_1 = Otokorelasyon vardır.

Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 302 gözlem sayısı ve 1regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.664$ iken $dU=1.684$ olarak hesaplanmıştır. Birinci denklemde Durbin Watson değeri ise 1,88 olarak hesaplandığı için H_0 hipotezi kabul edilir. Yani otokorelasyon bulunmamaktadır.

İkinci denklemde, Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 302 gözlem sayısı ve 4regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.663$ iken $dU=1.715$ olarak hesaplanmıştır. Denklemde Durbin Watson değeri 1.96 hesaplandığı için H_0 hipotezi kabul edilir. Yani otokorelasyon bulunmamaktadır.

Sabit Varyans

H_0 = Varyanslar eşittir.

H_1 = Varyanslar farklıdır.

Sabit varyans varsayımının geçerliliğinin sınanabilmesi için White testi kullanılmıştır. Tablo 10'da ilk regresyon modeli için de Prob değerleri $0,65 > 0,05$ olduğu için hata varyansları eş dağılmıştır. İkinci denklemde Prob değeri $0.02 < 0.05$ olduğu için sabit varyans varsayımı reddedilmemektedir. İkinci denklemde sabit varyans olup olmadığının testi için Breusch-Pagan-Godfrey testleri yol gösterici olacaktır. Breusch-Pagan-Godfrey testinde Prob değeri $0.095 > 0.05$ olduğu için sabit varyans varsayımı reddedilmektedir. Her iki denklemde de H_0 kabul edilmektedir. Yani hata varyansları eş dağılmıştır.

H₃: Halka arzın kısa dönem getirisi ile Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

Halka arzın kısa dönem getirisi ile Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olup olmadığının testi için regresyon modelleri oluşturulmuştur. Modellerde, bağımlı değişken (KISA), 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2015 döneminde halka arz edilen 302 şirketin ilk gün getirisinin yüzdesel getirisi. Tam modeldeki bağımsız değişkenler stepwise tabii tutulmuş ve %90 güven düzeyinde anlamlı olan değişkenler modele dahil edilmiş diğerleri çıkarılmıştır. Halka arz tarihindeki şirketin bir yaş aralığı (YAS), şirketin halka arz tarihindeki sermayesi (SERMAYE), halka arz günlerindeki piyasanın yüzdesel getirisi (PIYASA). Aracı kuruluşların itibarlarını ölçmek için model geliştirilmiştir. Araştırma Modelinde (2017) konsorsiyum üyelerinin her birine 0,5 puan, 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 ise halka arza katılan aracı kuruluşların her birine 0,5 puan verilerek oluşturulmuş itibar değişkenidir.

Tablo 11: Araştırma Modeli Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının İlk gün Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi

	Katsa y ¹	Std. Hata	T İst.	P	Adj R ²	F(p)	Durbin Watson	White (f-p)	VIF
C	0.085	0.011	7.32	0.00	0.013	4.87	1.798	1.287	NA
Araştırma Modeli	-0.014	0.006	-2.20	0.02		0.02		0.27	1
C	0.041	0.014	2.88	0.00	0.11	10.17	1.972	1.729	NA
Araştırma Modeli	-0.014	0.006	-2.30	0.02		0.00		0.05	1.10
Yaş	0.001	0.0006	2.43	0.01					1.04
Piyasa	0.401	0.088	4.54	0.00					1.06
Sermaye	2.50	1.62	1.54	0.12					1.07

3.6.1.1.5. İstatiksel Test

Değişken Anlamlılık Testi (t-İstatistik)

Birinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1) \neq 0$$

p=0.00<0.05 olduğu için H₀ reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Araştırma Modeli

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.02<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Araştırma Modeli Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

İkinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Araştırma Modeli

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.02<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Araştırma Modeli Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Yaş

$$H_0=B(3)=0$$

$$H_1=B(3)\neq 0$$

$p=0.001<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Yaş Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Piyasa

$$H_0=B(4)=0$$

$$H_1=B(4)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Piyasa Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Sermaye

$$H_0=B(5)=0$$

$$H_1=B(5)\neq 0$$

$p=0.12>0.05$ olduğu için H_0 reddedilemez. Sermaye Bağımsız Değişkeni anlamlı değildir.

Modelin genel olarak anlamlılığının testi

İlk regresyon denklemi için;

$$H_0 = B(1) = B(2) = 0$$

$H_1 =$ Değişkenlerden en az biri 0'dan farklı.

Prob (f-istatistik) = $0.02 < 0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

İkinci regresyon denklemi için;

$$H_0 = B(1) = B(2) = B(3) = B(4) = B(5) = 0$$

$H_1 =$ Değişkenlerden en az biri 0'dan farklı

Prob (f-istatistik) = $0.00 < 0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

Belirlilik Katsayısının Yorumlanması

Düzeltilmiş R^2 incelendiğinde, birinci regresyonda Araştırma Modeli bağımsız değişkeni, bağımlı değişken olan kısa dönem getirisindeki değişimi %1 oranında açıkladığı görülmektedir. İkinci regresyonda Araştırma Modeli, Yaş ve Piyasa bağımsız değişkenlerin, kısa dönem getirisi bağımlı değişkenin değişkenliğini %11 oranında açıklamaktadır.

3.6.1.1.6. Ekonometrik Test

Regresyon modellerinin güvenilir tahminler verebilmeleri için sahip olmaları gereken varsayımlardan sapmaların var olup olmadığı incelenmiştir.

Çoklu Doğrusal Bağlantı

Çoklu doğrusal bağlantının testi variance inflation factor (VIF) ile yapılmıştır. Tablo 11'e göre; birinci ve ikinci regresyon denklemlerinde Centered VIF değerleri göz ardı edilebilir derecededir (1 ile 5 arası). Dolayısıyla çoklu doğrusal bağlantının önemsiz olduğu söylenebilir.

Otokorelasyon

H_0 = Otokorelasyon yoktur

H_1 = Otokorelasyon vardır.

Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 302 gözlem sayısı ve 1 regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.664$ iken $dU=1.684$ olarak hesaplanmıştır. Birinci denklemde Durbin Watson değeri ise 1,79 olarak hesaplandığı üzere otokorelasyon bulunmamaktadır.

İkinci denklemde, Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 302 gözlem sayısı ve 4 regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.663$ iken $dU=1.715$ olarak hesaplanmıştır. Denklemde Durbin Watson değeri 1.97 hesaplandığı için otokorelasyon bulunmamaktadır. Her iki denklemde de H_0 kabul edilmiştir. İki denklemde de otokorelasyon yoktur.

Sabit Varyans

H_0 = Varyanslar eşittir.

H_1 = Varyanslar farklıdır.

Sabit varyans varsayımının geçerliliğinin sınanabilmesi için White testi kullanılmıştır. Tablo 11’de birinci regresyon modeli için Prob değerleri $0.27 > 0.05$, ikinci regresyon modeli için de $0.053 > 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmiştir. İki denklemde de hata varyansları eş dağılmıştır.

3.6.1.2. Halka Arzın Kısa Dönem Performans Hipotez Bulgularının Değerlendirilmesi

Çalışmada, aracı kuruluş itibarının halka arzın kısa dönem performansında etkisinin olup olmadığını incelenmiştir. Aracı kuruluş itibarı  yöntemle incelemeye tabi tutulmuştur. İtibarların halka arzın ilk gün getirisine tek başına etkisi; Araştırma Modelinde %1 olarak tespit edilirken Carter-Manaster ve 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 Araştırma Modeli ise %11 oranında bağımlı değişken ilk gün getirisine etki ettiği tespit edilmiştir.

Halka arzın kısa dönem getirisi ile Carter-Manaster yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişkinin olup olmadığının testi için regresyon testleri yapılmıştır. Regresyon sonuçları Tablo 9’da sunulmuştur. Carter-Manaster itibar sıralamasına ilişkin tek bağımsız değişkenli veri, birinci regresyonda bulunmaktadır. İkinci regresyonda, itibar bağımsız değişkeni ile birlikte yaş, piyasa ve sermaye bağımsız değişkenleri regresyona ilave edilmiştir. Birinci denklemde, aracı kuruluş itibarının %95 güven düzeyinde halka arzın ilk gün getirisine etkisi olmamaktadır. İkinci denklemde itibar ve yaş, piyasa ve sermaye bağımsız değişkenleri, ilk gün getirisinin %9’unu açıklamaktadır. Halka arzın kısa dönem getirisi ile Carter-Manaster yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Halka arzın kısa dönem getirisiyle Megginson-Weiss yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olup olmadığını ölçmek için regresyon testleri yapılmıştır. Regresyon sonuçları Tablo 10’da sunulmuştur. Megginson-Weiss itibar sıralamasına ilişkin tek bağımsız değişkenli veri, birinci regresyonda bulunmaktadır. İkinci regresyonda, itibarın yanı sıra yaş, sermaye ve piyasa bağımsız değişkenleri regresyona ilave edilmiştir. Birinci denklem, aracı kuruluş itibarının halka arzın ilk gün getirisini arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. İkinci denklemde itibar ve diğer bağımsız değişkenler, ilk gün getirisinin %0,7’sini açıklamaktadır. Halka arzın kısa dönem getirisi ile Megginson-Weiss yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Halka arzın kısa dönem getirisiyle Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişkinin var olup olmadığını ölçmek için regresyon testleri yapılmıştır. Regresyon sonuçları Tablo 11’da sunulmuştur. Birinci regresyonda Araştırma Modeli itibar sıralamasına ilişkin tek bağımsız değişkenli veridir. İkinci regresyonda, itibar ile birlikte yaş, piyasa ve sermaye bağımsız değişkenleri regresyona ilave edilmiştir. Birinci denklemde, aracı kuruluş itibarının halka arzın ilk gün getirisini tek başına %1 olarak açıklamıştır. İkinci denklemde bağımsız değişkenler, ilk gün getirisinin %11’ini açıklamaktadır. Halka arzın kısa dönem getirisiyle Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir.

3.6.2. Halka Arzın Uzun Dönem Performansına Yönelik Araştırma

Hipotezler

Aracı kuruluş itibarının halka arzın uzun dönem performansına etkisinin olup olmadığını araştırmak için yedi tane hipotez oluşturulmuştur.

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 Araştırma 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 Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

Bu hipotezlerin testi içinde 1993-2010 yılları arasında halka arz edilen 240 halka arzın 3 yıllık getirisi için Kümülatif Anormal Getiri yöntemi (CAR), 5 yıllık getirisi ise Satın Al Elde Tut (BHR) yöntemi ile ve regresyon analizine tabi tutulmuştur.

H₇= Halka arzın uzun döneminde yüksek itibarlı aracı kuruluşlar daha iyi getiri sağlarlar.

Halka arzın uzun döneminde yüksek itibarlı aracı kuruluşlar daha iyi getiri sağlarlar hipotezinin testi için 1993-2010 yılları arasında gerçekleşen 240 halka arzın 3 yıllık getirisi için Kümülatif Anormal Getiriler yöntemi (CAR), 5 yıllık getirisi ise Satın Al Elde Tut (BHR) yöntemi hesaplanmıştır. Aracı kuruluş itibarları ise üç yöntemle hesaplanmıştır ve itibarlara göre halka arz getirileri karşılaştırılmıştır.

3.6.2.1. Ekonometrik Yöntem ve Halka Arzın Uzun Dönem Performansı İçin Oluşturulan Hipotezlerin Testi

Çalışmada çoklu regresyon modeli kullanılacak olup bağımsız değişkenler ise EKK yöntemi ile tahmin edilecektir. EKK yönteminin kullanıldığı regresyon modelinin otuzaltı ve altmış aylık getirileri bağımlı; aracı kuruluş itibarı, halka arz karakteristikleri, halka arz olan şirket karakteristikleri ve piyasa karakteristikleri bağımsızdır. Araştırmanın testleri, %95 güven aralığı düzeyinde uygulanmıştır. Modellerle ilgili genel denklemler aşağıda verilmiştir.

$$\text{Otuzaltı aylık getiri} = \alpha + \beta_1 \text{aracı kuruluş itibarı} + \beta_2 \text{halka arz karakteristikleri (sermayenin kaynağı, oranı, hasılat, aracılık türü, satış yöntemi)} + \beta_3 \text{şirket karakteristikleri (yaş, sermaye, borç, net satışlar, varlık)} + \beta_4 \text{piyasa getirisi} + \varepsilon$$

$$\text{Altmış aylık getiri} = \alpha + \beta_1 \text{aracı kuruluş itibarı} + \beta_2 \text{halka arz karakteristikleri (sermayenin kaynağı, oranı, hasılat, aracılık türü, satış yöntemi)} + \beta_3 \text{şirket karakteristikleri (yaş, sermaye, borç, net satışlar, varlık)} + \beta_4 \text{piyasa getirisi} + \varepsilon$$

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

Halka arzın otuzaltı aylık getirisi ile Carter-Manaster yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olup olmadığını test etmek için iki tane regresyon denklemi kurulmuştur. Regresyonda bağımlı değişken (OTUZALTIAY), 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2010 döneminde halka arz edilen 240 şirketin otuzaltı aylık getirisinin yüzdesel getirisi'dir. Tam modeldeki bağımsız değişkenler stepwise tabii tutulmuş ve %90 güven düzeyinde anlamlı olan değişkenler modele dahil edilmiş diğerleri çıkarılmıştır. Bağımsız değişkenler şunları içermektedir: Aracı kuruluşların itibarlarını ölçmek için kullanılan yöntem ise Carter-Manaster (1990), aracı kuruluşlara izahnamede yer aldıkları sıralamaya göre 0-9 arası ayrı bir değer veren itibar değişkenidir. 9'un en itibarlı aracı kuruluşlara ve 0 itibarı en düşük aracı kuruluşlara verilmiştir. Diğer bağımsız değişken ise halka arz olan şirketin Sermaye'sidir.

Tablo12: Carter-Manaster Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının Otuzaltı Aylık Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi

	Katsayı	Std. Hata	T İst.	P	Adj R ²	F(p)	Durbin Watson	White (f-p)	VIF
C	2.762	0.43	6.29	0.00	0.02	6.56	1.037	2.06	NA
Carter-Manaster	0.024	0.00	2.56	0.01		0.00		0.12	1
C	14.91	1.36	10.92	0.00	0.29	45.78	1.61	0.88	NA
Carter-Manaster	0.01	0.00	1.11	0.26		0.00		0.49	1.01
Sermaye	-0.74	0.07	-9.3	0.00					1.01

3.6.2.1.1. İstatiksel Test

Değişken Anlamlılık Testi (t – İstatistik)

Birinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

p=0.00<0.05 olduğu için H₀ reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Carter-Manaster

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.01<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Carter-Manaster Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

İkinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Carter-Manaster

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.26>0.05$ olduğu için H_0 reddedilemez. Carter-Manaster Bağımsız Değişkeni anlamlı değildir.

- Sermaye

$$H_0=B(3)=0$$

$$H_1=B(3)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sermaye Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Modelin genel olarak anlamlılığının testi

İlk regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=0$$

$H_1=$ Değişkenlerden en az biri 0'dan farklı.

Prob (f-istatistik)= $0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

İkinci regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=B(3)=0$$

H1= Değişkenlerden en az biri 0'dan farklı

Prob (f-istatistik)= 0.00<0.005 olduğu için H₀ reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

Belirlilik Katsayısının Yorumlanması

Düzeltilmiş R² incelendiğinde, birinci regresyonda bağımlı değişken olan otuzaltı aylık getirideki değişimin %0,2 (0.025) Carter-Manaster aracı kuruluş itibar sıralaması açıkladığı görülmektedir. İkinci regresyonda Sermaye bağımsız değişkenin, otuzaltı aylık getiri bağımlı değişkenin değişkenliğini %29 (0.29) oranında açıkladığı görülmektedir.

3.6.2.1.2. Ekonometrik Test

Ekonomik analizde, regresyon modellerinin güvenilir tahminler verebilmeleri için sahip olmaları gereken varsayımlardan sapmaların var olup olmadığı incelenmiştir.

Çoklu Doğrusal Bağlantı

Çoklu doğrusal bağlantının testi variance inflation factor (VIF) ile yapılmıştır. Tablo 12'e göre; birinci ve ikinci regresyon denklemlerinde Centered VIF değerlerinin 1 ile 5 arasında olması nedeniyle göz ardı edilebilir dereceldedir. Çoklu doğrusal bağlantı yoktur.

Otokorelasyon

H₀ = Otokorelasyon yoktur

H₁ = Otokorelasyon vardır.

Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 240 gözlem sayısı ve 1regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde dL=1.664 iken dU=1.684 olarak hesaplanmıştır. Birinci denklemde Durbin Watson değeri ise 1,03 olarak hesaplandığı üzere otokorelasyon bulunmaktadır.

İkinci denklemde, Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 240 gözlem sayısı ve 2regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde dL=1.653 iken dU=1.693 olarak hesaplanmıştır. Denklemin Durbin Watson değeri 1.62 hesaplandığı için otokorelasyon bulunmaktadır. Bu nedenle Breusch-Godfrey

otokorelasyon testi otokorelasyonun varlığı veya yokluğu hususunda yol gösterici olacaktır.

Breusch-Godfrey otokorelasyon testi, birinci regresyonda $obs R^2=4.02$, Prob chi-square (1)=0.052>0.05 olduğu için birinci dereceden otokorelasyon yoktur. İkinci denklemde $obs R^2= 3.59$, Prob chi-square(1)=0.16>0.05 olduğu için H_0 kabul edilir. Her iki denklemde de birinci dereceden otokorelasyon yoktur.

Sabit Varyans

$H_0 =$ Varyanslar eşittir

$H_1 =$ Varyanslar farklıdır.

Sabit varyans varsayımının geçerliliğinin sınanabilmesi için White testi kullanılmıştır. Tablo 12’de birinci regresyon modeli için Prob değeri 0.12>0.05 ve ikinci denklemde Prob değeri 0.49>0.05 olduğu için H_0 kabul edilir. Her iki denklemde de hata varyanslarının eş dağıldığı kabul edilmektedir.

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

Halka arzın otuzaltı aylık getirisi ile Megginson-Weiss yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olup olmadığını test etmek için iki tane regresyon denklemi kurulmuştur. Regresyonlarda bağımlı değişken (OTUZALTIAY), 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2010 döneminde halka arz edilen 240 şirketin otuzaltı aylık getirisinin yüzdesel getirisi. Tam modeldeki bağımsız değişkenler stepwise tabii tutulmuş ve %90 güven düzeyinde anlamlı olan değişkenler modele dahil edilmiş diğerleri çıkarılmıştır. Bağımsız değişkenler şunları içermektedir: Aracı kuruluşların itibarlarını ölçmek için Megginson-Weiss (1991) sıralaması kullanılmıştır. Sıralama yapılırken halka arzdeki konsorsiyum lideri veya tek başına aracılık yapan aracı kuruluşa hasılatın tümü; eş lider pozisyonunda olduğunda da satış hasılatının yarısı kadar bir tutar dikkate alarak, 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. Diğer bağımlı değişken ise halka arz olan şirketin Sermaye’sidir.

Tablo13: Megginson-Weiss Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının Otuzaltı Aylık Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi

	Katsayı	Std. Hata	T İst.	P	Adj R ²	F(p)	Durbin Watson	White (f-p)	VIF
C	0.63	0.26	2.45	0.01	0.030	4.47	1.33	0.459	NA
Megginson-Weiss	-0.15	0.07	-2.11	0.03		0.03		0.63	1
C	3.28	0.67	4.85	0.00	0.17	10.94	1.78	0.31	NA
Megginson-Weiss	-0.09	0.07	-1.27	0.20		0.00		0.89	1.02
Sermaye	-0.15	0.03	-4.24	0.00					1.02

3.6.2.1.3. İstatiksel Test

Değişken Anlamlılık Testi (t – İstatistik)

Birinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1) \neq 0$$

$p=0.00 < 0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Megginson-Weiss

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2) \neq 0$$

$p=0.03 < 0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Megginson-Weiss Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

İkinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Megginson-Weiss

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.20>0.05$ olduğu için H_0 reddedilemez. Megginson-Weiss Bağımsız Değişkeni anlamlı değildir.

- Sermaye

$$H_0=B(3)=0$$

$$H_1=B(3)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sermaye Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Modelin genel olarak anlamlılığının testi

İlk regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=0$$

$$H_1= \text{Değişkenlerden en az biri } 0 \text{ 'dan farklı.}$$

Prob (f-istatistik)= $0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

İkinci regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=B(3)=0$$

$$H_1= \text{Değişkenlerden en az biri } 0 \text{ 'dan farklı}$$

Prob (f-istatistik)= $0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

Belirlilik Katsayısının Yorumlanması

Düzeltilmiş R^2 incelendiğinde, birinci regresyonda bağımlı değişken otuzaltı aylık getirideki değişimin %0,3 oranında bağımsız değişken Megginson-Weiss aracı kuruluş itibar sıralamasının açıkladığı görülmektedir. İkinci regresyonda Sermaye bağımsız değişkeninin, otuzaltı aylık getiri bağımlı değişkenin değişkenliğini %17 oranında açıklamaktadır.

3.6.2.1.4. Ekonometrik Test

Ekonometrik analiz ile regresyon modellerinin güvenilir tahminler verebilmeleri için sahip olmaları gereken varsayımlardan sapmaların var olup olmadığı incelenmiştir.

Çoklu Doğrusal Bağlantı

Tablo 13'e göre; birinci ve ikinci regresyon denklemlerinde Centered VIF değerleri göz ardı edilebilir dereceldedir (1 ile 5 arası). Dolayısıyla çoklu doğrusal bağlantı yoktur.

Otokorelasyon

H_0 = Otokorelasyon yoktur

H_1 = Otokorelasyon vardır.

Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 240 gözlem sayısı ve 1regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.664$ iken $dU=1.684$ olarak hesaplanmıştır. Birinci denklemde Durbin Watson değeri ise 1,31 olarak hesaplandığı üzere otokorelasyon bulunmaktadır. Bu nedenle Breusch-Godfrey otokorelasyon testi otokorelasyonun varlığı veya yokluğu hususunda yol gösterici olacaktır.

Breusch-Godfrey otokorelasyon testi, birinci regresyonda $obs R^2=0.004$, Prob chi-square(1)=0.54>0.05 olduğu için birinci dereceden otokorelasyon sorunu giderilmiştir.

İkinci denklemde, Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 240 gözlem sayısı ve 2regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.653$ iken $dU=1.693$ olarak hesaplanmıştır. Denklemin Durbin Watson değeri 1.78

hesaplandığı için otokorelasyon bulunmamaktadır. Her iki denklemde de H_0 hipotezi kabul edilmiştir.

Sabit Varyans

H_0 = Varyanslar eşittir

H_1 = Varyanslar farklıdır.

Sabit varyans varsayımının geçerliliğinin sınanabilmesi için White testi kullanılmıştır. Tablo 13’de birinci regresyon modeli için Prob değeri $0.29 > 0.05$, ikinci denklemde de Prob değeri $0.89 > 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Yani iki denklemde de hata varyansları eş dağılmıştır.

H₃: Halka arzın otuzaltı aylık getirisi ile Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

Halka arzın otuzaltı aylık getirisi ile Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olup olmadığını test etmek için iki tane regresyon denklemi kurulmuştur. Regresyonda bağımlı değişken (OTUZALTIAY), 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2010 döneminde halka arz edilen 240 şirketin otuzaltı aylık getirisinin yüzdesel getirisiidir. Tam modeldeki bağımsız değişkenler stepwise tabi tutulmuş ve %90 güven düzeyinde anlamlı olan değişkenler modele dahil edilmiş diğerleri çıkarılmıştır. Bağımsız değişkenler şunları içermektedir: Aracı kuruluşların itibarlarını ölçmek için Araştırma Modeli (2017) ise konsorsiyum üyelerinin her birine 0,5 puan, 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 ise halka arza katılan aracı kuruluşların her birine 0,5 puan verilerek oluşturulmuş itibar değişkenidir. Diğer bağımsız değişken ise halka arz olan şirketin SERMAYE’sidir.

Tablo14: Araştırma Modeli Aracı Kuruluş İtibarı Sıralamasına Göre Otuzaltı Aylık Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi

	Katsayı	Std. Hata	T İst.	P	Adj R ²	F İst (p)	Durbin Watson	White (f-p)	VIF
C	5.37	0.29	18.14	0.00	0.21	64.74	1.51	5.65	NA
Araştırma Modeli	-1.56	0.194	-8.04	0.00		0.00		0.05	1
C	13.89	1.24	11.13	0.00	0.36	62.30	1.81	1.55	NA
Araştırma Modeli	0.97	0.19	-4.94	0.00		0.00		0.17	1.05
Sermaye	0.58	0.08	-7.09	0.00					1.05

3.6.2.1.5. İstatiksel Test

Değişken Anlamlılık Testi (t – İstatistik)

Birinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1) \neq 0$$

$p=0.00 < 0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Araştırma Modeli

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2) \neq 0$$

$p=0.00 < 0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Araştırma Model Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

İkinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Araştırma Modeli

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Araştırma Modeli Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Sermaye

$$H_0=B(3)=0$$

$$H_1=B(3)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sermaye Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Modelin genel olarak anlamlılığının testi

İlk regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=0$$

$$H_1= \text{Değişkenlerden en az biri } 0 \text{ 'dan farklı.}$$

Prob (f-istatistik)= $0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

İkinci regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=B(3)=0$$

$$H_1= \text{Değişkenlerden en az biri } 0 \text{ 'dan farklı}$$

Prob (f-istatistik)= $0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

Belirlilik Katsayısının Yorumlanması

Düzeltilmiş R^2 incelendiğinde, birinci regresyonda bağımlı değişkendeki (otuzaltı aylık getiri) değişimin %21, bağımsız değişken olan Araştırma Modeli aracı kuruluş itibar sıralamasının açıkladığı görülmektedir. İkinci regresyonda Araştırma Modeli ve Sermaye bağımsız değişkenlerinin, otuzaltı aylık getiri bağımlı değişkenin değişkenliğini %36 oranında açıkladığı görülmektedir.

3.6.2.1.6. Ekonometrik Test

Ekonometrik analiz ile regresyon modellerinin güvenilir tahminler verebilmeleri için sahip olmaları gereken varsayımlardan sapmaların var olup olmadığı incelenmiştir.

Çoklu Doğrusal Bağlantı

Tablo 14'e göre; birinci ve ikinci regresyon denklemlerinde Centered VIF değerleri 1 ile 5 arasında çıktığı için çoklu doğrusal bağlantı yoktur.

Otokorelasyon

H_0 = Otokorelasyon yoktur

H_1 = Otokorelasyon vardır.

Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 240 gözlem sayısı ve 1 regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.664$ iken $dU=1.684$ olarak hesaplanmıştır. Birinci denklemde Durbin Watson değeri ise 1,51 olarak hesaplandığı üzere otokorelasyon kararsızlık bölgesinde bulunmaktadır. Bu nedenle Breusch-Godfrey otokorelasyon testi otokorelasyonun varlığı veya yokluğu hususunda yol gösterici olacaktır.

Breusch-Godfrey otokorelasyon testi, birinci regresyonda $obs R^2=0.438$, Prob chi-square(1)=0.50>0.05 olduğu için birinci dereceden otokorelasyon yoktur.

İkinci denklemde, Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 240 gözlem sayısı ve 2 regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.653$ iken $dU=1.693$ olarak hesaplanmıştır. Denklemde Durbin Watson değeri 1.81 hesaplandığı için otokorelasyon bulunmamaktadır. Her iki denklemde de H_0 kabul edilmiştir. Dolayısıyla otokorelasyon yoktur.

Sabit Varyans

H_0 = Varyanslar eşittir.

H_1 = Varyanslar farklıdır.

Sabit varyans varsayımının geçerliliğinin sınanabilmesi için White testi kullanılmıştır. Tablo 14’de birinci regresyon modeli için Prob değerleri $0.055 > 0.05$ ve ikinci denklemde için de $0.17 > 0.05$ olduğu için H_0 kabul edilmiştir. İki denklemde de hata varyanslarının eş dağıldığı varsayımı kabul edilmektedir.

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

Halka arzın altmış aylık getirisi ile Carter-Manaster yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olup olmadığını test etmek için iki tane regresyon denklemi kurulmuştur. Regresyonda bağımlı değişken (ALTMİŞAY), 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2010 döneminde halka arz edilen 240 şirketin altmış aylık getirisinin yüzdesel getirisidir. Tam modeldeki bağımsız değişkenler stepwise tabii tutulmuş ve %90 güven düzeyinde anlamlı olan değişkenler modele dahil edilmiş diğerleri çıkarılmıştır. Bağımsız değişkenler şunları içerir: Aracı kuruluşların itibarlarını ölçmek için kullanılan yöntem ise Carter-Manaster (1990), aracı kuruluşlara izahnamede yer aldıkları sıralamaya göre 0-9 arası ayrı bir değer veren itibar değişkenidir. 9’un en itibarlı aracı kuruluşlara ve 0 itibarı en düşük aracı kuruluşlara verilmiştir. Diğer bağımsız değişken ise halka arz olan şirketin SERMAYE’sidir.

Tablo 15: Carter-Manaster Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının Altmış Aylık Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi

	Katsayı	Std. Hata	T İst.	P	Adj R ²	F İst (p)	Durbin Watson	White (f-p)	VIF
C	1.92	0.24	7.47	0.00	0.16	28.00	1.05	1.16	NA
Carter- Manaster	0.02	0.01	5.29	0.00		0.00		0.19	1
C	7.98	0.80	9.92	0.00	0.43	46.92	1.84	1.45	NA
Carter- Manaster	0.02	0.00	4.14	0.00		0.00		0.21	1.02
Sermaye	-0.37	0.04	-8.08	0.00					1.02

3.6.2.1.7. İstatiksel Test

Değişken Anlamlılık Testi (t – İstatistik)

Birinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Carter-Manaster

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Carter-Manaster Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

İkinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Carter-Manaster

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Carter-Manaster Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Sermaye

$$H_0=B(3)=0H_1=B(3)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sermaye Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Modelin genel olarak anlamlılığının testi

İlk regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=0$$

$$H_1= \text{Değişkenlerden en az biri } 0 \text{ 'dan farklı.}$$

Prob (f-istatistik)= $0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

İkinci regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=B(3)=0$$

$$H_1= \text{Değişkenlerden en az biri } 0 \text{ 'dan farklı}$$

Prob (f-istatistik)= $0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

Belirlilik Katsayısının Yorumlanması

Düzeltilmiş R^2 incelendiğinde, birinci regresyonda bağımlı değişken altmış aylık getirisindeki değişimin %16'sını bağımsız değişkenin değişkenliğini Carter-Manaster aracı kuruluş itibar sıralamasının açıkladığı görülmektedir. İkinci regresyonda Carter-Manaster ve Sermaye bağımsız değişkenlerinin, altmış aylık getiri bağımlı değişkenin değişkenliğini %43 oranında açıkladığı tespit edilmiştir.

3.6.2.1.8. Ekonometrik Test

Regresyon modellerinin güvenilir tahminler verebilmeleri için sahip olmaları gereken varsayımlardan sapmaların var olup olmadığı incelenmiştir.

Çoklu Doğrusal Bağlantı

Tablo 15'e göre; birinci ve ikinci regresyon denklemlerinde Centered VIF değerleri göz ardı edilebilir derecelerde (1 ile 5 arası). Dolayısıyla çoklu doğrusal bağlantı yoktur.

Otokorelasyon

H_0 = Otokorelasyon yoktur

H_1 = Otokorelasyon vardır.

Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 240 gözlem sayısı ve 1 regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.664$ iken $dU=1.684$ olarak hesaplanmıştır. Birinci denklemde Durbin Watson değeri ise 1,05 olarak hesaplandığı üzere otokorelasyon bulunmaktadır. Bu nedenle Breusch-Godfrey otokorelasyon testi uygulanmıştır.

Breusch-Godfrey otokorelasyon testi, birinci regresyonda $obs R^2=1.82$, Prob chi-square(1)=0.17>0.05 olduğu için birinci dereceden otokorelasyon sorunu giderilmiştir.

İkinci denklemde, Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 240 gözlem sayısı ve 2 regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.653$ iken $dU=1.693$ olarak hesaplanmıştır. Denklemin Durbin Watson değeri 1.84 hesaplandığı için otokorelasyon bulunmamaktadır. Her iki denklemde de H_0 hipotezi kabul edilmiştir.

Sabit Varyans

H_0 = Varyanslar eşittir.

H_1 = Varyanslar farklıdır.

Sabit varyans varsayımının geçerliliğinin sınanabilmesi için White testi kullanılmıştır. Tablo 15’de birinci regresyon modeli için Prob değeri $0.19 > 0.05$ ve ikinci regresyon denkleminde de $0.21 > 0.05$ olduğu için H_0 kabul edilmiştir. Yani sabit varyans varsayımı kabul edilmektedir.

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

Halka arzın altmış aylık getirisi ile Megginson-Weiss yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olup olmadığını test etmek için iki tane regresyon denklemi kurulmuştur. Regresyonda bağımlı değişken (ALTMİŞAY), 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2010 döneminde halka arz edilen 240 şirketin altmış aylık getirisinin yüzdesel getirisidir. Tam modeldeki bağımsız değişkenler stepwise tabii tutulmuş ve %90 güven düzeyinde anlamlı olan değişkenler modele dahil edilmiş diğerleri çıkarılmıştır. Bağımsız değişkenler şunları içerir: Aracı kuruluşların itibarlarını ölçmek için Megginson- Weiss (1991) yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemdesıralama yapılırken halka arzdeki konsorsiyum lideri veya tek başına aracılık yapan aracı kuruluşun hasılatının 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. Diğer bağımsız değişken ise halka arz olan şirketin Sermaye’sidir.

Tablo 16: Megginson-Weiss Sıralamasına Göre Aracı Kuruluş İtibarının Altmış Aylık Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi

	Katsayı	Std. Hata	T İst.	P	Adj R ²	F İst/ (p)	Durbin Watson	White (f-p)	VIF
C	2.85	0.41	6.83	0.00	-0.006	0.06	1.00	0.00	NA
Megginson-Weiss	-0.02	0.11	-0.24	0.80		0.80		0.00	1
C	9.75	0.90	0.79	0.00	0.36	34.58	1.83	6.54	NA
Megginson-Weiss	0.11	0.09	1.20	0.23		0.00		0.00	1.05
Sermaye	-0.40	0.04	-8.31	0.00					1.05

3.6.2.1.9. İstatiksel Test

Değişken Anlamlılık Testi (t – İstatistik)

Birinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Megginson-Weiss

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.80>0.05$ olduğu için H_0 reddedilemez. Megginson-Weiss Bağımsız Değişkeni anlamlı değildir.

İkinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Megginson-Weiss

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.23>0.05$ olduğu için H_0 reddedilemez. Megginson-Weiss Bağımsız Değişkeni anlamlı değildir.

- Sermaye

$$H_0=B(3)=0$$

$$H_1=B(3)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sermaye Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Modelin genel olarak anlamlılığının testi

İlk regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=0$$

$$H_1= \text{Değişkenlerden en az biri } 0 \text{ 'dan farklı.}$$

$\text{Prob}(F(p))= 0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

İkinci regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=B(3)=0$$

$$H_1= \text{Değişkenlerden en az biri } 0 \text{ 'dan farklı}$$

$\text{Prob}(f\text{-istatistik})= 0.05<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

Belirlilik Katsayısının Yorumlanması

Düzeltilmiş R^2 incelendiğinde, birinci regresyon denklemi anlamsız çıktığından tek başına Megginson-Weiss bağımsız değişkeni, bağımlı değişken olan altmış aylık getiri ile anlamlı bir ilişkiye sahip olmamaktadır. İkinci regresyonda Sermaye bağımsız değişkeni bağımlı değişken olan altmış aylık getirinin %36'sını açıklamaktadır.

3.6.2.1.10. Ekonometrik Test

Regresyon modellerinin güvenilir tahminler verebilmeleri için sahip olmaları gereken varsayımlardan sapmaların var olup olmadığı incelenmiştir.

Çoklu Doğrusal Bağlantı

Çoklu doğrusal bağlantının testi variance inflation factor (VIF) ile yapılmıştır. Tablo 16'e göre; birinci ve ikinci regresyon denklemlerinde Centered VIF değerleri 1 ile 5 arasından olduğundan çoklu doğrusal bağlantı yoktur.

Otokorelasyon

H_0 = Otokorelasyon yoktur

H_1 = Otokorelasyon vardır.

Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 240 gözlem sayısı ve 1 regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.664$ iken $dU=1.684$ olarak hesaplanmıştır. Birinci denklemde Durbin Watson değeri ise 1,00 olarak hesaplandığı üzere otokorelasyon bulunmaktadır. Bu nedenle Breusch-Godfrey otokorelasyon testi otokorelasyonun varlığı veya yokluğu konusunda yol gösterici olacaktır.

Farkın 1 olarak alındığı regresyon denkleminde Breusch-Godfrey otokorelasyon testi, birinci regresyonda $obs R^2=28.51$, $Prob\ chi-square(1)=0.00<0.05$ olduğu için birinci dereceden otokorelasyon sorununu giderilememiştir. H_0 hipotezi reddedilmiştir.

İkinci denklemde, Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 240 gözlem sayısı ve 2 regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.653$ iken $dU=1.693$ olarak hesaplanmıştır. Denklemin Durbin Watson değeri 1.83 hesaplandığı için otokorelasyon bulunmamaktadır. H_0 hipotezi kabul edilmiştir.

Sabit Varyans

H_0 = Varyanslar eşittir

H_1 = Varyanslar farklıdır.

Sabit varyans varsayımının geçerliliğinin sınanabilmesi için White testi kullanılmıştır. Tablo 16’da iki regresyon modeli için de Prob değerleri $0.00 < 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi iki denklem içinde reddedilmiştir. Yani hata varyansları eş dağılmamıştır.

H₆: Halka arzın altmış aylık getirisi ile Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

Bu hipotezi test etmek için iki tane regresyon denklemi kurulmuştur. Regresyonda bağımlı değişken (ALTMİŞAY), 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2010 döneminde halka arz edilen 240 şirketin altmış aylık getirisinin yüzdesel getirisi. Tam modeldeki bağımsız değişkenler stepwise tabii tutulmuş ve %90 güven düzeyinde anlamlı olan değişkenler modele dahil edilmiş diğerleri çıkarılmıştır. Bağımsız değişkenler şunları içermektedir: Aracı kuruluşların itibarlarını ölçmek için Araştırma Modeli (2017) kullanılmıştır. Araştırma Modeli (2017), konsorsiyum üyelerinin her birine 0,5 puan, 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 ise halka arza katılan aracı kuruluşların her birine 0,5 puan verilerek oluşturulmuş itibar değişkenidir. Diğer bağımsız değişken ise halka arz olan şirketin SERMAYE’sidir.

Tablo 17: Araştırma Modeli Aracı Kuruluş İtibarı Sıralamasına Göre Altmış Aylık Getirisine Etkisini Açıklayan Regresyon Analizi

	Katsa y ¹	Std. Hata	T İst.	P	Adj R ²	F(p)	Durbin Watson	White (f-p)	VIF
C	4.51	0.15	28.41	0.00	0.53	160.38	2.08	2.33	NA
Araştırma Modeli	-1.11	0.08	-12.66	0.00		0.00		0.09	1
C	6.40	0.73	8.67	0.00	0.57	82.56	2.08	1.43	NA
Araştırma Modeli	-0.93	0.11	-7.90	0.00		0.00		0.21	1.70
Sermaye	-0.13	0.05	-2.67	0.00					1.70

3.6.2.1.11. İstatiksel Test

Değişken Anlamlılık Testi (t – İstatistik)

Birinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1) \neq 0$$

$p=0.00 < 0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Araştırma Modeli

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2) \neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Araştırma Modeli Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

İkinci denklem için

- Sabit Değişken

$$H_0=B(1)=0$$

$$H_1=B(1)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sabit Değişken %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Araştırma Modeli

$$H_0=B(2)=0$$

$$H_1=B(2)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Araştırma Modeli Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

- Sermaye

$$H_0=B(3)=0$$

$$H_1=B(3)\neq 0$$

$p=0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Sermaye Bağımsız Değişkeni %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Modelin genel olarak anlamlılığının testi

İlk regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=0$$

$$H_1= \text{Değişkenlerden en az biri } 0 \text{ 'dan farklı.}$$

Prob (f-istatistik)= $0.00<0.05$ olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

İkinci regresyon denklemi için;

$$H_0= B(1)=B(2)=B(3)=0$$

$$H_1= \text{Değişkenlerden en az biri } 0 \text{ 'dan farklı}$$

Prob (f-istatistik)= 0.00<0.05 olduğu için H_0 reddedilir. Model %95 güven düzeyinde genel olarak anlamlıdır.

Belirlilik Katsayısının Yorumlanması

Düzeltilmiş R^2 incelendiğinde, birinci regresyonda bağımlı değişken olan altmış aylık getirideki değişimin %53'ünü bağımsız değişken olan Araştırma Modeli aracı kuruluş itibar sıralamasının açıkladığı görülmektedir. İkinci regresyonda Araştırma Modeli ve Sermaye bağımsız değişkenlerinin, altmış aylık getiri bağımlı değişkenin değişkenliğini %57 oranında açıklamaktadır.

3.6.2.1.12. Ekonometrik Test

Ekonomik analiz ile regresyon modellerinin güvenilir tahminler verebilmeleri için sahip olmaları gereken varsayımlardan sapmaların var olup olmadığı incelenmiştir.

Çoklu Doğrusal Bağlantı

Çoklu doğrusal bağlantının testi variance inflation factor (VIF) ile yapılmıştır. Tablo 17'e göre; birinci ve ikinci regresyon denklemlerinde Centered VIF değerleri 1 ile 5 arasında olduğundan çoklu doğrusal bağlantı yoktur.

Otokorelasyon

H_0 = Otokorelasyon yoktur.

H_1 = Otokorelasyon vardır.

Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 240 gözlem sayısı ve 1 regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.664$ iken $dU=1.684$ olarak hesaplanmıştır. Birinci denklemde Durbin Watson değeri ise 2,08 olarak hesaplandığı üzere otokorelasyon bulunmamaktadır.

İkinci denklemde, Durbin-Watson kritik değerleri Savin-White tablosuna göre, 240 gözlem sayısı ve 2 regresyon değişkeni için 0.01 anlamlılık düzeyinde $dL=1.653$ iken $dU=1.693$ olarak hesaplanmıştır. Denklemin Durbin Watson değeri 2.08 hesaplandığı için her iki denklemde de H_0 kabul edilmiştir. Yani iki denklemde de otokorelasyon bulunmamaktadır.

Sabit Varyans

H_0 = Varyanslar eşittir.

H_1 = Varyanslar farklıdır.

Sabit varyans varsayımının geçerliliğinin sınanabilmesi için White testi kullanılmıştır. Tablo 17’de ilk denklemde için Prob değeri $0.09 > 0.05$ ve ikinci denklemde de $0.21 > 0.05$ olduğu için iki denlemde de H_0 kabul edilmiştir. Dolayısıyla iki denklemde de hata varyanslarının eş dağıldığı kabul edilmektedir.

H7: Halka arzın uzun döneminde yüksek itibarlı aracı kuruluşlar daha iyi getiri sağlarlar.

1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2010 yılları arasında gerçekleşen 240 halka arzın otuzaltı ve altmış aylık uzun dönem getirileri hesaplanmış ve aracı kuruluşların Araştırma Modeli, Carter-Manaster ve Megginson-Weiss itibar sıralamasına göre ayrı ayrı analiz edilmiştir.

Tablo 18: Araştırma Modeli İtibar Sıralamasına Göre Uzun Dönem Getiri

İTİBAR SEVİYESİ	İLK GÜN GETİRİSİ (%)	36 AYLIK CAR GETİRİ (%)	60 AYLIK BHR GETİRİ (%)	HALKA ARZ SAYISI
DÜŞÜK İTİBARLI	3	4.44	2.37	49
İTİBARLI	7	4.31	6.42	81
YÜKSEK İTİBARLI	11	3.82	3.48	134

Araştırma Modeli (2017) aracı kuruluş itibar sıralamasına göre yapılan incelemede yüksek itibarlı aracı kuruluşların gerçekleştirdiği 134 halka arzın 3 yıllık getirisi %3,82 olarak gerçekleşirken 5 yıllık getirisi ise %3,48 olarak hesaplanmıştır. İtibarlı aracı kuruluşlar 81 halka arzda 3 yıllık ve 5 yıllık getirileri sırasıyla; %4.31 ve %6.42 hesaplanmıştır. Düşük itibarlı aracı kuruluşlar ise aynı dönemde 49 halka arza aracılık etmiş ve 3 yıllık getiri %4.44 ve 5 yıllık getiri de %2,37 olarak tespit edilmiştir.

Tablo 19: Carter-Manaster İtibar Sıralamasına Göre Uzun Dönem Getiri

İTİBAR SEVİYESİ	İLK GÜN GETİRİSİ (%)	36 AYLIK CAR GETİRİ (%)	60 AYLIK BHR GETİRİ (%)	HALKA ARZ SAYISI
0- 3 ARASI DÜŞÜK İTİBARLI	8	3.43	1.88	33
4 -6 ARASI İTİBARLI	7	4.46	7.05	64
7 -9 ARASI YÜKSEK İTİBARLI	11	4.07	3.52	165

Carter ve Manaster (1990) itibar sıralamasına göre yapılan incelemede yüksek itibarlı aracı kuruluşlar gerçekleştirdiği 165 halka arzın 3 yıllık getirisi %4,07 olarak gerçekleşirken 5 yıllık getirisi ise %3,52 olarak hesaplanmıştır. Düşük itibarlı aracı kuruluşlar ise aynı dönemde 33 halka arza aracılık etmiş ve 3 yıllık getiri %3.43 ve 5 yıllık getiri de %1,88 olarak tespit edilmiştir. İtibarlı sahip aracı kuruluşlar 64 halka arzda 3 yıllık getiride %4.46 ve 5 yıllık getiride %7.05 performans sergilemişlerdir.

Tablo 20: Megginson-Weiss İtibar Sıralamasına Göre Uzun Dönem Getiri

İTİBAR SEVİYESİ	İLK GÜN GETİRİSİ (%)	36 AYLIK CAR GETİRİ (%)	60 AYLIK BHR GETİRİ (%)	HALKA ARZ SAYISI
DÜŞÜK İTİBARLI	8	5.14	6.04	85
İTİBARLI	7	2.57	2.61	48
YÜKSEK İTİBARLI	11	4.03	3.57	131

Megginson ve Weiss (1991) halka arz hasılatlarına göre ölçümlendiği itibar sıralamasını örneklemimize uyguladığımızda; yüksek itibarlı aracı kuruluşların

gerçekleştirdiği 131 halka arzda 3 ve 5 yıllık getiriler sırasıyla %4.03 ve %3,57 olarak hesaplanmıştır. Düşük itibarlı aracı kuruluşlarda bu oranlar ise %5.14 ve %6.04'tür.

3.6.2.2. Halka Arzın Uzun Dönem Performans Hipotez Bulgularının Değerlendirilmesi

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 ve Araştırma Modelinde %21 olarak tespit edilmiştir. İtibar ve sermaye bağımsız değişkenleri ile birlikte regresyona tabi tutulduğunda; Carter-Manaster %29, Megginson-Weiss %17 oranında otuzaltı aylık getirisine etki ettiği tespit edilmiştir. Araştırma Modeli ise %36 ile diğer yöntemlere göre otuzaltı aylık getiriye daha fazla açıklamaktadır.

Halka arzın otuzaltı aylık getirisi ile Carter-Manaster yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişkinin var olup olmadığının testi için regresyon testleri yapılmıştır. Regresyon sonuçları Tablo 12'de sunulmuştur. Carter-Manaster itibar sıralamasına ilişkin tek bağımsız değişkenli veri, birinci regresyonda bulunmaktadır. İkinci regresyonda, itibar bağımsız değişkenine stepwise least squares ile belirlenen Sermaye bağımsız değişkeni regresyona ilave edilmiştir. Birinci denklemde, Carter-Manaster aracı kuruluş itibar sıralaması bağımsız değişkeni, bağımlı değişken olan halka arzın otuzaltı aylık getirisini tek başına %2 olarak açıklamıştır. Ancak otokorelasyon sorunu giderildikten sonra bu oran %1 olarak tespit edilmiştir. İkinci denklemde itibar ve sermaye bağımsız değişkenleri, bağımlı değişken olan otuzaltı aylık getirinin %29'unu açıklamaktadır. Otokorelasyon sorunu düzeltildikten sonra bu oran %01 olarak hesaplanmıştır. Halka arzın otuzaltı aylık getirisi ile Carter-Manaster yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

Halka arzın otuzaltı aylık getirisi ile Megginson-Weiss yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişkinin olup olmadığının testi için regresyon testleri yapılmıştır. Regresyon sonuçları Tablo 13'de sunulmuştur. Megginson-Weiss itibar sıralamasına ilişkin tek bağımsız değişkenli veri, birinci regresyonda bulunmaktadır. İkinci regresyonda, stepwise least squares ile belirlenen Sermaye bağımsız değişkeni regresyona ilave edilmiştir. Birinci denklemde, aracı kuruluş itibarının halka arzın

otuzaltı aylık getirisini tek başına %1 açıklamasına rağmen otokorelasyon sorununu giderdikten sonra -%07 bir değer almıştır. Dolayısıyla Megginson-Weiss itibar sıralaması tek başına otuzaltı aylık getiriye açıklayamamaktadır. Diğer bir deyişle Megginson-Weiss aracı kuruluş itibar sıralaması ile otuzaltı aylık getiri arasında anlamlı bir ilişki yoktur. İkinci denklemden Sermaye bağımsız değişkeni, bağımlı değişken olan otuzaltı aylık getirinin %17'ünü açıklamaktadır. Halka arzın otuzaltı aylık getirisi ile Megginson-Weiss yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki yoktur.

Halka arzın otuzaltı aylık getirisiyle Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olup olmadığının testi için regresyon testleri yapılmıştır. Regresyon sonuçları Tablo 14'de sunulmuştur. Araştırma Modelinde itibar sıralamasına ilişkin tek bağımsız değişkenli veri, birinci regresyonda bulunmaktadır. İkinci regresyonda, itibar ve stepwise least squares ile belirlenen Sermaye bağımsız değişkeni regresyona ilave edilmiştir. Birinci denklem, aracı kuruluş itibarının halka arzın otuzaltı aylık getirisini tek başına %21 olarak açıklamıştır. Bu oran otokorelasyon sorunu giderildikten sonra %4 olarak hesaplanmıştır. İkinci denklemden itibar ve sermaye bağımsız değişkenleri, bağımlı değişken olan otuzaltı aylık getirinin %36'sını açıklamaktadır. Halka arzın otuzaltı aylık getirisi ile Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

Halka arzın altmış aylık getirisi ile Carter-Manaster yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişkinin olup olmadığının analizi için regresyon testleri yapılmıştır. Regresyon sonuçları Tablo 15'de sunulmuştur. Carter-Manaster itibar sıralamasına ilişkin tek bağımsız değişkenli veri, birinci regresyonda bulunmaktadır. İkinci regresyonda, itibar ve stepwise least squares ile belirlenen Sermaye bağımsız değişkenleri regresyona ilave edilmiştir. Birinci regresyon denkleminde, aracı kuruluş itibarının halka arzın altmış aylık getirisini tek başına %16 açıklamış fakat otokorelasyon sorunu giderildikten sonra bu oran %0,12 olarak tespit edilmiştir. İkinci denklemden itibar ve sermaye bağımsız değişkenleri, bağımlı değişken olan altmış aylık getirinin %43'ünü açıklamaktadır. Halka arzın altmış aylık getirisi ile Carter-Manaster yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

Halka arzın altmış aylık getirisi ile Megginson-Weiss yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olup olmadığının analizi için regresyon testleri yapılmıştır. Regresyon sonuçları Tablo 16’da sunulmuştur. Megginson-Weiss itibar sıralamasına ilişkin tek bağımsız değişkenli veri, birinci regresyonda bulunmaktadır. İkinci regresyonda, itibar ve stepwise least squares ile belirlenen Sermaye bağımsız değişkenleri regresyona ilave edilmiştir.

Birinci denklemde bağımsız değişken olan aracı kuruluş itibarının, bağımlı değişken halka arzın altmış aylık getirisini tek başına (-%06) açıklayamamıştır. İkinci denklemde sermaye bağımsız değişkeni, bağımlı değişken olan altmış aylık getirinin %36’sını açıklamaktadır. Halka arzın altmış aylık getirisi ile Megginson-Weiss yöntemi ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki yoktur.

Halka arzın altmış aylık getirisiyle Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki olup olmadığının testi için regresyon analizleri yapılmıştır. Regresyon sonuçları Tablo 17’de sunulmuştur. İlgili bağımsız değişken, Araştırma Modeli aracı kuruluş itibar sıralamasıdır. Araştırma Modelide itibar sıralamasına ilişkin tek bağımsız değişkenli veri, birinci regresyonda bulunmaktadır. İkinci regresyonda, itibar ve stepwise least squares ile belirlenen Sermaye bağımsız değişkeni regresyona ilave edilmiştir. Birinci denklemde, aracı kuruluş itibarının halka arzın altmış aylık getirisini tek başına %53 açıklamıştır. İkinci denklemde itibar ve sermaye bağımsız değişkenleri, altmış aylık getirinin %57’sini açıklamaktadır. Halka arzın altmış aylık getirisiyle Araştırma Modeli ile oluşturulan aracı kuruluş itibarı arasında bir ilişki vardır.

Aracı kuruluş itibarının halka arzın altmış aylık getirisine tek başına etkisi incelendiğinde; Carter-Manaster sıralamasında %16 olurken Araştırma Modelinde bu oran %53 olarak tespit edilmiştir. Megginson-Weiss itibar sıralaması tek başına altmış aylık getiriye açıklayamamıştır. Aracı kuruluş itibarları sermaye bağımsız değişkeniyle birlikte analiz edildiğinde; Carter-Manaster %43, Megginson-Weiss %36 açıklarken Araştırma Modeli altmış aylık getiriye %57 açıklamıştır.

Halka arzın uzun döneminde yüksek itibarlı aracı kuruluşlar daha iyi getiri sağlayıp sağlamadığını ölçmek için karşılaştırmalar yapılmıştır. Halka arzlarda uzun dönem performansı, aracı kuruluşların Araştırma Modeli, Carter-Manaster ve Megginson-Weiss itibar sıralamasına göre ayrı ayrı analiz edilmiştir.

SONUÇ

Halka arz, şirket açısından yüksek maliyetlere katlanılmasını ve düzenleyici ve denetleyici kurumlara tabii olmayı gerektiren, halka arzın başarısızlıkla sonuçlanması durumunda ise şirketi finansman ve itibar kaybına uğratabilecek oldukça önemli bir finansal yönetim kararıdır. Halka arzda başarılı olmak isteyen bir şirketin bu süreçte, deneyimli ve itibarlı bir aracı kuruluşla çalışması doğru bir karar olacaktır.

Aracı kuruluşlar, yatırımcılar ve halka arz olan şirketler arasında aracı olarak hareket ederler. Finansal yazın ve sermaye piyasası tarafından aracı kuruluşun rolünün ön plana çıkmasının iki temel nedeni vardır: İlki, aracı kuruluşların halka arzı değerlemede "onaylama acentesi" olarak davranmalarıdır. Bu rol, genellikle içeriden (şirketler) ve dışarıdan (yatırımcılar) pay senedi arzlarında bulunan asimetrik bilgiden kaynaklanmaktadır (Beatty ve Ritter, 1986: s.216). İkincisi ise menkul kıymet ihracı sırasında birden fazla hizmetin birlikte sunulması nedeniyle en büyük sorumluluğu taşımalarıdır. (Liu ve Ritter, 2011: s.588).

Gelişmiş pay senedi piyasalarında çok sayıda çalışmada ve gelişmekte olan piyasalarda da az sayıda çalışmada pay senedi piyasaları için aracı kuruluşların itibarının halka arz performansına etkisi incelenmiştir. Yapılan çalışmalar aracı kuruluşların, halka arz olacak şirket ile yatırımcılar arasında var olan asimetrik bilgini ve bundan kaynaklanan ahlaki risk probleminin çözümüne nasıl bir etki yaptığını ampirik bulgularla açıklamaktadır (Güner ve diğerleri, 1999, s:).

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 görülür (Elsbach ve Kramer, 1996). Cetro (2003)'e göre, aracı kuruluşların itibarları, halka arzda potansiyel yatırımcıların algılarını etkilemesi açısından oldukça önemlidir (Aktaran: Razafindrambinina, Kwan, 2013: s.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 Diğ., 2012: s.7).

Bu çalışmada, ise BİST'te Ocak 1993 ile Aralık 2015 yılları arasında gerçekleşen 302 halka arzın kısa ve dönem performansında aracı kuruluş itibarının etkisi incelenmiştir. Aracı kuruluş itibarını ölçmek için yeni bir model geliştirilmiştir. Analizlerden elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir.

İncelenen dönemde; 1994, 2001 ve 2008-2009 yıllarında ekonomik krizler yaşanmıştır. 1994 krizinde BİST endeksi ve dolar bazlı işlem hacmi yükselişini korumuş ve halka arz sayısında bir düşüş yaşanmamıştır. 2001 krizinde endeks ve işlem hacmi yabancı fonun hızlı çıkışının etkisiyle düşmüştür. Halka arz sayısı 2001 yılı da dahil olmak üzere 2004 yılına kadar oldukça düşmüştür. 2008 yılında başlayan ve 2009 yılını da kapsayan global krizde BİST endeksi, işlem hacmi ve halka arz sayısı da düşmüştür.

2000 yılında global piyasalarda olduğu gibi BİST'de de halka arz sayısı en yüksek sayıya ulaşmıştır. Global piyasalarda teknoloji şirketlerinin halka arzı çoğunlukta olmasına rağmen Türkiye'de ağırlık sanayi sektöründe gerçekleşmiştir. 2010 yılında başlatılan halka arz seferberliği ile sermaye piyasalarında şirket sayısının artırılması planlanmıştır. 2011 ve 2012 yıllarında 51 şirket halka arz olmuştur. Ancak sermaye piyasaları başarılı bir performans sergilerken halka arz olan bu şirketler zarar açıklamış ve yatırımcısının yüzünü güldürememiştir. Her iki yılda da halka arzı gerçekleştiren aracı kuruluşların genelde itibarlı ve/veya düşük itibarlı aracı kuruluşlar olması inceleme yeteneklerinin ve halka arz olan pay senedinin kalitesini onaylama yeteneklerinin çok iyi olmadıklarının göstergesi olabilir. Bu durum gelecek halka arzların performansının düşmesine neden olmuş olabilir.

2014 yılının ilk çeyreğinden sonra ve 2015 yılında gerçekleşen halka arzlarda düşük fiyatlandırma olmaması dikkat çekicidir. 2014 yılında yüksek itibarlı aracı kuruluşların aşırı fiyatlama ya da şirket değeri ile fiyatlama yaptığı, düşük itibarlı aracı kuruluşların ilk çeyrekte düşük fiyatlandırma yaptığı, sonrasında onların da yüksek fiyatlandırma yaptığı gözlenmiştir. 2015 yılında gerçekleşen halka arzlarda düşük ve itibarlı aracı kuruluşların yüksek fiyatlandırma ve/veya şirket değeriyle fiyatlandırma yaptığı dikkat çekmektedir. Bir diğer dikkat çeken nokta da 2010 yılı ve sonrasında 2014 yılına kadar yabancı yatırımcıların halka arz edilen şirketlere ilgi göstermemesi ya da beklenenden daha az ilgilenmesidir.

Aracı kuruluş itibarının halka arzın kısa dönem performansına etkisinin analizinden elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir.

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. Carter-Manaster ve Megginson-Weiss aracı kuruluş itibar modellerinin, halka arzın kısa dönem performansı üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir. Araştırma Modeli ise %1 açıklamıştır. Aracı kuruluş itibarı ile birlikte yaş, piyasa ve sermaye bağımsız değişkenleri denkleme dahil edildiğinde Carter-Manaster %9, Megginson-Weiss %0.7 ve Araştırma Modeli %11 oranında ilk gün getirisini açıklamışlardır.

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

Her iki modelde ABD gibi gelişmiş piyasalarda uygulanabilirken modellerde değişiklik yapılmadan gelişmekte olan piyasalarda uygulanabilirliği mümkün olmamaktadır. Çünkü Carter-Manaster (1990) itibar modelinde, 4 yılda (1979-1983) 2 milyon dolar ve üzerinde 501 halka arz, 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 23 yılda (1993-2015) gerçekleşen halka arz sayısı 330 tanedir.

Carter-Manaster (1990) itibar modeli, halka arz ilanlarında, 9 sıralamasına sahip bir aracı kuruluş, 8 ve/veya daha düşük bir sıralamaya sahip bir aracı kuruluşla aynı sırada olamaması gibi sert bir hiyerarşik yapı olduğu varsayımına dayanmaktadır. BİST’de böyle bir hiyerarşi sözkonusu değildir. Hatta bazı halka arzlarda aracı kuruluşlar, yüklendikleri sorumluluklarına göre değil harf sırasına göre sıralanmışlardır.

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 302 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 değerlendirilme dışında tutulmuştur.

Aracı kuruluş itibarının halka arzın kısa vadeli performansında etkisinde elde edilen diğer bir sonuç ise yüksek itibarlı aracı kuruluşların gerçekleştirdiği 159 halka arzda elde edilen düşük fiyatlandırma %10, itibarlı aracı kuruluşlarda (100 halka arz) %6 ve düşük itibarlı aracı kuruluşlarda (70 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.

Uzun dönemli pay senedi getirileri ile ilgili yapılan çalışmalarda kullanılan yöntem ve incelenen dönemlerin farklı yapıda olması nedeniyle elde edilen sonuçlar önemli ölçüde farklılık göstermektedir. Bazı çalışmalarda uzun dönemli pay senedi getirileri pozitif hesaplanırken bazılarında negatif getirili sonuçlar elde edilmiştir.

Dong ve diğerleri (2001) göre halka arz öncesi yapılan pazarlama çalışmalarının halka arza talebi artırarak satış sonrası pay fiyatları artabileceğini iddia etmişlerdir. Halka arzın uzun dönem performansında birçok nedenden artabileceğini belirtmişlerdir. Chemmanur ve Krishnan (2011) talepteki artışın kısa vadeli fiyatı artırabilirken, uzun vadeli performansı azaltabileceğini belirtmişlerdir. Metron (1987), halka arz öncesi aracı kuruluş pazarlamasının yatırımcının bilinçlenmesine yol açacağını yatırımcı sayısının artabileceğini ve arz sonrası iyi bir risk paylaşımı ve likidite ile daha yüksek denge fiyatlarının oluşabileceği sonucuna varmışlardır. Aggarwal (2000) göre pazarlamanın piyasa yapıcılığı ve fiyat istikrarı gibi destek çabalarının halka arz sonrası satış çabalarını artırabilir.

Carter ve diğerleri (2008)'ne göre, aracı kuruluşun inceleme yeteneğinin, yüksek itibarlı aracı kuruluşlar tarafından piyasaya sunulan halka arzlarda üstün performans yaratabilir. Bundan dolayı aracı kuruluş itibarı ile uzun vadeli anormal getiriler arasında pozitif bir korelasyona neden olabileceğini göstermişlerdir. Dong ve diğerleri (2011)'ne göre yüksek itibarlı aracı kuruluşlar daha iyi uzun vadeli performansı öngörmektedirler. Jain ve Kini (1999), yüksek itibarlı aracı kuruluşların şirket değerinde artışı sağlayan izleme ve yönlendirme hizmetlerini daha iyi yaptıkları bundan dolayı yüksek itibarlı aracı kuruluşların uzun vadede düşük itibarlılara göre daha iyi bir performans gösterdiklerini iddia etmişlerdir.

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

Bu çalışmada, BİST’de 1993-2010 yılları arasında yapılan 240 halka arzın uzun dönem performansları, 3 yıllık kümülatif anormal getiriler yöntemi CAR ve 5 yıllık birleşik getiri BHR yöntemi ile incelenmiştir. İnceleme sonucunda 3 yıllık ham getirilerde %407 ve 5 yıllık ham getirilerde %412 pozitif getirilerle piyasanın üzerinde sonuçlar elde edilmiştir. 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, Araştırma Modelinde %21 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 %29, Megginson-Weiss %17 oranında etki ettiği tespit edilmiştir. Araştırma Modeli ise %36 ile diğer yöntemlere göre otuzaltı aylık getiriyi daha fazla açıklamaktadır.

Aracı kuruluş itibarının halka arzın altmış aylık getirisine tek başına etkisi incelendiğinde; Carter-Manaster sıralamasında %16 olurken Araştırma Modelinde bu oran %53 olarak tespit edilmiştir. Megginson-Weiss itibar sıralaması tek başına altmış aylık getiriyi açıklayamamıştır. Altmış aylık getiriler, aracı kuruluş itibarları ve sermaye bağımsız değişkeniyle birlikte analiz edildiğinde; Carter-Manaster %43, Megginson-Weiss %36 açıklarken Araştırma Modeli altmış aylık getiriyi %57 açıklamıştır.

Yedinci hipotezde halka arzlarda uzun dönem performansı, aracı kuruluşların Araştırma Modeli, Carter-Manaster ve Megginson-Weiss itibar sıralamalarına göre ayrı ayrı analiz edilmiştir. Araştırma Modeli ve Carter-Manaster itibar sıralamasına göre, yüksek itibarlı aracı kuruluşların gerçekleştirdiği halka arzlar, düşük itibarlı aracı kuruluşlara göre uzun dönemde daha yüksek getiri elde etmişlerdir. Elde edilen

sonuçlar, Jain ve Kini (1999), Michaley ve Shaw (1994), Carter ve diğlerleri (1998) sonuçları ile uyumludur.

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

Bu araştırmanın sonuçları göstermektedir ki halka arzda hedeflenen başarıya ulaşmada diğler 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. Diğler bir deyişle 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 arzlara yüklenmeyi itibarlarını korumak için tercih edeceklerdir.

KAYNAKÇA

ELEKTRONİK KAYNAKLAR

1. Akkus, Oktay, J. Anthony Cookson, Ali Hortaçsu, “Endogenous Matching, Underwriter Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings” Electronic copy available at:<http://ssrn.com/abstract=2419277>.
2. Griffin, John, Richard Lowery Alessio Saretto (2014).“Complex Securities and Underwriter Reputation: Do Reputable Underwriters Produce Better Securities?”, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2097203> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2097203>.
3. Halka Arz ve Borsalarda İşlem Görme, Borsa İstanbul. http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf. 25/06/2017.

KİTAPLAR

1. Tanör, Reha, **Türk Sermaye Piyasası**, C. I, 2. b., İstanbul: Beta Yayın No: 907, 1999.
2. Ünal, Oğuz Kürşat, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, Ankara: Asil Yayın, 2005.

MAKALELER, BİLDİRİLER, DİĞER BASILI YAYINLAR

1. Allen, Franklin (1984). “Reputation and Product Quality”, *Rand Journals of Economics*, Sayı:15 No:3, s. 311-327.
2. Allen, F. and G. Faulhaber (1989) “Signaling by Underpricing in the IPO Market” *Journal of Financial Economics*, 23, s. 303-323.
3. Altı, A., 2005, “IPO market timing” *Review of Financial Studies*, 61, s. 1681–1709.
4. Andres, Christian, André Betzer, Peter Limbach(2013), “Underwriter Reputation and the Quality of Certification: Evidence from High-Yield Bonds”, Schumpeter Discussion Papers.
5. Ayden, Tolga, Karan Mehmet Baha (2000). “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performanslarının Ölçülmesi”, *G.Ü.İ.İ.B.F. sayı:3*, s.87-96.
6. Balvers, Ronal J.;McDonald, Bill ve Miller, Robert E. (1988). “Underpricing a New

Ussies and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation”, The Accounting Review, Sayı: LXIII, No:4, s. 605-622.

7. Baker, M., and J. Wurgler, 2002, Market timing and capital structure, Journal of Finance, 57, s. 1–32.
8. Baron, David B. (1982). “A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues”, The Journal Of Finance, Sayı:XXXVII, No:4, s.955-977.
9. Bayley Luke, Philip J. Lee, Terry S. Walter (2006). “IPO flipping in Australia: cross-sectional explanations” Pacific-Basin Finance Journal 14, s.327–348.
10. Beckman Judy., Jacqueline Garner, Beverly Marshall, Hideo Okamura (2001) “The influence of underwriter reputation, keiretsu affiliation, and financial health on the underpricing of Japanese IPOs”, Pacific-Basin Finance Journal 9 Ž2001, s.513–534.
11. Beatty, R. and J. Ritter (1986). “Investment Banking, Reputation, and The Underpricing of Initial Public Offerings”,Journal of Financial Economics 15, s.213-232.
12. Benveniste, L., W. Busaba, ve W. Wilhelm (2002) “Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets, Journal of Financial Intermediation, 11,s.61- 86.
13. Bekiş, Tuba. Ali Bayram, Mustafa şeker(2013). “Kurumsal İtibarın İşgören Performansı Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma”, Uluslararası Alanya İşletme Fakóltesi Dergisi, Cilt:5, sayı:2, s.19-27.
14. Bildik, R. Ve Yılmaz, Mustafa K., 2008, “The Market Performance of Initial Public Offerings in the İstanbul Stock Exchange”, BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar,Cilt:2, Sayı:2, s.49-75.
15. Booth, James R., Chua, Lena (1996). “Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing”, Journal of Financial Economics Sayı:41,, s.291-310.
16. Brau, James C. ve Fawcett, Stanley E. (2006). “Initial Public Offerings. An Analysis Of Theory and Practice”, The Journal Of Finance, Sayı:LXI, No:1, s.399-436.
17. Bulut, Halil İ., Fikret Çankaya, Bünyamin Er (2009). “Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı Ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği”, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi 11 / 1.s.101-120.
18. Bulut, Halil İbrahim. “Investment Bank Reputation And The Post-Ipo Operating Performance: The Case Of The Istanbul Stock Exchange” The ISE Review Volume: 10 No: 39, s.17-40.
19. Bulut, Halil İbrahim (2008).“Halka Arz Piyasalarında Yatırım Bankası İtibar Etkisi: Bir Literatür Değerlendirmesi”,Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, Cilt: 10, Sayı: 3,s.77-106.

20. Carter, Richard B., Frederick H. Dark¹, Travis R.A. Sapp (2010). "Underwriter reputation and IPO issuer alignment 1981–2005" *The Quarterly Review of Economics and Finance* 50, s.443–455.
21. Carter, Richard, Frederick H. Dark, Ajai K. Singh, (1998). "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks" *The Journal of Finance* • Vol 53, no. 1 Şubat, s.285-311.
22. Carter, Richard and Steven Manaster (1990). "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation" *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4, s. 1045- 1067.
23. Chalk, Andrew J, John W. Peavy (1987). "Initial Public Offerings: Daily Returns, Offering Types and The Price Effect", *Financial Analysts Journal*, s.65-69.
24. Chang, Kiyong, Young-Cheol Kim ve Hyeongsop Shim (2013), "Weak Firms Follow Strong Firms in Hot IPO Markets", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, sayı:42, s.76-108.
25. Chemmanur, Thomas J.,Paolo Fulghieri(1994). "Investment Bank Reputation, Information Production, And Financial Intermediation" *The Journal of Finance*, Sayı. 49, No. 1, s. 57-79.
26. Chemmanur, Thomas J., Karthik Krishnan (2011). "Heterogeneous Beliefs, IPO Valuation, and the Economic Role of the Underwriter in IPOs" August 17.
27. Chemmanur, T. J., ve J. He, 2011, "IPO Waves, Product Market Competition, and the Going Public Decision: Theory and Evidence", *Journal of Financial Economics*, 10, s. 382–412.
28. Choe, H., R. Masulis, and V. Nanda (1993) "Common Stock Offerings across the Business Cycle," *Journal of Empirical Finance*, 1, s.1-29.
29. Coakley, Jerry, Leon Hadass ve Andres Wood (2205), "Hot IPOs Can Damage your Long-Run Wealth!", Department of Accounting, Finance and Management and Essex Finance Centre University of Essex, UK, s. 1-37.
30. Chen, Hsuan-Chi ve Ritter, Jay R. (2000). "The Seven Percent Solution", *The Journal of Finance*, Sayı.55, s. 1105-1131.
31. Cooney, John W., Bradford J. Jordan, Ajai K. Singh (2004). "Who is ? A New Approach to Ranking U.S. IPO Underwriters."
32. Çakır,N., Küçükkocaoğlu, G., Kapucu, H. (2017). "İlk Halka Arzda Sıcak ve Soğuk Piyasalar", *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (2017), s. 695-708.
33. Çatakoğlu, Buket (2016). "Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği Ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk", *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, s.11, s.118-132.

34. Çetin, Nusret. Töremiş, H. Ebru (2008).“Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satım Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XII, s.77-102.
35. Dewenter, Kathryn L., Laura Casares Field (2001). “Investment Bank Reputation And Relaxed Listing Requirements: Evidence From Infrastructure Firm Ipos In Hong Kong” Pacific-Basin Finance Journal 9 Ž, s.101–117.
36. Derrien, Francois (2005), "Hot" Market Conditions: Who Leaves Money on the Table?”, The Journal of Finance, Vol. 60, No. 1 (Feb., 2005), s. 487-521.
37. Dong. Ming, Jean-S’ebastien Michel,, J. Ari Pandes (2011). “Underwriter Quality and Long-Run IPO Performance”. Financial Management, s. 219 – 251.
38. Dunbar, Craig G (2000).” Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share”. Journal of Financial Economics sayı:55, s. 3- 41.
39. Durukan, M.B. (2002). The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of the Istanbul Stock Exchange, Managerial Finance, Sayı. 28, s.18-38.
40. Edelen, Roger M., Gregory B. Kadlec (2005). “Issuer Surplus And The Partial Adjustment Of IPO Prices To Public Information”, Journal of Financial Economics 77, s.347–373.
41. Elmas, Bekir, Maysam Amanınganeh (2013). “BİST'de Halka Açılan Şirketlerde Düşük Fiyatlama Anomalisine Etki Edebilen Değişkenlerin Analizi: 1995 – 2010 Dönemi” Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi C. XV, Sayı. II.
42. Esen Emel (2011).“ Türkiye’deki ve Dünya’daki İtibar Ölçümlerinin Karşılaştırılması” Marmara Üni. İ.İ.B.F Dergisi, cilt XXXI, Sayı II, s. 289- 306.
43. Fang, Lily Hua, “Investment Bank Reputation and The Price and Quality of Underwriting Services”, 2044/59/FIN,s.1-54
44. Fernando, Chitru S., Vladimir A. Gatchev, Anthony D. May, William L. Megginsona (2014). “Prestige without Purpose? Reputation, Differentiation, and Pricing in U.S. Equity Underwriting”, Ekim5, s.
45. Fernando, C. S.,V. A. Gatchev, and P. A. Spindt (2005). Wanna dance? How firms and underwriters choose each other? Journal of Finance 60, s.2437-2469.
46. Fernando, Chitru S., Anthony D. May, and William L. Megginson, (2012).“Underwriter Compensation and the Returns to Reputation”
47. Flandreau, Marc, “Anatomy of a Regime Change: Underwriters’ Reputation, New Deal Financial Acts and the Collapse of International Capital Markets (1920-1935)”
48. Gao, X., J.R. Ritter, 2010, “The Marketing of Seasoned Equity Offerings,” Journal of Financial Economics97, s.33-52.

49. Gemma Lee., Ronald W. Masulis (2011). “Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers?” *Journal of Corporate Finance* 17, s.982–1000
50. Güner, Nuray, Zeynep Önder, Seza Danisoglu Rhoades (2000). “Underwriter Reputation And Short-Run Ipo Returns: A Re-Evaluation For An Emerging Market” *Topics in Middle Eastern and North African Economies*.
51. Helwege, J., ve N. Liang, 2004, “Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, s; 541–569.
52. Huang, Wenqian, Underwriter Reputation, IPO Underpricing and Underwriting Spreads: Evidence from Chinese Stocks Market.
53. Ibbotson, Roger G. Ve Jaffe, Jeffrey F. (1975). “Hot Issues Markets”, *The Journal Of Finance*, sayı: XXX, No:4, s.1027-1042.
54. Jain, Bharat ve Kini, mesh, (1999). “The Life Cycle of Initial Public Offering Firms”, *Journal of Business and Accounting*, sayı: 26 (9) ve (10), s.1281-1307
55. Jarrow, R.A., M. Maksimoviç, V.T. Ziemba (2006). *Handbooks in Operations Research and Management Science*, London, Elsevier.
56. James, Christopher (1992). “Relationship-Specific Assets and the Pricing of Underwriter Services”, *The Journal Of Finance*, sayı: XLVII. NO, 5 , s.1865-1885.
57. Jeribi, Ahmed (2015). “Measuring Underwriter Reputation: Evidence fromThe Tunisian Stock Market” *International Journal of Research in Management & Business Studies*, Sayı 1. 2.
58. Johnson, James M.,Robert E. Miller (1988). “Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings”, *Financial Management*, Sayı: 17, No: 2, s. 19-29.
59. Lee, Cheulho, “Underwriter Reputation And The Decision To Go Public” *Journal of Finance and Accountancy*, sayı:6, s.108-128.
60. Ljungqvist, Alexander (2004). *Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance Bölüm III.4: IPO Underpricing*. S.1-67.
61. Logue, Dennis (1973). “On The Pricing Of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969”, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Haziran, s.91-103.
62. Logue, Dennis E., Richard J. Rogalski, James K. Seward, and Lynn Foster-Johnson Source (2002). “What Is Special about the Roles of Underwriter Reputation and Market Activities in InitialPublic Offerings?” *The Journal of Business*, Vol. 75, No. 2, s.213-243.
63. Loureiro, Gilberto (2010). “The Reputation of Underwriters: A Test of The Bonding Hypothesis” *Journal of Corporate Finance* 16, s.516–532.

64. Lowry, M. ve G. Schwert (2002) "IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?," *Journal of Finance*, 57, s; 1171-1200.
65. Katti, Supriya ve Phani, B.V. (2016). "Underpricing of Initial Public Offerings: A Literature Review", *Universal Journal of Accounting and Finance* sayı:4(2), s. 35-52.
66. Kenneth N. Daniels, Jayaraman Vijayakumar (2007). "Does Underwriter Reputation Matter In The Municipal Bond Market?" *Journal of Economics and Business* 59, s.500–519.
67. Kennedy Duane B., Ranjini Sivakumar, Kenneth R. Vetz (2006). "The Implications Of IPO Underpricing For The Firm And Insiders: Tests Of Asymmetric Information Theories" *Journal of Empirical Finance* 13 s. 49– 78.
68. Kırkulak, Berna,,T, Colin Davis (2005). "Underwriter Reputation and Underpricing: Evidence From the Japanese IPO Market" *Pacific-Basin Finance Journal* 13, s. 451–470.
69. Kırkulak, Berna (2010). "Uzun Dönemli Al-Ve-Tut Getirileri: İMKB’de Halka Açık Şirketler Üzerine Bir Uygulama", *Ege Akademik Bakış*, sayı:10(2), s.465-486.
70. Kıymaz, Halil (1997), "İMKB’de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansı ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması", *İMKB Dergisi*, cilt 1 sayı: 3, s. 47-73.
71. Kıymaz, Halil (2000), "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange", *Journal of Multinational Financial Management*, sayı: 10, s.213-227.
72. Krigman, Laurie., Wayne H. Shaw, Kent L. Womack (2001). "Why Do Firms Switch Underwriters?" *Journal of Financial Economics*, sayı: 60, s.245-284
73. Kurtaran, Ayten Turan (2013). "Türkiye’deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri İle Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi", *International Journal of Economic and Administrative Studies*, Yıl:6, sayı: 11, ISSN 1307-9832, s.185-209.
74. Küçükkocaoglu, Güray (2008). "Underpricing In Turkey: A Comparison Of The IPO Methods", *International Research Journal of Finance and Economics*, issue 13, Haziran 2008.
75. Küçükkocaoglu, Güray, Ayşegül Alagöz (2009). "İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi" *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:24, Sayı:2, Yıl:2009, s.65-86.
76. Mc Donald, J. G. ve A. K. Fisher (1972). "New Issue Stock Price behavior", *The Journal of Finance* sayı: 3, s.97-102.
77. Mazzola, Pietro, Davide Ravasi, Claudia Gabbioneta (2006). "How to Build Reputation in Financial Markets", *Long Range Planning* 39, s.385-407.

78. Maksimovic, V. ve P. Pichler (2001) "Technological Innovation and Initial Public Offerings," *Review of Financial Studies*, 14, s;459-494.
79. Megginson, W. and K. Weiss (1991). "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *Journal of Finance* sayı: 46, s.879-904.
80. 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* sayı: 7, s.279-319.
81. Nanda, V. and Y. Yun (1997). "Reputation And Financial Intermediation: An Empirical Investigation Of The Impact Of IPO Mispricing On Underwriter Market Value", *Journal of Financial Intermediation* 6, s.39-63.
82. Neuberger, Brian M. ve Carl T. Hammo (1974). "A Study Op Underwriters Experience With Unseasoned New Issues", *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Mart, s.165-177.
83. Neuberger, Brian M. ve Chris A. La Chapelle (1983). "Unseasoned New Issue Price Performance on Three Tiers: 1975-1980", *Financial Management*, Sayı: 12, No. 3, s. 23-28.
84. Neupane, Suman , Chandra Thapa (2013). "Underwriter Reputation and The Underwriter-Investor Relationship in IPO Markets" *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* Volume 24, Nisan 2013, s. 105-126.
85. Özhan, Metin, Sermaye Piyasalarında Hisse Senedi Halka Arzı ve Sonrasında Uygulanan Fiyat İstikrarı Yöntemleri, *Garanti Yat. Kur. Fin.*,
86. Özer, Mehmet (2014). "2011-2013 Döneminde Gerçekleştirilen Halka Arzların İşlem Görülen Pazarlar İtibarıyla Fiyat Analizi, Düşük Fiyatlamannın Nedenleri Ve Uzun Dönem Performansı Etkileyen Faktörlar, Sorunlar Ve Çözüm Önerileri", *SPK Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Yeterlilik Etüdü, Ankara*.
87. Pagano, Marco; Panetta, Fabio ve Zingales, Luigi (1998). "Why The Companies Go Public? An Empricial Analysis", *The Journal Of Finance*, Sayı: LIII, no:1, s.27-64.
88. Razafindrambinina, Dominique, Tiffany Kwan (2013). "The Influence of Underwriter and Auditor Reputations on IPO Under-pricing", *European Journal of Business and Management*, sayı:5, no:2, s.199-212.
89. Ranko Jelic, Brahim Saadouni, Richard Briston (2001). "Performance of Malaysian IPOs: Underwriters Reputation And Management Earnings Forecasts" *Pacific- Basin Finance Journal* 9 Ž2001, s.457-486.
90. Randolph P. Beatty, Howard Bunsis, John R.M. (1998). "Hand The Indirect Economic Penalties in SEC Investigations of Underwriters" *Journal of Financial Economics* 50, s.151-186.
91. Rock, K. (1986). "Why New Issues are Underpriced", *Journal of Financial Economics* 15, s.187-212.

92. Ritter, Jay R.,(1984).“The ‘Hot Issue’ Market of 1980”, Journal of Business 57, s.215-240.
93. Ritter, Jay R.(1991).“The Long Run Performance of Initial Public Offerings”, Journal of Finance 46, s.3-27.
94. Ritter, Jay R. (1998).“Initial Public Offerings”, Contemporary Finance Digest 2, s.5-30.
95. Ritter, Jay R.,ve I. Welch (2002).“A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations”,Yale ICF Working Paper No.02-01.
96. Sağlam, Gökçe Yıldız, Arzum Erken Çelik (2011). “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Düşük Fiyatlandırma Ve Aracılık Türü, Arz Yılı, Aracı Kurum Etkileri Üzerine Bir Araştırma” Doğuş Üniversitesi Dergisi, 12 (2), s. 289-303.
97. Sancak, İ.Ethem, (1999) Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları, Ankara: SPK Yeterlilik Etüdü
98. Sarıyar, Selçuk (2008). Aracı Kurumlar, s.1-13.
99. Savram, Merve, Ali Karakoç(2012). Bankacılık Sektöründe İtibar Riskinin Önemi, International Conference On Eurasian Economies, s.328-332.
100. Sevim, Şerafettin, Akkoç, Soner (2006). “İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama”, Dumlupınar Üni. Sos. Bil. Dergisi, sayı: 16, s.107-124.
101. Stoughton, N., K. Wang, and J. Zechner (2001) “IPOs and Product Quality”, Journal of Business, 74, s;375-408.
102. Subrahmanyam, A. and S. Titman (1999) “The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets,” Journal of Finance, 54, s.1045-1082.
103. Sua, Chen., Kenbata Bangassab (2011). “The Impact Of Underwriter Reputation On Initial Returns And Long-Run Performance Of Chinese IPOs” Int. Fin. Markets, Inst. and Money 21, s. 760–791.
104. Tinic, Seha M. (1988).“Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock”, Journal of Finance 43,s.789-822.
105. Tükel, Ayça (2011) “Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi” International Journal of Economic and Administrative Studies, Year:4 Sayı 7, Summer 2011 ISSN 1307-9832.
106. Ural, Ebru Güzelcik (ty). “İtibar Yönetimi Değer Yaratan Bir Halkla İlişkiler Çalışması Olarak İtibar Yönetimi”, İstanbul Ticaret Üni. Dergisi, s.83-93.
107. Ünlü, Ulaş, Ersan Ersoy. (2008) “İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama Ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği” Dokuz

Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt:23 Sayı:2, s.243-258.

108. Ünlü, Ulaş. (2006). “Türkiye’de İlk Defa Halka Arz Edilen Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 27, s.119-147.
109. Vong, Anna P.I. , Duarte Trigueiros, “The short-run price performance of initial public offerings in Hong Kong: New evidence” *Global Finance Journal* 21 (2010), s. 253–261
110. Wang, Junbo, Sheen Liu, Chunchi Wu, “Does Underwriter Reputation Affect the Performance of IPO Issues?” *The Journal of Entrepreneurial Finance*, Volume 8 Issue 3 Fall 2003, s.17-41
111. Wang, Hefei, “Reputation Acquisition Of Underwriter Analysts – Theory And Evidence”, *Journal of Applied Economics*. Vol XII, No. 2 (November 2009),331-363
112. Welch, Ivo (1989). “Seasoned Offerings, Imitation Cost, and Underpricing of Initial Public Offerings” *The Journal of Finance*, sayı:44, no:2, s. 421-449.
113. Welch, Ivo (1992). “Sequential Sales, Learning, and Cascades” *The Journal of Finance*, sayı: XLVII, no:2, s. 695-732.
114. Wu Zuguang, Difang Wan, “Does Underwriter Reputation Promote Fair Pricing Behavior In The IPO Process? Evidence From ChiNext-Listed Firms” *he Journal of Applied Business Research – March/April 2014 Volume 30, Number 2*, s.615-624.
115. Yıldırım, Durmuş, Dursun, Aydoğan (2016). “Borsa İstanbul’da İlk Halka Arzlarda İlk Gün Düşük Fiyat Anomalisi”, *Atatürk Üni. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, sayı:1, Cilt:30, s.187-200.
116. Yıldız, Burçak (2015). “Genel Yatırım Tavsiyesi Sunabilecek Kişilere Ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun 11-37.1 Sayılı Tebliğ’de Belirlediği Esasları Medya Ve Elektronik Ortamda Sunulan Genel Yatırım Tavsiyelerine Uygulama Yetkisine İlişkin Bazı Değerlendirmeler”, *TBB Dergisi*, Sayı:117, s. 307-336.
117. Yi, Jong-Hwan (2003). “Three Anomalies of Initial Public Offerings: A brief Literature Review”, *Briefing Notes in Economics – Issue No. 58, September/October*, s.1-12.
118. Yong Othman, “A review of IPO research in Asia: What's next?” *Pacific- Basin Finance Journal* 15 (2007), s.253–275
119. Yung, Chris., Jaime F. Zender, “Moral hazard, asymmetric information and IPO lockups”, *Journal of Corporate Finance* 16 (2010), s.320–332
120. Yun, Youngkeol, “Reputation and Financial Intermediation: An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value” *Journal Of Financial Intermediation* 6, 39–63 (1997) Article No.JF960208.
121. Zingales, L. (1995) “Inside Ownership and the Decision to Go Public”, *Review of*

Economic Studies, 62, s.425-448.

TEZLER

1. Baspınar, Ahmet (2008). Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri, Doktora Tezi, Başkant Üni., Sosyal Bil.Ens.Ankara.
2. Çavuşoğlu, Seda (2008). Halka Arzların Başarısızlık Sebepleri: Coca-Cola İçecek A.Ş. Örnek Olay İncelemesi, Yüksek Lisans, Ankara Üni. Sosyal Bil.Ens., Ankara.
3. Daştan, Duygu (2008). Halka Arzlarda Fiyatlandırma: 2004 – 2007 İMKB Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üni. Sosyal Bilimler Ens.,Ankara.
4. Jiao, Jian, Xuan Guo (2010). “Do Chinese Underwriters Grandstand To Attract More Firms When They Are Ready To Go Public?” Umea School of Business, 2010 Yüksek lisans tezi.
5. Liu, Jing (2007). “The Impact Of Credit Rating Watchlist And Effect Of Underwriter Reputation On IPO Underpricing”, Iowa State University Ames, DoktoraTezi.
6. Kara, Mustafa Sencer (2006). Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması. Doktora Tezi, Ankara Üni. Sos.Bil.Ens., Ankara.
7. Kayacık, İlknur (2012), Aracı Kurumlarda Bağımsız Denetim Uygulaması, İstanbul Ticaret Üni. Yüksek Lisans Tezi.
8. Migliorati, Katrin (2012), The Underwriter: A European Perspective, University Of Bergamo, DoktoraTezi.
9. Özarslan, Necmettin (2010). Türk Sermaye Piyasasında Aracı Kuruluşların Rolü Ve Etkinliği, Pamukkale Üni. Sosyal BilimlerEns. Yüksek Lisans Tezi.
10. Peijun, Voon (2009). Issue Manager Reputation, Underpricing And Long-Run Performance Of Initial Public Offerings, Yüksek Lisans Tezi, National University Of Singapore, Singapur.
11. Tsang Koon-Sang (2009). “The Relationship Between Underpricing of Initial Public Offerings and the Reputation of the Underwriter, Universiteit van Amsterdam.

YASA VE YÖNETMELİKLER

1. 30/12/2012. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, s. 28513.
2. 28/06/2013. Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. S.28513.

- 3.** 17/12/2013. Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları
Hakkında Tebliğ. S.28854.



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
DEMİRBANK	0.25
HSBC	0.19
İNTERBANK	0.14
ETİ MENKUL	0.13
ŞEKER	0.11
KÖRFEZBANK	0.09
ALTERNATİFBANK	0.07
NUROL	0.07
PAMUKBANK	0.06
FORTİS	0.06
VAKIF MK	0.06
EFG İSTANBUL	0.05
SÜMERBANK	0.04
DIŞBANK	0.04
EKİNCİLER	0.04
ESBANK	0.04
ZİRAAT BANK	0.04
METRO	0.03
İKTİSAT	0.03
EGS YAT.BAN	0.02
KENTBANK	0.02

YATIRIMBANK	0.02
TERA	0.02
ABRO BANK	0.02
TACİRLER	0.02
BANK EKSPRES	0.02
TOPRAK	0.02
TEKSTİLBANK	0.02
TAİB YATIRIM	0.02
TEKFENBANK	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
TÜTÜNBANK	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
İNER	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
İNTERBANK	205	6
ZİRAAT BANK	201	6
ATAONLINE	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
İFO	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
TÜTÜN BANK	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
YATIRIM BANK	35	1
METRO	33	1
TOPRAK	31	1
MNG MENKUL	31	1
PAMUK BANK	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 ARAŞTIRMA MODELİ 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
ATAONLİNE	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
İNFÖ	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
SİNAİ 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
İŞIKLAR	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

ÖZGEÇMİŞ

Nimet ÇAKIR, 1972 tarihinde Siirt'te doğdu. Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisad bölümünden mezun oldu. Meksa Menkul Değerler'de 2 yıl yatırım uzmanı ve Demiryatırım'da yatırım ürünleri müdür yardımcısı olarak 5 yıl çalıştı. 2002 yılında Kocaeli Üniversitesi'nde öğretim görevlisi olarak çalışmaya başladı. Yüksek lisansını ve doktorasını Kocaeli Üniversitesi Muhasebe Finansman bilim dalında yaptı.

