

# HALKA ARZDA ARACI KURULUŞ İTİBARININ ETKİSİ 2: KURAMSAL DEĞERLENDİRME\*

Öğr. Gör. Dr. Nimet ÇAKIR\*\*

Doç. Dr. Hakan KAPUCU\*\*\*

Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU\*\*\*\*

Araştırma Makalesi/ Research Article

Muhasebe Bilim  
Dünyası Dergisi  
Eylül 2019; 21(3); 778-808

778

## ÖZ

Halka arz süreci, üç ana aktörün aktif olarak katılmasını gerektirir. Bu aktörler; ihraççı şirket, aracı kuruluş ve yatırımcılardır. Aracı kuruluşlar, ihraççı şirket ile yatırımcılar arasında aracı olarak hareket ederler ve halka arzın başarısında önemli bir rol oynarlar. Bu çalışma, Çakır ve Küçükkocaoğlu (2018) çalışmasında yer alan tespitlerin kuramsal geri planının seçilmiş ülke örneklerini içerecek şekilde genişletilmesini ve halka arzlardaki dönemselliğin aracı kurum itibarlarındaki değişime etkisini araştırmaktadır. Kuramsal değerlendirme iki ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, halka arzın kısa ve uzun dönem performansında aracı kuruluş itibarının rolünü araştıran çalışmalara dair bir literatür değerlendirmesi yapılarak konuyla ilgili araştırmalar hakkında özlü bilgi verilmektedir. İkinci bölümde ise Borsa İstanbul'da 1993-2017 yılları arasında farklı dönemlerde gerçekleşen halka arzların performanslarında aracı kuruluş itibarının etkisi incelenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Aracı Kuruluş İtibarı, Halka Arz Performansı

**JEL Sınıflandırması:** G14, G24, G29

## THE IMPACT OF UNDERWRITER'S REPUTATION ON IPO 2: THEORETICAL EVALUATION ABSTRACT

The public offering process requires the active participation of the three main actors. These actors; issuers, underwriter and investors. Underwriters act as underwriter between the issuer and the investors and play an important role in the success of the public offering. This study investigates the extension of the theoretical

\* Makale gönderim tarihi: 10.04.2019, kabul tarihi: 16.07.2019.

Bu çalışma Dr.Nimet ÇAKIR'ın "Aracı Kuruluş itibarının Halka Arz Performansına Etkisi" isimli doktora tez çalışmasından üretilmiştir. Çalışmanın ilk bulguları Çakır ve Küçükkocaoğlu'nun (2018) çalışmasında tartışılmış olup, bu makale önceki çalışmalara göre gözden geçirilmiş ve genişletilmiş kuramsal çerçeveye yer vermekte, 1993-2017 yılları arasındaki dönemsellik etkisini incelemektedir.

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

\*\*\* Kocaeli Üniversitesi İİBF, hknkpc@gmail.com, orcid.org/0000-0003-0132-4034.

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

**Atıf:** Çakır, N., Kapucu, H. ve Küçükkocaoğlu, G. (2019). Halka arzda aracı kuruluş itibarının etkisi 2: kuramsal değerlendirme. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 21 (3), 778-808. <http://dx.doi.org/10.31460/mbdd.552092>.

background of the findings in the Çakır and Küçükkocaoğlu (2018) study to selected country examples and the effect of periodicity in public offerings on the changes in reputation of intermediary institutions. Theoretical evaluation consists of two main parts. In the first part, a literature review is made about the studies investigating the role of intermediary reputation in the short and long term performance of the public offering. In the second part, the effect of the reputation of the intermediary institution on the performances of the public offerings realized in Borsa İstanbul between 1993 and 2017 in different periods was examined.

**Keywords:** Underwriter Reputation, Public Offering Performance

**JEL Classification:** G14, G24, G29

## 1. GİRİŞ

Halka arz, şirketlerin sermaye sağlama yolları arasında en avantajlı yöntemlerden birisidir. Yoğun rekabet koşullarında varlığını sürdürmek ve gelişmek için çaba harcayan şirketler açısından halka açılma öz sermayesini güçlendirmenin yanı sıra tanınma ve itibar açısından da önemli katkı sağlayabilmektedir.

Bir şirketin halka arzdan arzu ettiği olumlu sonuçları alabilmesinde birbirini etkileyen bir dizi kararı en uygun koşulları gözeterek alması önem taşımaktadır. Bu süreçte şirket açısından önemli bir karar da halka arz öncesinden başlayarak kendisine yol gösterecek ve sorumluluklar üstlenecek aracı kuruluşun seçimidir. Aracı kuruluş seçimi hem aracı kuruluş için hem de şirket için iki yönlü bir meseledir; şirket için aracı kuruluşun itibarı, bir şirketin başarılı bir şekilde halka arzını belirleyen ana faktördür. Aracı kuruluş açısından ise başarılı bir halka arz gelecekteki arzlar için ona referans olacaktır.

Bir halka arz süreci, üç ana aktörün aktif olarak katılmasını gerektirir. Bu aktörler; ihraççı şirket, tek veya bir grup aracı kuruluş (halka arz ve pazarlama için) ve pay senedi satın almak isteyen kurumsal ve kurumsal olmayan yatırımcılardır. Her tarafın diğerlerine karşı belirli bir bilgi avantajı vardır ve aynı zamanda diğer önemli bilgilerden yoksundur. Bu asimetrik bilgi, halka arzın fiyatlandırılmasındaki temel faktördür. İlk defa halka arz edilen şirketler, yatırımcılara ihraç fiyatının şirketin piyasa değerinden yüksek olmadığına ilişkin güvenilir bir taahhüdü kendileri sağlayamazlar. Aracı kuruluşlar, ihraççı şirket ile yatırımcılar arasında aracı olarak hareket ederler ve şirketin değeri ile ilgili onaylama rolü ile asimetrik bilgi sorunun kalkmasında yardımcı olurlar. Yatırımcılar ise aracı kuruluşların itibar kaygısı ile iyi şirketlerin arzına aracılık edeceklerini düşünerek bunu olumlu bir sinyal olarak değerlendirmektedir.

Dolayısıyla halka arz süreci hem şirketler hem aracı kuruluşlar hem de yatırımcılar açısından birçok faktörün bir arada değerlendirilmesini gerektiren önemli bir süreçtir. Bu süreçte gerek şirketler gerekse aracı kuruluşlar ve yatırımcılar açısından göz önünde bulundurulması gereken faktörlere

ilişkin çok sayıda araştırma yapılmıştır. Araştırmaların önemli bir bölümü arz sürecinde ihraççı şirket ve aracı kuruluşun itibarına yönelik ölçüm ve değerlendirmelere ilişkindir.

İtibar, bir şirkete, paydaşlarının ekonomik tercihlerini etkilemesinin yanında örgütsel performansındaki farklılıklar yarattığı için sürdürülebilir rekabet avantajları sağlayan maddi değeri olmayan bir varlık olarak görülmektedir (Elsbach ve Kramer 1996). Şirketler, bu maddi olmayan duran varlıktan hem doğrudan, kendi rekabet avantajı kaynakları olarak hem de dolaylı olarak iştirakçilerin itibarı ile yararlanabilirler (Milgrom ve Roberts 1982). Rindova ve diğerleri (2005) ise itibarı, şirketlerin geçmişlerine başvurarak algılanan belirsizliği azaltma yeteneği olarak ifade etmektedir (Aktaran: Liotta, Giovanni 2015, 2).

Bu çalışmanın ilk bölümünde, halka arz sürecinde her üç taraf için de önemli olabilecek sonuçlar içeren bu araştırmalara ilişkin bir literatür taraması yapılmış; aracı kuruluş itibarı ve halka arz performansına etkisini hem ilgili taraflar (şirketler, aracı kuruluşlar ve yatırımcılar) hem de halka arzın kısa ve uzun dönem performansına etkisi açısından incelemelerine göre kümelenmiştir. İkinci bölümde ise aracı kuruluş itibarının halka arz performansına etkileri literatürdeki çerçevede ele alınmış ve somut örnekler üzerinden incelenmiştir. Aracı kuruluş itibarını ölçmek için Megginson-Weiss Sıralama Modeli, Carter-Manaster Sıralama Modeli ve Türkiye sermaye piyasası koşulları dikkate alınarak geliştirilen yeni bir model kullanılmıştır.

Türkiye’de bu konuda gerçekleştirilen sınırlı sayıda araştırma bulunmakta olup bu çalışmalarda araç kuruluş itibarının halka arz performansına etkisi kısa dönemde incelenmiştir. Mevcut literatür taramaları ise ABD’de yapılan çalışmalarla sınırlı kalmıştır. Bu çalışmada itibarın performans üzerindeki etkisi hem kısa ve uzun dönem hem de finansal kriz dönemleri açısından ele alınmıştır. Literatür taraması ise dünyada bu alanda yapılan çalışmaları kapsamaktadır. Halka arzların başarısında aracı kuruluş itibarının etkisini ortaya koyan çalışmanın alandaki bu eksiklikleri gidermek açısından önemli bir katkıda bulunacağı değerlendirilmektedir. Çalışma, sermaye piyasalarının gelişmesine ve sermaye piyasasında halka arz olacak şirketler açısından başarılı bir halka arzda doğru aracı kuruluşları seçmeleri; yatırımcılar açısından ise tasarruflarını değerlendirirken doğru sinyalleri alabilmeleri bakımından da katkıda bulunacaktır

## 2. LİTERATÜR

### 2.1. Aracı Kuruluş İtibarına Odaklanan Çalışmalar

Aracı kuruluşun itibarı, geçmişte yapılan halka arzların; sayısı ve boyutu, pazar payı, başarılı halka arz yüzdesi, pazarlama ağı gibi çeşitli faktörlere bağlıdır. Tüm bu faktörler halka arzın başarısını etkilemektedir. Aracı kuruluşların piyasadaki bilinirlikleri yatırımcıların halka arza yönelik algılarını

olumlu yönde etkilemektedir. Aracı kurumların aracılık ettiği halka arzlardaki yüksek talep, yatırımcıların güvenli yatırıma olan ilgisini gösterir. Bu nedenle, aracı kuruluşun itibarı ile halka arzın başarısı ilişkilendirilmektedir (Kattie ve Phani 2016, 44).

Chemmanur ve Fulghieri (1994), aracı kuruluşların itibar kazanımı için bir model geliştirmişlerdir. Çalışmalarında, aracı kuruluşların itibar kazanma yeteneğinin bilgi üretimindeki ahlaki risk sorununu hafiflettiğini ve itibarın, yatırım bankaları gibi aracılardan güvenilir bilgi üreticileri olarak görev yapmalarında önemli bir rol oynadığını tespit etmişlerdir. Yaptıkları deneysel çalışmalardan elde ettikleri sonuçlar özetle şöyledir:

*Aracı Kuruluş ve Asimetrik Bilgi:* Yüksek itibarlı 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. Halka arzın düşük fiyatlandırılmasında aracı kuruluş itibarının etkisi olduğu sonucu Logue (1973), Tınc (1988), Carter ve Manaster (1990)'ın sonuçları ile tutarlıdır.

*Aracı Kuruluş İtibarı ve Ücreti:* yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha fazla ücret talep ettiğini, bu nedenle düşük itibarlı 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 kuruluşların daha fazla olmasına rağmen, paylarını pazarlamayı kabul eden en itibarlı yatırım bankasının hizmetlerini kullanmayı tercih ettiklerini vurgulamışlardır.

Beatty ve Ritter (1986) ise aracı kuruluş itibarı ve ilk halka arzda düşük fiyatlandırma üzerine yaptıkları çalışmalarında iki sonuca varmışlardır. Birincisi, aracı kuruluş itibarının, halka arzda düşük fiyatlandırılmaya neden olmasıdır. Çünkü aracı kuruluşlar zaman içinde birçok halka arzın üstesinden gelmek zorunda kalacak ve böylelikle itibar kazanacak ve bu itibarla kazanç elde edebilecektir. İkincisi ise halka arzda doğru fiyatlandırma yapmayan aracı kuruluşlarının itibarlarını kaybetme riski altında olmalarıdır. Buna göre; bir yandan aracı kuruluş, arzı çok düşük fiyatla yaparsa, yatırımcılar açısından ortalama ilk getiri çok yüksek olacak fakat potansiyel ihraççılar bekledikleri geliri elde edemeyecekleri için başka bir aracı kuruluş arayacaktır. Diğer taraftan, aracı kuruluş arzı yeterince düşük fiyatlamazsa, yatırımcıların ihraca olan talebi azalacak ve sonraki halka arzlarda başka aracı kuruluşlarla iş yapmayı tercih edeceklerdir. Her iki durumda aracı kuruluş müşterileri kaybedecek ve pazar payı değişecektir.

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

Araştırmalara göre, aracı kuruluşların ihraççı şirketlerin değerini hesaplama ve geleceğini ön görme yetenekleri, vasıflarına ve tecrübelerine bağlı olarak değişmektedir. Yüksek itibarlı aracı kuruluşlar, ihraç olacak şirketleri değerlendirirken halka arz ve sonrasında da yatırımcıların ilgisini çekmeye devam edecek olanları seçebilmek için yöntemler kullanmaktadırlar. Halka arzda başarısız olacaklarını düşündükleri riskli şirketlerin arzından itibarlarını korumak amacıyla kaçınılmaktadırlar. Bu nedenle halka arz olacak şirketleri değerlendirirken daha katı yöntemler geliştirme eğilimi içindedirler (Chemmanur ve Fulghieri, 1994, 75; Michaely ve Shaw 1994, 282; Jain ve Kini 1999, 1304).

Yüksek itibarlı aracı kuruluşlar, halka arzlarda ayırt edici roller taşıdıklarının bilinci ile düşük itibarlı aracı kuruluşlara göre riski az, yapısı güçlü olan büyük şirketlerin ihracında aracılık yüklenim hizmeti vermektedirler (Johnson ve Miller 1988, 21; Tınc 1988, 792; Carter ve Manaster 1990, 1046; James 1992, 1876; Chemmanur ve Fulghieri 1994, 58; Nanda ve Yun 1997, 54; Carter ve diğerleri 1998, 294). Wang ve Yung (2011), yüksek itibara sahip aracı kuruluşların, büyük yatırımcı ağı ve yetenekleri sayesinde bilgi üretiminde avantajlı olduklarını iddia etmiştir. Bilgi üretmekteki avantajlarını ikincil piyasa oynaklığı kontrol etmekte kullanabilecekleri söylemiştir. Hanley (1993), fiyat güncellemesi ile düşük fiyatlandırma arasında pozitif bir ilişki bulunduğu çalışmasında, aracı kuruluşların ikincil piyasa oynaklığını kontrol etmede önemli bir rol oynadıklarını kaydetmiştir.

Aracı kuruluşlar, halka arz edilen şirketler için pazarlama, fiyatlandırma ve dağıtım hizmetleri sunmaktadırlar. Bu faaliyetlerini halka arz öncesi ve sonrasında gerçekleştirmektedirler. (Dong ve diğerleri 2011) aracı kuruluşların; halka arz promosyonu, piyasa yapıcılığı, fiyat istikrarı ve analistlerin kapsamındaki faaliyetlerinin pay senedi talebinin yükselmesine yardımcı olduğu ve aracı kuruluşun halka arzı pazarlamasının uzun vadeli fiyatı kısa vadeden daha fazla kaydıracağı sonucunu elde etmişlerdir. Huang ve Zhang (2011) pay pazarlamasını, payın talebini etkileyen etmenler olarak belirttiktedirler ve bu nedenle payın içsel değeri hakkında herhangi bir özel bilgi keşfetmeksizin

talebi ve payın bedelini etkileyen eylemler olarak tanımlamaktadırlar. Aracı kuruluşların, pazarlama ve bilgi üretimi birbirini dışlamadığını aksine ve pazarlamanın bilgi üretimi üzerine kurulduğunu belirtmektedirler. Pazarlama; halka arz için talebi, böylece satış sonrası pay senedi fiyatını ve birçok nedenden ötürü uzun vadeli performansı artıracaktır. Booth ve Chua (1996), aracı kuruluş pazarlama fonksiyonu, halka arz öncesi yatırımcıların bilincini artırarak halka arzın yatırımcı tabanının geliştirilebileceği; arz sonrasında daha iyi bir risk paylaşımı ve likidite ile daha yüksek bir denge piyasa fiyatı elde edilebileceği belirtmektedir. Gao ve Ritter (2010), pazarlamanın özellikle belirsizliği yüksek pay senetleri için yeni pay senedi talebini etkilediğini ifade etmişlerdir. Booth ve diğerleri (2011), bazı şirketlerin düşük fiyatlandırmayı azaltmak için yüksek itibarlı aracı kuruluşları tercih ederken, bazılarının ise potansiyel pazarlama avantajlarından yararlanmak için düşük itibarlı aracı kuruluşları seçerek daha fazla düşük fiyatlandırmayı tercih ettiklerini kaydetmektedir.

Halka arz piyasalarında aracı kuruluşların onaylama/ inceleme fonksiyonunun asimetrik bilgiyi azalttığı yönünde çalışmalar bulunmaktadır. Buna göre aracı kuruluşların onay ve incelemeleri, ihraççının sektörünün analizini ve ihraççı ile ilgili bilgilerin eksiksizliğini ve doğruluğunu incelemek için ihraççının yönetimi ile yapılan görüşmeleri içermektedir. İhraççı ile ilgili bilgiler ise mevcut mali durumu, gelecekteki finansal beklentileri ile bağımsız denetçilerin analiz ve görüşlerini içermektedir. Halka arz olan şirketin değeri şirkete ait özel bilgilerdir. Carter ve Manaster (1990)'a göre, 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 değerini belirleme konusunda tecrübelidirler (yani inceleme). Jo ve diğerleri (2007) yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha fazla paraya ve uzmanlığa sahip olmaları nedeniyle daha yüksek kalitede durum tespiti (izleme) yapabileceklerini iddia etmektedirler. Block ve Hoff (1999) ve Miller (2000), aracı kuruluşların, sunulan menkul kıymetlerle ilgili olarak yatırımcılara tam ve adil bir açıklama yapılmasını sağlamak, etkin ve şeffaf pazarları teşvik etmek ve olası davaları önlemek amacı ile inceleme yaptıklarını ileri sürmektedirler. (Beatty ve Ritter 1986) de yüksek itibarlı aracı kuruluşların itibarlarını korumak amacıyla daha kapsamlı inceleme yaptıklarını ve düşük itibarlı aracı kuruluşlara göre bu bilgiyi piyasaya daha doğru aktardıklarını kaydetmektedir.

Onaylama, aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen önemli bir işlemdir. Aracı kuruluşlar halka arza aracılığı kabul ettiklerinde pay senedinin kalitesini onaylamaktadırlar. Booth ve Smith (1986) aracı kuruluşun inceleme yeteneğinin, yüksek itibarlı aracı kuruluşlar tarafından piyasaya sunulan halka arzın üstün performansından sorumlu olabileceğini ileri sürmüşlerdir. 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 göstermektedir. 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 (Carter ve diğerleri 1998, Dong ve diğerleri 2001).

Aracı kuruluşlar, şirketin gerçek içsel değerini ortaya çıkaran bilgileri yayımlayarak yatırımcının önyargılarının azalmasına katkıda bulunmaktadır. Daniel ve ark. (1998), aracı kuruluşların bilgi üretiminin rolünün, zamanında geri bildirim sağlamak ve yatırımcının davranışsal önyargılarını (yani, özel bilgilere aşırı tepki) ve halka arz aşırı değerlemesini azaltmak olduğunu iddia etmişlerdir. Psikolojik çalışmalar, aşırı güvenilirlik gibi önyargıların, geribildirim ertelendiği ve belirsiz olduğu faaliyetlerde daha şiddetli olacağını göstermektedir. Halka arzda daha fazla belirsizlik olması durumunda aşırı değerlemenin azaltılmasında öncelikli bilgi üretiminin rolünün en önemli olduğunu beklenebileceğini belirtmişlerdir. Aşırı tepkinin, yatırımcının özel bilgilerinin doğruluğuna karşı aşırı güveninden kaynaklandığını ve bu aşırı değerlendirme daha sonra düzeldiğinde, aşırı değerli menkul kıymetlerin, uzun vadeli performansını kötü etkilediğini savunmaktadırlar.

## 2.2. Şirketler Açısından Aracı Kuruluş İtibarı İle İlgili Çalışmalar

Halka arz işleminde; ihraççı şirket, aracı kuruluş ve yatırımcı olmak üzere üç taraf bulunmaktadır. Her tarafın diğerlerine karşı belirli bir bilgi avantajı vardır ve aynı zamanda diğer önemli bilgilerden yoksundur. Taraflar arasındaki bu bilgi farklılığı; piyasa bilgisi bakımından aracı kuruluşla ihraççı, şirketin finansal durumu açısından ihraççı ile yatırımcılar arasında ve yatırımcılar ile diğer yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgiyi içermektedir.

Kalite Belirsizliği ve Piyasa Mekanizması (1970) başlıklı klasik makalesinde George Akerlof, ekonomide itibarın rolü için teorik bir temel oluşturmuştur. Akerlof'a göre sorunun temel nedeni, bir işlemdeki bir tarafın ürün veya hizmet hakkında karşı tarafa göre daha fazla veya daha iyi bilgiye sahip olabileceğini söylemenin bir yolu olan "asimetrik bilgi" dir. Asimetrik bilginin yeterince büyük olduğu durumlarda, bilgi dengesini düzeltmek için bir şey yapılmadığı sürece piyasalar patlama noktasına gelmeyecektir. 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, 7).

Megginson ve Weiss (1991) ise şirketlerin yatırımcılara oranla ihraç edilen şirketin nakit akışına ve değerine ilişkin farklı bilgi düzeylerine sahip olduğunu ve karlarını artırırken kayıp yaşamamak amacıyla bazı bilgileri gizleme veya açıklanmasını geciktirme yönünde bir eğilim gösterdiklerini kaydetmektedir. Halka arz edilmemiş şirketlerin işletme ve finansal istatistiklerine ilişkin tarihi veriler mevcut olsa bile bu veriler, yönetim kaliteleri hakkında fazla bilgiyi içermeyebilmekte veya anlamlı herhangi bir gösterge sunmayabilmektedir. Yatırımcılar açısından ihraç edilen şirketin yönetim kalitesi

önemli iken, şirketlerin bu bilgiyi direkt olarak kendilerinin pazarlama imkânları bulunmamaktadır. İlk defa halka arz edilen şirketler, yatırımcılara ihraç fiyatının şirketin piyasa değerinden yüksek olmadığına ilişkin güvenilir bir taahhüdü kendileri sağlayamamaktadırlar. Bu güveni sağlamak için halka arzın pazarlamasında aracı kuruluşların hizmetlerini kullanarak yatırımcılarla arasındaki bilgi asimetrisi problemini hafifletmiş olmaktadır (Bulut 2008, 80). Aracı kuruluşlar, şirketlerin *gerçek* değerinin belirlenmesinde önemli maliyetlerle karşılaşmaktadırlar ancak yine de yatırımcılara göre daha düşük maliyetle tahmin edebilmektedirler. Dolayısıyla, yatırımcılar aracı kuruluşa bu konuda güvenmek durumundadırlar (Tınc 1988, 798).

Finans piyasaları aracı kuruluşun halka arzdaki önemini başlıca iki nedene bağlamaktadır. Bunlardan ilki aracı kuruluşların belirsiz koşullar altında kaliteyi ayırt etme kabiliyetleri nedeniyle onaylama acentesi olarak kabul edilmeleridir Carter ve Manaster (1990). Aracı kuruluşların bu rolü, pay senedi arzında bulunan şirketler ve yatırımcılar arasındaki asimetric bilgi nedeniyle önem taşımaktadır (Beatty ve Ritter 1986, 216). İkinci neden ise aracı kuruluşların, menkul kıymet ihracı sırasında sunduğu hizmet ve aldığı sorumluluktur (Liu ve Ritter 2011, 588). İhraççı şirket ile yatırımcı arasında aracı olan aracı kuruluşlar, halka arzın başarılı olması için her iki tarafın beklentileri dikkate alarak dengeli hareket etmeleri gerekmektedir. Bu nedenle, doğru aracı kuruluşların seçimi şirket için bir zorluktur (Sahoo ve Rajip 2014, 2).

Şirketlerin ihraçlarında aracı kuruluş seçme eğilimlerine yönelik yapılan araştırmalar ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan ilki, ihraççı şirketin aracı kuruluş seçimini kendi şirketlerinin kriterlerine dayandırdıklarını ve ihtiyaçlarını karşılayan aracı kuruluşu seçtiklerini iddia etmektedir (Titman, Trueman 1986; Habib, Ljungqvist 2001). İkincisi ise Fernando ve diğerleri (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, 25).

Diğer yandan şirketler, halka arz için aracı kuruluşları seçerken; işlem hacmi, şube sayısı, müşteri sayısı ve teknik alt yapı kriterlerinin yanında geçmiş halka arz performanslarına bağlı olarak geliştirdikleri itibar sermayesini de dikkate almaktadır (Bulut 2008, 80).

### 2.3. Yatırımcılar Açısından Aracı Kuruluş İtibarı ile İlgili Çalışmalar

İlk halka arzda yatırımcılar ihraç olacak şirketle ilgili asimetric bilgi ile karşılaşmakta (Dunbar 2000, 7); taraflar arasındaki asimetric bilgi potansiyel yatırımcıların katılımını tehlikeye atmaktadır. Aracı kuruluşlar, ihraççı şirket ile yatırımcılar arasında şirketin değeri ile ilgili onaylama rolüyle asimetric bilgi sorununun kalkmasında yardımcı olmaktadır. Araştırmalar finansal faktörlerin yanı sıra aracı kuruluş itibarının halka arzın başarısında önemli bir etkisi olduğunu göstermektedir.



İtibarlı bir aracı kuruluşun varlığı, halka arz edilecek şirketin gelecek nakit akışlarıyla ilgili belirsizliği azaltmak ve dolayısıyla fiyatlamayı düşük tutmak için etkili bir araç görevi yapmaktadır. Bu nedenle bir arza liderlik eden aracı kuruluş tarafından sahip olunan tecrübe ve tecrübe miktarı, halka arz süreci boyunca yatırım camiası gibi kritik üçüncü taraflara güçlü bir güven sağlamaktadır (Razafindrabinina ve Kwan 2013, 201).

Aracı kuruluşlar gerek aracılık işlemleri gerekse geçmiş halka arz işlemlerine bağlı olarak bir itibar geliştirmektedir. Geliştirdikleri itibar sermayesinin bir sonucu olarak da piyasalarında güvenilir bilgi üreticileri olarak görülmekte ve şirketler ile yatırımcılar arasında var olan asimetrik bilgi problemini hafifleterek halka arz piyasalarında güvenilir bir onaylama rolü taşımaktadırlar (Nanda ve Yun 1997, 43). Yatırımcılar ihraççılardan, yatırım yaparken kendileri için bir teminat görevi gören itibarlı bir aracı kuruluşu kullanmasını beklemekte; aracı kuruluşların da itibar kaygısı ile iyi şirketlerin arzına aracılık edeceklerini düşünerek bunu olumlu bir sinyal olarak değerlendirmektedir (Razafindrabinina ve Kwan 2013, 201). Nanda ve Yun (1997) da aracı kuruluş itibarının, halka arzın kalitesi hakkında yatırımcıya bilgi verdiğini, yatırımcıların, halka arz fiyatının belirlenmesinde asıl sorumluluğun aracı kuruluşa olduğuna inandıklarını belirtmiştir.

#### **2.4. Aracı Kuruluş İtibarının Halka Arzın Kısa Dönem Performansına Etkisi İle İlgili Çalışmalar<sup>1</sup>**

Aracı kuruluş itibarı ve ilk halka arzda düşük fiyatlandırma arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalara 1970'li yılların başında rastlanmaktadır. 1970-1990 yılları arasında yapılan çalışmalarda, itibarlı aracı kuruluşlar tarafından yönetilen halka arzlarda, -itibarlı olmayan aracı kuruluşların yönettiği arzlara göre- daha az düşük fiyatlandırma yapıldığı belirlenmiştir (Örneğin; McDonald ve Fisher 1972; Logue 1973; Neuberger ve Hammond 1974; Neuberger ve La Chapella 1983; Beatty ve Ritter 1986).

Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasındaki ilişki 1990 ve sonrasında 1980 ve önceki döneme göre değişim göstermiş ve itibarlı aracı kuruluşların daha fazla düşük fiyatlandırma yaptığı tespit edilmiştir (Cooney ve diğerleri 2001). Beatty ve Welch (1996) bu değişimi ekonomik koşullardaki davranış değişikliğine bağlamıştır.

Loughran ve Ritter (2002) 1990'lı yıllarda yüksek itibarlı aracı kuruluşlar tarafından yapılan halka arzlarda (%14,8) artışı, “değişen kompozisyon” ve “acente” hipotezleri ile açıklamaya çalışmışlardır. Loughran ve Ritter (2004) bu değişimi; şirketin değişen risk özelliği, teşviklerdeki değişim ile arz olan şirketin değişen hedef fonksiyonu açıklamışlardır. Dolvin (2005) ise aracı kuruluş ile düşük fiyatlandırma arasında 1990'lı yıllarda değişen ilişkinin nedenini arz şirketinin hedef fonksiyonundaki

<sup>1</sup> Aracı kuruluş itibarının halka arzdaki etkisi ile ilgili araştırmaların literatür sonuçları tablo halinde Ek 1'de verilmiştir.

değişimin bir sonucu olabileceğini iddia etmiştir. Yüksek itibarlı aracı kuruluşların halka arzın kalitesini onaylama rolü ile düşük fiyatlandırmayı daha az yaptıklarını tespit etmiştir. Çalışmasında, pazar payının da düşük fiyatlandırma üzerinde etkisinin olduğunu gösteren sonuçlar elde etmiştir. Yüksek itibarlı aracı kuruluşlar arasında pazar payı yüksek olanların, pazar payı düşük olanlara oranla daha fazla düşük fiyatlandırma yaptıklarını kaydetmiştir. Kırkulak ve Davis (2005), Japonya’da 1998-2002 yılları arasında gerçekleşen 687 halka arzda aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma açısından inceledikleri çalışmada, yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha fazla düşük fiyatlandırma yaptığı sonucunu elde etmişlerdir. Bu sonucu aracı kuruluşların yatırımcıları tercih etmesine dayandırmışlardır.

Wang ve diğerleri (2003), Çin’de 1990-2001 yılları arasında gerçekleşen 944 halka arzın kısa ve uzun dönem performansında aracı kuruluş itibarının etkisini incelemişlerdir. Çalışmalarında, yukarıdaki pozitif ilişkinin aksine, ilkgün getirisi ile aracı kuruluş arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Analizlerini on günlük bir pencereye genişlettiklerinde, kümülatif getirilerin ilk işlem gününden kısa bir süre sonra negatif olduğunu hesaplamışlardır. Ancak, bu düşüşün yüksek itibarlı aracı kuruluşların yönettikleri arzlar için daha az şiddetli olduğunu bulmuşlardır. İtibarı yüksek aracı kuruluşların piyasayı dengelemek için daha fazla çaba sarf ettikleri sonucuna varmışlardır.

Carter ve Manaster (1990) ilk halka arzda düşük riskli şirketlerin kendilerini yüksek riskli şirketlerden ayırt etmek için yüksek itibarlı aracı kuruluşları tercih ettiklerini tespit etmişlerdir. Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasında önemli negatif bir ilişki tespit etmişler, ayrıca, itibar ile halka arz fiyat artışının büyüklüğü arasında anlamlı ve negatif bir ilişki bulmuşlardır. Bu iddialarını test etmek için Rock (1986)’ın ilk halka arzda düşük fiyatlandırma modelini geliştirmişler; çalışmalarında, düşük riskli şirketlerin yüksek itibarlı aracı kuruluşları tercih ettiklerinde ihraç fiyatının daha az düşük fiyatlandırıldığı ile ilgili sonuçlar elde etmişlerdir.

Logue ve diğerleri (2002), düşük itibarlı aracı kuruluşların, yüksek itibarlı kuruluşlara göre daha fazla düşük fiyatlandırma yaptıklarını, ayrıca yüksek itibarlı aracı kuruluşların halka arz sürecinde fiyatları yukarı doğru ayarlama ihtimalinin daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Bu durumun, aracı kuruluş itibarının halka arz öncesi aracı kuruluş faaliyetlerini kolaylaştırdığını ortaya koymuşlardır. İtibarın, aracı kuruluşun halka arz öncesi faaliyetlerinde etkili olmasını sağlayarak ihraççıların etkin bilgi ve kontrol problemlerinin çözümünde faydalı olabileceğini vurgulamışlardır.

Walker (2008), 1995-2002 yılları arasında 25 ülkede<sup>2</sup> aile kontrolü ile yönetilen 5789 şirketin halka arzında düşük fiyatlandırma ve aracı kuruluş itibarı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmasında, aile

<sup>2</sup> Arjantin, Almanya, Avustralya, Avusturya, ABD, Belçika, Güney Kore, Kanada, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, Hong Kong, İtalya, İngiltere, İspanya, İsveç, İsviçre Japonya, Meksika, Norveç, Portekiz, Singapur, Yeni Zellanda, Yunanistan.

kontrolünde olan şirketlerin yüksek olduğu ABD dışındaki ülkelerdeki halka arzlarda, itibarlı aracı kuruluşların seçilmesinden büyük ölçüde yarar sağlandığını iddia etmektedir. Araştırmacı, bu aracı kuruluşların dünya çapında müşterine ağına sahip ve IPO değerlemesinde deneyimlerinin oldukça iyi olduğunu bu nedenle, ihraççıların masaya daha az para bırakmalarına yardımcı olduklarını söylemiştir. Elde ettiği bulgulara dayanarak ABD dışındaki şirketlerin ilk halka arzlarının itibarlı aracı kuruluşlar tarafından yapıldığında düşük fiyatlandırmadan gerçekten faydalandıklarını söylemektedir. Ayrıca, aile kontrolünün yüksek olduğu şirketlerin bulunduğu ülkelerdeki halka arzların özellikle itibarlı aracı kuruluşlarıyla olan birliktelikten faydalandığını belirtmektedir. Başka bir deyişle düşük fiyatlandırma ile aracı kuruluş itibarı arasında negatif bir ilişki olduğunu belgelemiştir.

Türkiye’de 1993-1999 yılları arasında gerçekleşen 118 halka arzı, düşük fiyatlandırma ve aracı kuruluş itibarı açısından inceleyen Güner ve diğerleri (2000), aracı kuruluş itibarını ölçmek için gelişmiş piyasalarda kullanılan modellerin dışında bir model geliştirmişlerdir. Çalışmalarında ABD’deki halka arzların aksine, ilk gün getirisi ile aracı kuruluş itibarı arasındaki ilişkinin İMKB’de oldukça karmaşık olduğunu iddia etmişlerdir. Yatırımcıların halka arz olan şirket ile arzı gerçekleştirecek aracı kuruluşun aynı şirkete ait olmasına güven duymadıklarını ve daha fazla düşük fiyat beklentisi içine girdiklerini tespit etmişlerdir.

### **2.5. Aracı Kuruluş İtibarının Halka Arzın Uzun Dönem Performansına Etkisi İle İlgili Çalışmalar<sup>3</sup>**

Uluslararası piyasalarda pay senetlerinin uzun dönemli getirilerini inceleyen çalışmalarda farklı sonuçlar gözlenmektedir. Bazı piyasalarda pay senetlerinin uzun dönemli getirileri negatif ve düşük iken (Ritter 1991; Loughran ve Ritter 1995) bazı piyasalarda getiriler pozitif ve yüksek (Wang ve diğerleri 2003; Dunbar 2000) getiriler elde edilmektedir. 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, diğer şirketlerin genel olarak düşük bir performans göstermediği sonucunu elde etmişlerdir (Aktaran: Dong ve diğerleri 2011, 219). Dunbar (2000), iyi durumda olan şirketlerin halka arzında, uzun dönemde de pozitif getiri elde ettiğini belirlemiştir. Ayrıca, halka arzda düşük fiyatlanan payların uzun dönemde pozitif getiri, bunun aksine yüksek fiyatlandırılan payların ise uzun dönemde negatif getirdiğini saptamıştır. Mohammed Omran (2005), Mısır’da 1994-98 yılları arasında 53 halka arzın uzun vadeli performansını incelemiştir. Çalışmasında birinci yılın sonunda anormal getiri (%41) bulurken üçüncü ve beşinci yıllarda getirinin negatif olduğunu tespit etmiştir. Bu sonucu yatırımcıların kısa vadede iyimser düşünürken uzun vadede şirketlerle ilgili bilgiler arttıkça kötümser düşünmelerine bağlamıştır.

<sup>3</sup> Aracı kuruluş itibarının halka arzdaki etkisi ile ilgili araştırmaların literatür sonuçları tablo halinde Ek 1’de verilmiştir.

Georgen ve diğerleri (2007), İngiltere’de 1991-95 yılları arasında 252 halka arzın uzun dönem performansını incelemişlerdir. Çalışmalarında, halka arzların uzun vadeli düşük performansını açıklayan bazı yeni değişkenler bulmuşlardır. Bir şirketin kalitesinin halka arz sonrası performansı üzerinde önemli derecede olumlu bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Halka arz sonrası ajans maliyetleri ile uzun vadeli performans arasında negatif bir bağlantı bulmuşlardır. Daha da önemlisi, bir firmanın çokulusluluk derecesinin uzun vadeli pay senedi getirisi üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu belgelemişlerdir. Ayrıca, küçük şirketlerin büyük şirketlerden yalnızca uzun vadeli performansları açısından değil, uzun vadeli performanslarını etkileyen özellikler açısından da farklılaştığını belirtmişlerdir.

Carter ve diğerleri (1998), 1979-1991 yılları arasında gerçekleşen 2292 halka arzın uzun dönem performansını incelemişlerdir. Aracı kuruluş itibarı ve uzun dönem performansını içeren araştırmalarının sonucunda aracı kuruluş itibarının halka arzların uzun dönemli performansları üzerinde pozitif etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Jain ve Kini (1999) yüksek itibarlı aracı kuruluşların yaptıkları halka arzların 3 ve 5 yıllık uzun dönemde daha iyi performans gösterdiklerini tespit etmişlerdir. Ayrıca yüksek itibarlı aracı kuruluşların şirketlere daha iyi danışmanlık hizmeti sundukları hipotezi ve halka arz piyasalarındaki üçüncü parti izleme ve yönlendirme etkisi hipotezlerini kanıtlayan sonuçlar elde etmişlerdir. Dong, Michel ve Pandes (2011) yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha iyi uzun vadeli performansa sahip olduğunu ve aracı kuruluş itibarının uzun vadeli performans üzerine etkisinin belirsizliği yüksek olan halka arzlarda yoğunlaştığını belirlemişlerdir.

Michaley ve Shaw (1994) halka arzların uzun dönem performansına ilişkin kabul görmüş bir teori olmadığını belirtmişlerdir. Onlara göre 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 uzun dönemde daha iyi performans sergilediğini iddia etmişlerdir. Su ve Bangassa (2011), 2001–2008 döneminde Çin borsalarındaki 590 halka arzın uzun dönem performansını incelemişlerdir. Olay-zaman bazında piyasa kıyaslamasına göre uzun vadeli düşük performans sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte, takvim-zaman yaklaşımı kullanıldığında, halka arzların gözlenen uzun vadeli düşük performansları ortadan kalkmıştır. Aracı kuruluş itibarının halka arzın kısa dönem performansında önemli bir rol oynamadığını tespit etmişlerdir. Bunu devletin bürokratik kontrolü nedeni ile aracı kuruluşların onaylama etkisini azaltmasına bağlamışlardır. Halka arzın uzun döneminde ise itibarlı aracı kuruluşların gerçekleştirdiği halka arzlarda negatif getirinin daha az olduğunu tespit etmişlerdir.

Logue ve diğerleri (2002), 1988-1995 yıllarında halka arz olan 3753 şirketin, 1, 3 ve 6 aylık ile 1-3 yıllık performanslarını incelemişlerdir. Aracı kuruluş faaliyetlerini önceki deneysel çalışmalardan

farklı olarak, ardışık, entegre bir faktör olarak değerlendirmişlerdir. Ayrıca,- aracı kuruluş itibarı 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. Çalışmalarında, 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 itibarı ve ihraç tarihindeki yatırımcı getirileri arasında negatif, uzun vadeli getiriler ile aracı kuruluş itibarı arasındaki pozitif bir ilişki olduğunu bildiren daha önceki çalışmalardan farklıdır.

Wang ve diğerleri (2003), Çin’de 1990-2001 yılları arasında gerçekleşen 944 halka arzın uzun dönem getirileri ile aracı kuruluş itibarı arasındaki ilişkiyi gelişmiş piyasalarda elde edilen sonuçların aksine pozitif bulmuşlardır. Yüksek itibara sahip aracı kuruluşların, pay senedini ihraç eden şirketleri daha iyi analiz etme yeteneğine sahip olduklarını ya da kaliteli şirketlerin yüksek itibarlı aracı kuruluşları tercih ettiğini belirlemişlerdir. Dolayısıyla yüksek itibarlı aracı kuruluşların bu özelliklerinden dolayı halka arzın uzun dönemdeki performansının daha iyi olduğunu kaydetmişlerdir. Ayrıca, işletme performansının çeşitli muhasebe önlemleri açısından, daha iyi itibara sahip aracı kuruluşları tercih eden şirketler için borsada işlem görmeden önce ve sonra daha iyi olduğuna dair kanıtlar elde etmişlerdir. Genel olarak, elde ettikleri sonuçların, halka arzın performansı ile aracı kuruluş itibarı arasında pozitif ilişki olduğunu gösterdiğini belirtmişlerdir.

Çakır ve Küçükkoçoğlu (2018), Türkiye’de 1993-2017 yılları arasında 336 halka arzın kısa ve uzun dönem performansını incelemiş; aracı kuruluş itibarı ile halka arzın kısa ve uzun dönem getirisi arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. İtibarlı aracı kuruluşların yönettikleri halka arzların uzun dönemde elde ettiği getirinin düşük itibarlı aracı kuruluşlara oranla yüksek bulmuşlardır. Bunu yüksek itibarlı aracı kuruluşların ihraç olacak şirketleri inceleme ve değerlendirme yeteneklerinden kaynaklandığını belirlemişlerdir.

### **3. VERİ SETİ VE YÖNTEM**

#### **3.1. Örneklem**

BİST’de Ocak 1993 ile Aralık 2017 tarihleri arasında 336 halka arz gerçekleşmiş olup bunlardan 31 tanesi şirket ile ilgili verilerdeki eksiklikler nedeniyle inceleme dışı bırakılmış, 305 halka arza ilişkin veriler incelenmiştir. İlgili dönemlerde yaşanan finansal krizler de dikkate alınarak; 1993-2000, 2000-2009 ve 2010-2017 yılları ayrı ayrı analiz edilmiştir Halka arz karakteristiklerine ilişkin veriler; BİST yayımlanan 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.

### 3.2. Değişkenler

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 olmadığını ise Durbin-Watson ile test edilmiştir. Hata varyanslarının eş dağılıp dağılmadığı test etmek için White testi uygulanmıştır.

**Aracı kuruluş itibarını** ölçmek için Carter-Manaster (1990) ve Megginson-Weiss (1991) sıralama yöntemleri kullanılmıştır. Carter-Manaster (1990) sıralamasında aracı kuruluşlar halka arz ilanında ki sıralamasına göre 0 ile 9 arasında değerler verilmektedir. 9 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. Megginson-Weiss (1991), itibar sıralaması 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. Çalışmada aracı kuruluş itibarı için yeni bir model oluşturulmuştur. Bu yöntemde itibar sıralamasında; konsorsiyum üyelerinin her birine 0,5 puan, aldıkları sorumluluk ve yükümlülükler göz önüne alınarak eş liderlere 1 puan verilmiş bunların toplamı lidere yüklenmiştir.

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

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

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

$$PG = \frac{I_T - I_{T-1}}{I_{T-1}}$$

**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.

$$\text{Kümülatif Anormal Getiri (CAR) verileri : } CAR_{i,pm} = \sum_{t=1}^{36} AR_{i,pm}$$

$$\text{Satın al elde tut yöntemi (Buy-Hold-Return, BHR verileri: } BHR = \prod_{T=1}^{60} (1 + G_i)$$

**Şirketin yaşı:** Halka arz tarihi itibarıyla şirketin yaşını ifade etmektedir.

**Sermaye:** Halka arzdan önceki yıldaki şirketin ödenmiş sermayesinin defter değerini ifade etmektedir.

### 3.3. Bulgular

Çalışmada birden fazla bağımsız değişken bulunması nedeniyle çoklu regresyon modeli kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler en küçük kareler yöntemi ile %90 güven aralığında tespit edilmiştir. EKK yöntemi, yapılacak olan ekonometrik analizdeki bazı varsayımlara sahip olması durumunda güvenilir tahminler verdiğinden dolayı bu çalışmada tercih edilmiştir.

EKK yönteminin kullanıldığı regresyon modelinin bağımsız değişkenleri; aracı kuruluş itibarı, halka arz karakteristikleri, halka arz olan şirket karakteristikleri ve piyasa karakteristikleri olup bağımlı değişkenler ise kısa dönem, otuzaltı aylık ve altmış aylık getirilerdir. Araştırmanın testleri, %90, %95 ve %99 güven aralığı düzeyinde uygulanmıştır. Modelin kısa dönem için genel denklemi aşağıda verilmiştir.

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

**Tablo 1. Aracı Kuruluş İtibarının Halka Arzın Kısa Dönem Performansına Etkisi (1993-2000)**

N=164	DENKLEM 1	DENKLEM 2	DENKLEM 3	DENKLEM 4	DENKLEM 5	DENKLEM 6
KATSAYI	-2.55*** (-10.19)	0.32** (2.54)	0.13*** (5.34)	-0.043 (-0.59)	0.276** (2.00)	0.092*** (3.04)
CM	0.037 (1.47)			0.014* (1.52)		
MV		0.056* (1.70)			0.05* (1.48)	
KC			-0.04*** (-2.77)			-0.04*** (-2.54)
PIYASA				0.566*** (2.72)	0.227 (0.68)	0.509*** (2.45)
f-istatistik	1.270	2.898	7.692	4.813	1.671	6.988
ADJ R <sup>2</sup>	<b>0.001</b>	<b>0.02</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.01</b>	<b>0.07</b>

Tablo 1, 1993-2000 yılları arasında ihraç olan 164 halka arzın ilk gün getirisi üzerinde aracı kuruluş itibarı ve diğer bağımsız değişkenlerin etkisinin olup olmadığı incelenmiştir. Aracı kuruluş itibarı üç sıralama yöntemine göre ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Buna göre KC modeli tek başına halka arzın ilk gün getirisine etkisi %4, MW %2 olarak tespit edilmiştir. İtibar, piyasa bağımsız değişkeni ile denkleme eklendiğinde KC %7, CM% 4 ve MW %1 oranında ilk gün getirisini etkilediği görülmüştür.

**Tablo 2. Aracı Kuruluş İtibarının Halka Arzın Kısa Dönem Performansına Etkisi (2001-2009)**

N=52	DENKLEM 1	DENKLEM 2	DENKLEM 3	DENKLEM 4	DENKLEM 5	DENKLEM 6
KATSAYI	-3.02*** (-4.28)	0.049*** (3.02)	0.03* (1.66)	0.08 (1.45)	-2.80*** (-15.07)	-2.59*** (-12.53)
CM	0.137 (0.38)			-0.01 (-0.52)		
MV		0.152*** (2.03)			-0.07 (-0.41)	
KC			0.002* (1.57)			-0.14** (-1.66)
SERMAYE				3.25** (2.38)	3.58 (1.17)	2.30** (1.63)
f-istatistik	0.143	4.122	2.194	2.834	1.544	2.846
ADJ R <sup>2</sup>	<b>-0.018</b>	<b>0.05</b>	<b>0.02</b>	<b>0.06</b>	<b>0.02</b>	<b>0.07</b>

Tablo 2, 2001-2009 yılları arasında ihraç olan 52 halka arzın ilk gün getirisi üzerinde aracı kuruluş itibarı ve diğer bağımsız değişkenlerin etkisinin olup olmadığı incelenmiştir. Aracı kuruluş itibarı üç sıralama yöntemine göre ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Buna göre KC modeli tek başına halka arzın ilk gün getirisine etkisi %2, MW %5 olarak tespit edilmiştir. İtibar, sermaye bağımsız değişkeni ile denkleme eklendiğinde KC %7, CM% 6 ve MW %2 oranında ilk gün getirisini etkilediği görülmüştür.

**Tablo 3. Aracı Kuruluş İtibarının Halka Arzın Kısa Dönem Performansına Etkisi (2010-2017)**

N=89	DENKLEM 1	DENKLEM 2	DENKLEM 3	DENKLEM 4	DENKLEM 5	DENKLEM 6
KATSAYI	-0.01 (-0.29)	0.04** (2.52)	0.08*** (2.53)	-0.04 (-1.12)	0.00 (0.02)	0.04 (1.17)
CM	0.001 (1.37)			0.004 (1.26)		
MV		-0.107 (-1.32)			-0.13* (-1.64)	
KC			-0.03** (-1.96)			-0.03** (-2.11)
YAS				0.02* (1.77)	0.003** (2.10)	0.003** (2.01)
f-istatistik	1.890	1.738	3.863	2.533	3.11	4.022
ADJ R <sup>2</sup>	<b>0.01</b>	<b>0.008</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.04</b>	<b>0.06</b>

Tablo 3, 2010-2017 yılları arasında ihraç olan 89 halka arzın ilk gün getirisi üzerinde aracı kuruluş itibarı ve diğer bağımsız değişkenlerin etkisinin olup olmadığı incelenmiştir. Aracı kuruluş itibarı üç sıralama yöntemine göre ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Buna göre KC modeli tek başına halka arzın ilk gün getirisine etkisi %3 tespit edilmiştir. Carter-Manaster ve Megginson-Weiss sıralama modelleri ilk gün getirisini açıklayamamıştır. İtibar, sermaye bağımsız değişkeni ile denkleme eklendiğinde KC %6, CM% 3 ve MW %4 oranında ilk gün getirisini etkilediği görülmüştür.

1993-2017 yılları arasında; 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. Bu dönemde gerçekleşen halka arzların performansında aracı kuruluş itibarının yanında piyasa getirisinin etkin olma nedeni endeksin düşmemiş ve işlem hacminin artması olarak



yorumlanmaktadır. 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. Bu dönemde iki krizin yaşanmasının etkisi ile yatırımcının ağırlıklı olarak aracı kuruluş itibarının yanı sıra ihraç olan şirketlerin sermayesine de dikkate aldığı ve kararında bunların etkili olduğu görülmektedir.

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. 2010-2017 yılları arasında gerçekleşen halka arzların kısa dönem performansında yatırımcıların aracı kuruluşların yüksek itibarlı olmasının yanında halka arz olan şirketlerin yaşlarına odaklandığı dikkat çekmektedir.

Aracı kuruluş itibarı ile halka arzın ilk gün getirisi arasında pozitif bir ilişki tespit edilen bu çalışmada elde edilen sonuçlar, Kırkulak ve Davis (2005), Chen ve diğerleri (2014), Loughran ve Ritter (2002 ve 2004), Jelic ve diğerleri (2001) elde ettiği bulgularla uyumludur.

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 gelişmiş piyasalarda hem şirketlerin halka arz sayıları hem de elde edilen hasılatın gelişmekte olan ülkelerden oldukça fazla olması modellerin sağlıklı olarak uygulanmasını engellemektedir. BİST’de ise 25 yılda (1993-2017) gerçekleşen halka arz sayısı 336 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 dayanmakta olmalıdır. 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 305 halka arzın %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.

1993-2012 yılları arasında gerçekleşen 272 halka arzın uzun dönem getirisinde aracı kuruluş itibarının etkisinin olup olmadığı incelemek için 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 hesaplanmış ve itibarlara göre halka arz getirileri karşılaştırılmıştır.

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

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

**Tablo 4. Arası Kuruluş İtibarının Halka Arzın Uzun Dönem Getirisine Etkisi (1993-2000)**

	DENKLEM 1		DENKLEM 2		DENKLEM 3		DENKLEM 4		DENKLEM 5		DENKLEM 6	
	36 ay	60 ay	36 ay	60 ay	36 ay	60 ay	36 ay	60 ay	36 ay	60 ay	36 ay	60 ay
KAT SAYI	-0.01 (-0.29)	4.93*** (4.87)	0.04** (2.52)	5.57*** (19.94)	0.08*** (2.53)	7.07*** (18.20)	-0.04 (-1.12)	5.47** * (5.67)	0.00 (0.02)	6.03*** (21.39)	0.04 (1.17)	7.14*** (18.95)
CM	0.001 (1.37)	0.32 (0.62)					0.004 (1.26)	0.28 (0.56)				
MV			-0.107 (-1.32)	-0.26 (-0.72)					-0.13* (-1.64)	-0.30 (-0.88)		
KC					-0.03** (-1.96)	0.50*** (-5.24)					-0.03** (-2.11)	-0.41*** (-4.27)
SER MAY E							0.02* (1.77)	-0.39** * (-4.59)	0.003** (2.10)	-0.34*** (-4.65)	0.003** (2.01)	-0.25*** (-3.54)
f- istati stik	1.890	0.39	1.738	0.52	3.86	27.54	2.53	10.76	3.11	11.13	4.022	20.95
ADJ R <sup>2</sup>	0.01	-0.003	0.008	-0.002	0.03	0.13	0.03	0.10	0.04	0.10	0.06	0.18

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

Halka arzın uzun dönem performansında aracı kuruluş itibarının etkisinin olup olmadığının tespiti için hipotezler oluşturulmuştur. Aracı kuruluş itibarı üç yöntemle incelemeye tabi tutulmuştur. Çalışmada önerilen modelle, 1993-2000 yılları arasında itibarların halka arzın otuzaltı aylık getirisine tek başına etkisi %3 olarak hesaplanırken altmış aylık getirilerde %13 olarak tespit edilmiştir. İtibar ve sermaye bağımsız değişkenleri ile birlikte regresyona tabi tutulduğunda; Carter-Manaster %3, Megginson-Weiss %4 oranında otuzaltı aylık getirisine etki ettiği tespit edilmiştir. Çalışmanın önerdiği model %6 ile diğer yöntemlere göre otuzaltı aylık getiriyi daha fazla açıklamaktadır. Altmış aylık getirilerde ise sermaye bağımsız değişkeni ile birlikte aracı kuruluş itibarı; Carter-Manster %10,

Meggison-Weiss %6 ve çalışmadaki model %18 oranında halka arzın uzun dönem getirisini açıklamıştır.

**Tablo 5. Arası Kuruluş İtibarının Halka Arzın Uzun Dönem Getirisine Etkisi (2001-2009 ve 2010-2012)**

	DENKLEM 1		DENKLEM 2		DENKLEM 3		DENKLEM 1		DENKLEM 2		DENKLEM 3	
	36 ay	60 ay	36 ay	60 ay	36 ay	60 ay	36 ay	60 ay	36 ay	60 ay	36 ay	60 ay
<i>KAT SAYI</i>	-0.19 (-0.43)	1.69*** (5.80)	0.13 (0.65)	0.41** (2.32)	-0.15 (0.55)	0.009 (0.08)	1.05 (0.98)	0.99*** (4.63)	0.29** (2.20)	0.24*** (-3.59)	0.88** (1.64)	-0.14 (-1.36)
<i>CM</i>	-0.07 (1.12)	-0.01 (1.50)					-0.50 (-0.82)	-0.03 (-0.29)				
<i>MV</i>			1.23 (1.34)	0.09* (1.63)					0.73 (0.86)	0.94 (2.16)		
<i>KC</i>					0.045* * (1.89)	0.013* (1.59)					-0.53* (1.63)	-0.03 (-0.46)
<i>f-istatistik</i>	1.27	2.26	1.80	2.63	3.57	2.45	0.68	0.08	0.75	4.69	2.65	0.21
<i>ADJ R<sup>2</sup></i>	0.008	0.02	0.02	0.05	0.07	0.03	-0.005	-0.015	-0.004	0.06	0.03	-0.015

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

Halka arzın uzun dönem performansında aracı kuruluş itibarının etkisinin olup olmadığının tespiti için hipotezler oluşturulmuştur. Aracı kuruluş itibarı üç yöntemle incelemeye tabi tutulmuştur. 2001-2009 yılları arasında itibarların halka arzın otuzaltı aylık getirisine tek başına etkisi; Çalışmada önerilen modelle, %7 olarak hesaplanırken altmış aylık getirilerde %3 olarak tespit edilmiştir. Diğer sıralama modelleri anlamlı sonuçlar vermemiştir. 2010-2012 yılları arasında gerçekleşen halka arzların otuzaltı aylık getirilerinde çalışmadaki modelde aracı kuruluş itibar sıralamasının etkisi %3 oranındadır. İlgili dönemde halka arzın altmış aylık getirilerde aracı kuruluş itibarının etkisi saptanmamıştır.

Bu çalışmada, BİST’de 1993-2012 yılları arasında yapılan halka arzın uzun dönem performansları, 3 yıllık kümülatif anormal getiriler yöntemi CAR ve 5 yıllık birleşik getiri BHR yöntemi ile incelenmiştir. Gelişmiş piyasalarda halka arzın uzun dönem performansında negatif sonuçlar elde edilmiş (örneğin, Carter ve diğerleri 1998; Jain ve Kini 1999; Omran 2005; Su ve Bangassa 2011) olmasına rağmen BİST’de uzun dönemde pozitif getiriler elde edilmiştir. Elde edilen bu sonuç, Wang ve diğerleri (2003), Georgen ve diğerleri (2007) Jelic ve diğerleri (2001) bulguları ile tutarlıdır.

#### 4. SONUÇ

Halka arz sürecinde aracı kuruluş itibarının çeşitli açılardan incelendiği çok sayıda araştırma bulunmaktadır. Bu araştırmaların önemli bölümü gelişmiş piyasalardaki veriler incelenerek gerçekleştirilmiştir. Aracı kuruluş itibarını değerlendirmek için kullanılan yöntemlerin ağırlıklı olarak

gelişmiş piyasalara özgü koşullar dikkate alınarak geliştirildiği görülmektedir. Bu da aynı modellerin gelişmekte olan piyasalar için bire bir uygulanmasının doğru olmayacağını, gelişmekte olan piyasaların koşullarına özgü modellerin geliştirilmesi ve bu piyasalarla ilgili araştırmaların çoğaltılması gerektiğini göstermektedir. Çünkü gelişmiş piyasalarda hem şirket hem aracı kurumlar hem de yatırımcılar açısından kurallar, gelenekler olgunlaşmış, piyasa düzenleyici olarak ilgili kurumlar gerekli mevzuatı geliştirmiştir.

Çalışmadan elde edilen diğer bir sonuç da itibarlı aracı kuruluşların ilk halka arzda düşük itibarlı aracı kuruluşlara göre daha fazla düşük fiyatlandırma yaptığı tespit edilmiştir. İtibarlı aracı kuruluşların yönettikleri halka arzlarda üç ve beş yılın sonunda düşük itibarlılara göre daha iyi bir performans gösterdikleri tespit edilmiştir. Başka bir deyişle itibarlı aracı kuruluşların inceleme ve onaylama yeteneklerinin düşük itibarlılara göre daha iyi olduğunun göstergesidir.

Gelişmekte olan piyasalar için bu koşulların aynı derecede geçerli olduğunu söylemek mümkün değildir. O halde gelişmekte olan piyasalar için kendi özgül koşullarını değerlendiren modellerin tasarımı önem taşımaktadır. Böylelikle daha sağlıklı değerlendirmeler yapabilmek ve halka arz sürecinin tüm bileşenlerine nitelikli karar alabilmeleri için veri sağlamak mümkün olacaktır.

## KAYNAKÇA

- Allen, F. 1984. "Reputation and Product Quality", *Rand Journals of Economics*, 15 (3).
- Aggarwal, R. 2000. "Stabilization Activities by Underwriters after IPOs", *Journal of Finance*, 55.
- Allen, F. ve G. Faulhaber. 1989. "Signaling by Underpricing in the IPO Market", *Journal of Financial Economics*, 23.
- Almeida, V. De S. 2011. "Underwriter Reputation in Brazilian IPOs", *Latin American Business Review*, 12.
- Andres, C., A. Betzer, P. Limbach. 2013. "Underwriter Reputation and the Quality of Certification: Evidence from High-Yield Bonds", *Schumpeter Discussion Papers*.
- Akerlof, G. 1970. "The Market for Lemons: Quality, Uncertainty, and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (13).
- Balvers, R. J., B. McDonald ve R.E. Miller. 1988. "Underpricing a New Ussies and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation", *The Accounting Review*, 63 (4).
- Beckman J., G. Jacqueline, M. Beverly ve O. Hideo. 2001. "The Influence of Underwriter Reputation, Keiretsu Affiliation, and Financial Health on the Underpricing of Japanese IPOs",

- Pacific-Basin Finance Journal, 9.
- Beatty, R. ve J. Ritter. 1986. "Investment Banking, Reputation, and The Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, 15.
- Beatty, R. P. ve I. Welch. 1996. "Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings", *Journal of Law and Economics*, 3 (2).
- Bekiş, T. A. B. ve M. Şeker. 2013. "Kurumsal İtibarın İşgören Performansı Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma", *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 5 (2).
- Booth, J. R. ve L. Chua. 1996. "Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing", *Journal of Financial Economics*, 41.
- Booth, J. ve R. L. Smith. 1986. "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 15.
- Booth, J. R., L. C. Booth ve D. Deli. 2011. "Choice of Underwriters in Initial Public Offerings", *Journal of Business and Policy Research*, 5 (2).
- Booth, L. C. 2004. "Underwriter Reputation and Aftermarket Performance of Closed-end funds", *The Journal of Financial Research*, 27 (4).
- Brau, J. C. ve S. E. Fawcett. 2006. "Initial Public Offerings. An Analysis Of Theory and Practice", *The Journal Of Finance*, 61 (1).
- Bulut, H. İ. 2008. "Halka Arz Piyasalarında Yatırım Bankası İtibar Etkisi: Bir Literatür Değerlendirmesi", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 10 (3).
- Carter, R. B., F. H. Dark, T. R. A. Sapp. 2010. "Underwriter reputation and IPO issuer alignment 1981–2005", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50.
- Carter, R., F. H. Dark ve A. K. Singh. 1998. "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks", *The Journal of Finance*, 53 (1).
- Carter, R. ve S. Manaster. 1990. "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *The Journal of Finance*, 45 (4).
- Chambers, D. ve E. Dimson. 2009. "IPO Underpricing over the Very Long Run", *The Journal of Finance*, 64 (3).
- Chemmanur, T.ve J. P. Fulghieri. 1994. "Investment Bank Reputation, Information Production, And Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, 49 (1).
- Chemmanur, T. J. ve K. Krishnan. 2009. "Heterogeneous Beliefs, Short Sale Constraints, and the

Economic Role of the Underwriter in IPOs”, *Financial Management*, 41.

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.

Chen, H.C. ve J. R. Ritter. 2000. “The Seven Percent Solution”, *The Journal of Finance*, 55.

Chen, C., H. Shi. ve H. Xu. 2014. “The IPO Underwriting Market Share in China: Do Ownership and Quality Matter?”, *Journal of Banking & Finance*, 46.

Cooney, J.W., B.J. Jordan ve A.K. Singh. 2004. “Who is? A New Approach to Ranking U.S. IPO Underwriters”.

Daniel, K.D., D. Hirshleifer ve A. Subrahmanyam. 1998. “Investor Psychology and Security Market Underand Over-Reactions”, *Journal of Finance*, 53.

Darmetko, T. 2009. Long – Run Performance of Initial Public Offerings in the Polish Capital Market, Aarhus School of Business.

Dewenter, K. L. ve L. C. Field. 2001. “Investment Bank Reputation And Relaxed Listing Requirements: Evidence From Infrastructure Firm Ipos in Hong Kong”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 9.

Dimovski, W., S. Philavanh ve R. Brooks. 2011. “Underwriter Reputation and Underpricing: Evidence From the Australian IPO Market”, *Rev Quant Finan Acc*, 37.

Dolvin, S. D., 2005. “Market Structure, Changing Incentives, And Underwriter Certification”, *The Journal of Financial Research*.

Dong. M., J.S. Michel, J.A. Pandes. 2011. “Underwriter Quality and Long-Run IPO Performance”, *Financial Management*.

Dunbar, C.G. 2000. “Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share”, *Journal of Financial Economics*, 55.

Ellis, K., R. Michaely, ve M. O’Hara. 1999. “A guide to the Initial Public Offering Process”, *Corporate Finance Review*, 3.

Esen E. 2011. “Türkiye’deki ve Dünya’daki İtibar Ölçümlerinin Karşılaştırılması”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 31 (2).

Fang, L.H. 2014. “Investment Bank Reputation and The Price and Quality of Underwriting Services”, 2044 (59) *FIN*.

Fernando, C. S., A. Vladimir, A. M. Gatchev, A. D. May ve W. L. Megginson. 2014. “Prestige

- without Purpose? Reputation, Differentiation, and Pricing in U.S. Equity Underwriting”, 5.
- Fernando, C. S., V.A. Gatchev ve P. A. Spindt. 2005. “Wanna dance? How Firms and Underwriters Choose Each Other?”, *Journal of Finance*, 60.
- Fernando, C. S., A. D. May ve W.L. Megginson. 2012. “Underwriter Compensation and the Returns to Reputation”.
- Flandreau, M. 2015. “Anatomy of a Regime Change: Underwriters’ Reputation, New Deal Financial Acts and the Collapse of International Capital Markets (1920-1935)”.
- Gao, X., J. R. Ritter. 2010. “The Marketing of Seasoned Equity Offerings”, *Journal of Financial Economics*, 97.
- Gemma L. ve R.W. Masulis. 2011. “Do more Reputable Financial Institutions Reduce Earnings Management by IPO Issuers?”, *Journal of Corporate Finance*, 17.
- Goergen, M., A. Khurshed ve R. Mudambi. 2007 “The Long-Run Performance of UK IPOs: Can it be Predicted?”, *Managerial Finance*, 33 (6).
- Güner, N., Z. Önder ve S. D. Rhoades. 2000. “Underwriter Reputation And Short-Run Ipo Returns: A Re-Evaluation For An Emerging Market”, *Topics in Middle Eastern and North African Economies*.
- Huang, W. 2012. Underwriter Reputation, IPO Underpricing and Underwriting Spreads: Evidence from Chinese Stocks Market.
- Indriani, S. ve S. Marlia. 2014. “The Evidence of IPO Underpricing in Indonesia 2009 – 2013”, *Rev. Integr. Bus. Econ. Res.*, 4 (1).
- Jain, B. ve M.Kini. 1999. “The Life Cycle of Initial Public Offering Firms”, *Journal of Business and Accounting*, 26 (9- 10).
- James, C. 1992. “Relationship-Specific Assets and the Pricing of Underwriter Services”, *The Journal Of Finance*, 47 (5).
- Jelic, R., B. Saadouni ve R. Briston. 2001. “Performance of Malaysian IPOs: Underwriters Reputation and Management Earnings Forecasts”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 9.
- Jeribi, A. 2015. “Measuring Underwriter Reputation: Evidence from The Tunisian Stock Market”, *International Journal of Research in Management & Business Studies*.
- Jiao, J.X.G.. 2010. “Do Chinese Underwriters Grandstand To Attract More Firms When They Are Ready To Go Public?” *Umea School of Business*.

- Johnson, J.M. ve R.E. Miller. 1988. "Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Financial Management*, 17 (2).
- Jones, T.L., ve M.U. Swaleheen. 2010. "Endogenous Examination Of Underwriter Reputation And Ipo Returns", *Managerial Finance*, 3 (4).
- Jo, Hoje, Y. Kim ve M.S. Park. 2007. "Underwriter Choice and Earnings Management: Evidence from Seasoned Equity Offerings", *Review of Accounting Studies*, 12 (1).
- Lee, C. "Underwriter Reputation And The Decision To Go Public", *Journal of Finance and Accountancy*, 6.
- Ljungqvist, A. 2004. *Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance Bölüm III.4: IPO Underpricing*.
- Liotta, G. 2015. "When Does Reputation From Others Really Help? Assessing Contingency of Reputation on Venture-specific Uncertainty and Affiliates-Specific Strategic Intent", DRUID15, Rome, June 15-17, 2015.
- Liu, J. 2007. "The Impact Of Credit Rating Watchlist And Effect Of Underwriter Reputation On IPO Underpricing", Iowa State University Ames, Doktora Tezi.
- Liu, X. ve J.R. Ritter. 2011. "Local Underwriter Oligopolies and IPO Underpricing". Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1512554>
- Logue, D. 1973. "On The Pricing Of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969", *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Haziran.
- Logue, D. E., R.J. Rogalski, J.K. Seward ve L. Foster-J. Source. 2002. "What Is Special about the Roles of Underwriter Reputation and Market Activities in Initial Public Offerings?", *The Journal of Business*, 75 (2).
- Loughran, T. ve J.R. Ritter. 1995. "The New Issues Puzzle", *Financial Management*, 50.
- Loughran, T. ve J.R. Ritter. 2002. "Why don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs?" *The Review of Financial Studies*, 15 (2).
- Loughran, T., J.R. Ritter. 2004. "Why has IPO Underpricing Changed Over Time?", *Financial Management*, 33.
- Loureiro, G. 2010. "The Reputation of Underwriters: A Test of The Bonding Hypothesis", *Journal of Corporate Finance*, 16.
- Katti, S. ve B.V. Phani. 2016. "Underpricing of Initial Public Offerings: A Literature Review", *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4 (2).



- Katti, S. ve B.V. Phani. 2015. "Underwriter's Discretion and Pricing of Initial Public Offerings", *International Journal of Business Management and Economics Research*, 2 (2).
- Kenneth N. D. ve J. Vijayakumar. 2007. "Does Underwriter Reputation Matter In The Municipal Bond Market?", *Journal of Economics and Business*, 59.
- Kennedy D.B., R. Sivakumar ve K.R. Vetz. 2006. "The Implications Of IPO Underpricing For The Firm And Insiders: Tests Of Asymmetric Information Theories", *Journal of Empirical Finance*, 13.
- Kırkulak, B. ve C. Davis. 2005. "Underwriter Reputation and Underpricing: Evidence From the Japanese IPO Market", *Pacific-Basin Finance Journal*, 13.
- Krigman, L., W.H. Shaw ve K.L. Womack. 2001. "Why Do Firms Switch Underwriters?", *Journal of Financial Economics*, 60.
- Küçükkocaoğlu, G. ve Çakır, N. 2018. "Halka Arzda Aracı Kuruluş İtibarının Etkisi", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 20 (4).
- Mc Donald, J.G. ve A.K. Fisher. 1972. "New Issue Stock Price Behavior", *The Journal of Finance*, 3.
- Mazzola, P., D. Ravasi ve C. Gabbioneta. 2006. "How to Build Reputation in Financial Markets", *Long Range Planning*, 39.
- Maksimovic, V. ve P. Pichler. 2001. "Technological Innovation and Initial Public Offerings," *Review of Financial Studies*, 14.
- Migliorati, K. 2012. *The Underwriter: A European Perspective*, University Of Bergamo, Doktora Tezi.
- Meggison, W. ve K. Weiss. 1991. "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 46.
- Michaely, R. ve W.H. Shaw. 1999. "The Pricing Of Initial Public Offerings: Tests Of Adverse Selection And Signaling Theories", *The Review of Financial Studies*, 7.
- Miller, R. 1977. "Risk, Uncertainty and Divergence of Opinions", *Journal of Finance*, 32.
- Misani, N., M. Buongiorno ve V. Buzzi. 2016. "Boards, Underwriter Reputation, and Underpricing in IPO Markets: An Investigation of the Effects of the Directors' Human and Social Capital", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 57 (2).
- Nanda, V. ve 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.

- Neuberger, B.M. ve C. T. Hammond. 1974. “A Study Op Underwriters Experience With Unseasoned New Issues”, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*.
- Neuberger, B.M. ve C.A. La Chapelle. 1983. “Unseasoned New Issue Price Performance on Three Tiers: 1975-1980”, *Financial Management*, 12 (3).
- Neupane, S. ve C. Thapa. 2013. “Underwriter Reputation and The Underwriter–Investor Relationship in IPO Markets”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 3.
- Omran, M. 2005. “Underpricing And Long-Run Performance Of Share Issue Privatizations In The Egyptian Stock Market”, *The Journal of Financial Research*, 28 (2).
- Peijun, V. 2009. *Issue Manager Reputation, Underpricing And Long-Run Performance Of Intial Public Offerings*, National University of Singapore, Singapur.
- Razafindrambinina, D. ve T. Kwan. 2013. “The Influence of Underwriter and Auditor Reputations on IPO Under-pricing”, *European Journal of Business and Management*, 5 (2).
- Jelic, R., B. Saadouni ve R. Briston. 2001. “Performance of Malaysian IPOs: Underwriters Reputation And Management Earnings Forecasts”, *Pacific- Basin Finance Journal*, 9.
- Ritter, J.R. 1991. “The Long Run Performance of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance*, 46.
- Rock, K. 1986. “Why New Issues are Underpriced”, *Journal of Financial Economics*, 15.
- Ritter, J.R. ve I. Welch. 2002. “A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations”, *Yale ICF Working Paper*.
- Sharma, S.K. ve A. Seraphim. 2010. “The Relationship between IPO Underpricing Phenomenon & the Underwriter’s Reputation”, *The Romanian Economic Journal*, 13 (38).
- Savram, M. ve A. Karakoç. 2012. *Bankacılık Sektöründe İtibar Riskinin Önemi*, International Conference On Eurasian Economies.
- Stoughton, N., K. Wang ve J. Zechner. 2001 “IPOs and Product Quality”, *Journal of Business*, 74.
- Sua, C. ve K. Bangassab. 2011. “The Impact Of Underwriter Reputation On Initial Returns And Long-Run Performance of Chinese IPOs”, *Int. Fin. Markets, Inst. and Money*, 21.
- Thomadakis, S., C. Nounis ve D. Gounopoulos. 2012. “Long-term Performance of Greek IPOs”, *European Financial Management*, 18 (1).
- Tsang K.S. 2009. “The Relationship Between Underpricing of Initial Public Offerings and the Reputation of the Underwriter”, *Universiteit Van Amsterdam*.

- Tinic, S.M. 1988. "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *Journal of Finance*, 43.
- Unlu, E., S.P. Ferris ve G. Noronhaz. 2004. "IPO Underpricing Over Time: Evidence From the UK", *Applied Economics Letters*, 11.
- Ural, E.G. 2002. "İtibar Yönetimi Değer Yaratan Bir Halkla İlişkiler Çalışması Olarak İtibar Yönetimi", *İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi*.
- Wang, J., S. Liu ve C. Wu. 2003. "Does Underwriter Reputation Affect the Performance of IPO Issues?", *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 8 (3).
- Wang, H. 2009. "Reputation Acquisition Of Underwriter Analysts – Theory And Evidence", *Journal of Applied Economics*, 12 (2).
- Welch, I. 1989. "Seasoned Offerings, Imitation Cost, and Underpricing of Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, 44 (2).
- Welch, I. 1992. "Sequential Sales, Learning, and Cascades", *The Journal of Finance*, 47 (2).
- Widarjo, W., R. Bandi ve A.K. Widagdo. 2017. "Underwriter Reputation, Intellectual Capital Disclosure, And Underpricing", *International Journal of Business and Society*, 18 (2).
- Wu Z. ve D. Wan. 2014. "Does Underwriter Reputation Promote Fair Pricing Behavior In The IPO Process? Evidence From ChiNext-Listed Firms", *The Journal of Applied Business Research*, 30 (2).
- Yi, J.H. 2003. "Three Anomalies of Initial Public Offerings: A brief Literature Review", *Briefing Notes in Economics*, 58.
- Yong O. 2007. "A review of IPO research in Asia: What's next?", *Pacific- Basin Finance Journal*, 15.
- Yung, C. ve J.F. Zender. 2010. "Moral hazard, asymmetric information and IPO lockups", *Journal of Corporate Finance*, 16.
- Yun, Y. 1997. "Reputation and Financial Intermediation: An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value", *Journal Of Financial Intermediation*, 6.
- Zingales, L. 1995. "Inside Ownership and the Decision to Go Public", *Review of Economic Studies*, 62.

## EK 1. ARACI KURULUŞ İTİBARININ HALKA ARZDAKİ ETKİSİ İLE İLGİLİ ARAŞTIRMALAR

ARAŞTIRMACI	ÜLKE	DÖNEM	HALKA ARZ SAYISI	KISA DÖNEM/ UZUN DÖNEM	SONUÇLAR
Dennis E. Logue (1973)	ABD	1965-69	250	KISA	Düşük itibarlı aracı kur. Yüksek itibarlara göre daha fazla düşük fiyatlandırma yaptığını bulmuştur
Brian M. Neuberger, Chris A. La Chapelle(1983)	ABD	1975-80	118	KISA	Aracı kuruluşların itibarlarına göre düşük fiyatlandırmada farklılık gözlemlemişler.
Richard Carter and Steven Manaster (1990)	ABD	1979-1983	501	KISA	Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasında negatif ilişki tespit etmişler
Dennis E. Logue, Richard J. Rogalski, James K. Seward, Lynn Foster-Johnson (2002)	ABD	1988-1995	1475	KISA	Yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha bilinçli yatırımcılara sahip olduğu hipotezini de desteklemektedir. Yüksek itibarlı aracı kuruluşlar düşük itibarlara oranla daha az düşük fiyatlandırma yapmaktadır.
Tim Loughran, Jay Ritter (2002)	ABD	1980-200	6169	KISA	90'lı yıllarda yüksek itibarlı aracı kuruluşlarla düşük fiyatlandırma arasındaki pozitif ilişkiyi “değişen kompozisyon” ve “acenta” hipotezleri ile açıklamışlar
Steven D. Dolvin (2005)	ABD	1980-2000	4222	KISA	Yüksek itibarlı aracı kuruluşların onaylama rolü ile düşük fiyatlandırmayı daha az yaptıklarını tespit etmiş
Bharat A. Jain, Omesh Kini (1999)	ABD	1976-1990	877	UZUN	Yüksek itibarlı aracı kuruluşların uzun vadeli performansta çok daha fazla getiri sağladığını tespit etmiş
Ming Dong, Jean.S.Michel, J.Ari Pandes (2011)	ABD	1980-2006	9947	UZUN	Yüksek itibarlı aracı kuruluşların halka arzlarda düşük itibarlara göre daha iyi uzun dönem performansı sergilediğini tespit etmişler
Richard B. Carter, fredenck H. Dark, Ajai K. Singh(2004)	ABD	1979-1984	2292	UZUN	İtibarlı aracı kuruluşların yönettikleri halka arzlarda uzun dönemde daha az düşük performans gösterdiğini tespit etmişlerdir.
Lena Chua Booth	ABD	1986-1998	516	UZUN	Aracı kuruluş itibarı ile halka arzın kısa ve uzun dönem performansı arasında pozitif ilişki tespit etmiştir.
J. G. Mcdonald, A. K. Fisher	ABD	1969-1970	142	KISA	Yüksek itibarlı aracı kuruluşlarla düşük itibarlı aracı kuruluşların düşük fiyatlandırmada önemli ölçüde farklılık bulmuşlardır
Brian yi. Neuberger, Carl T. Hammond (1974)	ABD	1965-69	816	KISA	Yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha az düşük fiyatlandırma yaptığını tespit etmiş
Randolph P Beatty, Jay R.Ritter(1986)	ABD	1977-82	1028	KISA	Yanıltıcı fiyat uygulayan aracı kur. Pazar payını kaybettikleri ve aracı kuruluşların düşük fiyatlandırma uyguladıklarını tespit etmişlerdir.

Halka Arzda Aracı Kuruluş İtibarının Etkisi 2: Kuramsal Değerlendirme

Randolph P. Beatty and Ivo Welch (1996)	ABD	1980-85 1992-94	952	KISA	Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasında negatif ilişki tespit etmişler. Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasında pozitif ilişki tespit etmişler
John W. Cooney, Jr., Ajai K. Singh, Richard B. Carter, Frederick H. Dark (2001)	ABD	1981-1990 1991-1998	3687	KISA	80'li yıllarda öne zannedeki fiyat aralığında fiyatlandırılmış halka arzlarında, aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma negatif, 90'lı yıllarda pozitif
Tim Loughran, Jay Ritter (2004)	ABD	1980-2003	6391	KISA	90'lı yıllarda yüksek itibarlı aracı kuruluşlarla düşük fiyatlandırma arasındaki pozitif ilişkiyi "değişen risk özelliği" ve "teşviklerdeki değişim" ve "değişen hedef kompozisyonu" hipotezleri ile açıklamışlar
Dong, Michel, Pandes (2011)	ABD	1980-2006	6662	UZUN	Yüksek itibarlı aracı kuruluşların gerçekleştirdiği halka arzlarında uzun dönemde daha iyi bir getiri elde edildiğini, aracı kuruluş itibarının uzun vadeli performans üz. Etkisinin yüksek belirsizliğe sahip arzlarında yoğunlaştığı
Craig Dunbar (2000)	ABD	1984-1995		UZUN	Yüksek itibarlı aracı kuruluşları uzun vadeli performansta çok daha fazla getiri sağladığını tespit etmiş
Richard b. Carter, Frederick H. Dark, Ajai k. Singh	ABD	1979-1997	2292	UZUN	Aracı kuruluş itibarının uzun vadeli getiriler üzerinde etkisi olduğu sonucunu elde etmişler.
Roni Michaely, Shaw Wayne H. Shaw (1994)	ABD	1984-1988	947	UZUN	Yüksek itibarlı aracı kuruluşları uzun vadeli performansta çok daha fazla getiri sağladığını tespit etmiş
Dennis E. Logue, Richard J. Rogalski, James K. Seward, Lynn Foster-Johnson (2002)	ABD	1988-1995	3753	UZUN	Aracı kuruluş itibarı ile uzun dönem performans arasında önemsiz doğrusal bir ilişki bulunmuşlar
Travis L. Jones, Mushfiq us Swaleheen	ABD	1980-2003	6320	KISA	Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasında 1980-1991 arasında negatif bir ilişki bulunurken 1992-2003 için istatistiksel olarak anlamlı bir pozitif ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.
William Dimovski, Simmala Philavanh, Robert Brooks (2011)	AVUSTRALYA	1994-2004	380	KISA	Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma düzeyi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.
Vinício De Souza E Almeida (2011)	BREZILYA	2004-2007	89	KISA	İlgün getirisi ile aracı kuruluş itibarı arasında önemli negatif bir ilişki bulunmuştur.
Chao Chen, Haina Shi, Haoping Xu (2014)	ÇİN	2004-2012	331	KISA	Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasındaki ilişkiyi pozitif bulunmuşlardır
Junbo Wang, Sheen Liu, Chunchi Wu(2003)	ÇİN	1990-2001	944	KISA/ UZUN	İlgün getirisi ile aracı kuruluş itibarı arasında negatif ilişki bulunmuşlar, 10 günlük süreyi incelediklerinde yüksek itibarlı aracı kur. Halka arzlarında düşük getirilerin daha az olduğunu tespit etmişler.

Junbo Wang, Sheen Liu, Chunchi Wu (2003)	ÇİN	1990-2001	944	UZUN	Aracı kuruluş itibarı ile uzun dönem getirileri arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır.
Chen Su, Kentbata Bangassa (2011)	ÇİN	2001-2008	590	KISA/ UZUN	Aracı kuruluş itibarının kısa dönem performansında önemli bir etkisi olmadığını tespit etmişlerdir. uzun dönemde ise itibarlı aracı kuruluşların gerçekleştirdiği halka arzlarda negatif getirinin daha az olduğunu tespit etmişler.
Wahyu Widarjo, Rahmawati, Bandi, Ari Kuncara Widagdo (2017)	ENDONEZYA	2000-2014	290	KISA	Aracı kuruluş itibarının entelektüel sermaye işasının belirleyicisi olduğunu ve entelektüel sermaye açıklamalarının düşük fiyatlandırmayı olumsuz etkilediğini tespit etmişlerdir. Bu bulgular, entelektüel sermaye açıklama derecesinin, potansiyel yatırımcıların gelecekte bir firmanın kalitesini ve beklentisini değerlendirmesine yardımcı olmak için bilgi asimetrisini azaltabileceğini belirtmektedir.
Susi Indriani, Sri Marlia (2014)	ENDONEZYA	2009-2013	89	KISA	Yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha fazla düşük fiyatlandırma yaptığı sonucunu elde etmiştir.
Dominique Razafindrambinina, Tiffany Kwan	ENDONEZYA	2004-2009		KISA	Yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha az düşük fiyatlandırma yaptığını tespit etmiştir.
Seshadev Sahoo, Prabina Rajib	HİNDİSTAN	2001-2004	43	KISA	Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasında negatif ilişki vardır.
Suman Neupane, Chandra Thapa	HİNDİSTAN	2001-2011	340	KISA	Yüksek itibar ve düşük itibarlı aracı kuruluşlar farklı yatırımcı grupları ile güçlü ilişkiler içindedir. Büyük kurumsal yatırımcılar yüksek itibarlı aracı kuruluşlar tarafından yönetilen halka arzlara erken katıldığı görülmektedir. Yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha düşük fiyatlandırma yaptığını tespit etmişler.
Satyendra Kumar Sharma, Ankit Seraphim (2010)	HİNDİSTAN	2001-2005	43	KISA	Düşük fiyatlandırmanın itibarlı yatırım bankaları tarafından daha az itibarlı olanlara göre daha az olduğunu tespit etmişlerdir.
Supriya Katti, B.V. Phani (2015)	HİNDİSTAN	2004-2010	372	KISA	Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasında önemli bir ilişki bulmuşlardır.
Yuan Tian (2012)	İNGİLTERE	2002-2012	138	KISA	Düşük fiyatlandırma ile aracı kuruluş itibarı arasında negatif bir ilişki bulmuştur.
Emre Unlu, Stephen p. Ferris, regory Noronha (2004)	İNGİLTERE	1993-2001	513	KISA	Düşük itibarlı aracı kuruluşların, yüksek itibarlı aracı kuruluşlara göre daha fazla düşük fiyatlandırma yaptığını tespit etmişlerdir.

Halka Arzda Aracı Kuruluş İtibarının Etkisi 2: Kuramsal Değerlendirme

David Chambers, Elroy Dimson (2009)	İNGİLTERE	1917-2007	4540	UZUN	İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra yatırımcılar, ihraççılar ve aracı kuruluşlar arasındaki güven düzeyinin azaldığını iddia etmişlerdir. Aracı kuruluşların düşük fiyatlamayı azaltma konusundaki isteksizliğini, pay senedi piyasasının kurumsallaşmasının etkisini ve İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra yoğunlaşan bir kazananın laneti sorununu gözlemlemişlerdir.
Nicola Misani, Massimo Buongiorno, Valentina Buzzi (2016)	İTALYA	2000-2007	141	KISA	Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasında anlamlı bir şekilde ilişkili olmadığını tespit etmiştir.
Judy Beckman, Jacqueline Garner, Beverly Marshall, Hideo Okamura(2001)	JAPONYA	1980-1998		KISA	Aracı Kur İtibarının düşük fiyatlandırma seviyesini etkilediğine dair bir kanıt bulamamışlardır
Berna Kirkulak,T, Colin Davis (2005)	JAPONYA	1998-2002	687	KISA	Yüksek itibarlı aracı kuruluşların daha fazla düşük fiyatlandırma yaptığını tespit etmiş
Ranko Jelic , Brahim Saadouni , Richard Briston (2001)	MALEZYA	1980-1995	182	KISA/UZUN	Kısa dönemde yüksek itibarlı aracı kuruluşların yaptığı halka arzlarda düşük itibarlılara göre daha fazla düşük fiyatlandırma elde edilmiş. Uzun dönemde pozitif getiriler elde edilmesine rağmen kısa dönemde yüksek getiri sağlayanların performansları daha düşük olduğunu tespit etmişler.
Yong-Chern Su, Han-Ching Huang, Hung-En Ku (2012)	TAYVAN	1995-1999	110	KISA	Aracı kuruluş itibarı ile düşük fiyatlandırma arasında bir ilişki bulamamışlardır.
Güner Nuray,	TURKIYE	1993-99	118	KISA	
Çakır Nimet	TURKIYE	1993-2015 1993-2010	330	KISA/ UZUN	Yüksek itibarlı aracı kuruluşlarla düşük fiyatlandırma arasındaki ilişki pozitif bulunmuştur. Yüksek itibarlı aracı kuruluşların gerçekleştirdiği halka arzlar uzun dönemde daha iyi getiri sağladığını tespit etmiştir.
Stavros Thomadakis, Christos Nounis, Dimitrios Gounopoulos (2012)	YUNANISTAN	1994-2002	254	UZUN	Aracı kuruluş itibarını performans üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yunanistan'da firma kalitesinin onaylayıcıları olarak 'saygın aracı kuruluşların rolünden şüpheye düşmüşlerdir.
Teresa Darmetko(2009)	POLONYA	1998-2005	103	UZUN	Aracı kuruluş itibarı ile uzun vadeli performans arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.