

T.C. ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**TÜRKİYE'DE KURUMSAL ÇEŞİTLENDİRME ve DİĞER
FAKTÖRLERİN DÜŞÜK FİYATLANDIRMA ÜZERİNE
ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İrem SEVİNDİK

Ankara-2016

T.C. ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**TÜRKİYE'DE KURUMSAL ÇEŞİTLENDİRME ve DİĞER
FAKTÖRLERİN DÜŞÜK FİYATLANDIRMA ÜZERİNE
ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İrem SEVİNDİK

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Fazıl GÖKGÖZ

Ankara-2016

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
TABLolar DİZİNİ	iii
ŞEKİLLER DİZİNİ	iv
GİRİŞ	1
BÖLÜM 1: HALKA ARZ GENEL ÇERÇEVESİ VE TÜRKİYE'DE	
HALKA ARZ.....	3
1.1.Halka Arz Tanımı.....	3
1.2.Halka Açılmanın Avantajları	5
1.3.Halka Açılmanın Dezavantajları	7
1.4.Halka Arz Süreci	8
1.4.1. Halka Arz Edilecek Menkul Değerler için Temel Adımlar.....	8
1.4.2. Aracı Kurum	9
1.4.2.1. Aracılık Türleri.....	10
1.4.3. Halka Arzda Satış Yöntemleri	12
1.4.4. Halka Açılmanın Maliyetleri	13
1.5.Türkiye’de Halka Arz	15
1.6.Türkiye’de Halka Arza Hazırlık Süreci	15
1.7.Türkiye’de Halka Arz Süreci	17
1.8.Türkiye’de Halka Arz Yöntemleri	18
1.8.1. Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Hisse Senetlerinden Bir Kısmını Borsada veya Borsa Dışında Halka Arz Etmeleri.....	18
1.8.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı	19
1.8.3. Sermaye Artırımı Yoluyla Pay Senetlerinin Halka Arzı ile Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Pay Senetlerinden Bir Kısmını Halka Arz Etmesinin Birlikte Yapılması	19
1.9.Türkiye’deki Halka Arzlarda Satış Yöntemleri	20
1.9.1. Talep Toplama Yöntemi	20
1.9.2. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi.....	21
1.9.3. Borsada Satış Yöntemi	22
1.10.Türkiye’de Halka Arz Maliyetleri.....	22
1.10.1. Aracı Kuruluşa Ödenen Ücretler	22
1.10.2. Sermaye Piyasası Kurulu’na Ödenen Ücretler	23
1.10.3. Borsa İstanbul’a Ödenen Ücretler	23
1.10.4. MKK’ya Ödenen Ücretler	23
1.10.5. Diğer Maliyet Unsurları.....	23
1.11.Türkiye’de Aracı Kurum Faaliyetleri	23

BÖLÜM 2: KURUMSAL ÇEŞİTLENDİRME	25
2.1. Çeşitlendirme Tanımı.....	25
2.2. Kurumsal Çeşitlendirme.....	27
2.3. Kurumsal Çeşitlendirmenin Avantajları	28
2.4. Kurumsal Çeşitlendirmenin Dezavantajları	31
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: DÜŞÜK FİYATLANDIRMA	34
3.1. Düşük Fiyatlandırma Kavramı	34
3.2. Asimetrik Bilgi Modelleri	37
3.2.1. Kazananın Laneti (Winner's Curse).....	37
3.2.2. Bilgi Açığa Çıkarma Modelleri	40
3.2.3. Asil-Vekil Teorisi	43
3.2.4. İşaretleme Teorisi	46
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: TÜRKİYE’DE KURUMSAL ÇEŞİTLENDİRMENİN DÜŞÜK FİYATLANDIRMA ÜZERİNE ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİ	58
4.1. Veri Seti ve Tanımlayıcı İstatistiksel Analizler	58
4.2. Ampirik Sonuçlar	62
SONUÇ	67
KAYNAKÇA	68
EKLER	77
EK - 1 Model 1 için Regresyon Tabloları	77
EK - 2 Model 2 için Regresyon Tabloları	78
EK - 3 Model 3 için Regresyon Tabloları	79
ÖZET	80
ABSTRACT	81

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1. 2004-2015 Yılları Arasındaki Halka Arzlarda Halka Arz Yöntemleri.....	20
Tablo 2. 2004-2015 Yılları Arasındaki Halka Arzlarda Uygulanan Satış Yöntemleri	22
Tablo 3. 2004-2015 Yılları Arasında Aracı Kurumların Kullandıkları Aracılık Yöntemleri	24
Tablo 4. 52 Ülke İçin Oluşan Ortalama İlk Gün Getirileri Tablosu	34
Tablo 5. Tanımlayıcı İstatistik Tablosu	59
Tablo 6. Segment Sayısı ve Ortalama İlk Gün Getirisi İlişisini Gösteren Tablo	61
Tablo 7. Kurumsal Çeşitlendirmenin Halka Arz Düşük Fiyatlandırması Üzerine Etkisi	63

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. Halka Arzın Nedenlerine Finans Yöneticilerinin Katılma Yüzdesi.....	3
Şekil 2. Halka Arzlarda Aracı Kurum Seçiminde Finans Yöneticilerin Dikkat Ettiği Faktörler.....	10
Şekil 3. Türkiye’de Birincil Halka Arzların Yıllara Göre Sayıca Dağılımını Gösteren Grafik.....	15
Şekil 4. Yıllara Göre Çeşitlendirme Kapsamında Olan ve Sektör Odaklı Firmaların Sayıca Dağılımı Grafiği	58
Şekil 5. Boyut Çeyrekleri ile Düşük Fiyatlandırma İlişkisini Gösteren Şekil	61

GİRİŞ

Şirketler büyüme stratejilerini uygularken dışarıdan sermaye sağlamaya ihtiyaç duymaktadır.

Özel bir şirket, öz sermayesinin dışında finansman kaynağı sağlamak istiyorsa melek yatırımcılar, risk sermayesi şirketleri, kurumsal yatırımcılar ve şirket yatırımcıları gibi seçenekleri bulunmaktadır (Berk vd., 2012).

Gelişen piyasalar ve artan rekabet ortamında, şirketler büyümeye ve rekabete ayak uydurabilmek için gerekli olan yatırımları sağlamalıdır. Özel bir şirket öz sermayesinin dışında dışarıdan finansman kaynağı sağlamak istiyorsa, halka arz bu yöntemlerden biridir.

Düşük fiyatlandırma halka arzlarda oldukça yaygın bir meseledir. Payların pazardaki satış fiyatı ile halka arz fiyatı arasındaki yüzdesel fark olarak tanımlanmaktadır (Ljungqvist, 2007). Yeni hissedarların aldıkları hisseler için daha fazla getiri elde etmesini sağlarken, mevcut hissedarların zararına sebep olmaktadır.

Düşük fiyatlandırma için birçok model geliştirilmiştir. Bu modellerden en çok kabul göreni asimetrik bilgi modelleridir (Boulton vd., 2013). Bu modellere göre, bilgi asimetrisi fazla ise düşük fiyatlandırma fazla olmaktadır.

Kurumsal çeşitlendirme, firmanın yeni bir işe, yeni ürünler ve pazarlarla girmesi olarak ifade edilmektedir (Brost ve Kleiner, 1995). Hadlock vd. (2001) kurumsal çeşitlendirme kapsamında olan firmaların, (kurumsal çeşitlendirme kapsamında olmayan) sektör odaklı firmalara göre daha az bilgi asimetrisi gösterdiğini belirtmişlerdir. Bu bağlamda, kurumsal çeşitlendirme kapsamında olan firmaların

halka arzında sektör odaklı firmalara göre daha az düşük fiyatlandırma beklenmektedir.

Çalışmanın konusu “Türkiye’de Kurumsal Çeşitlendirme ve Diğer Faktörlerin Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisinin Ölçülmesi” olarak belirlenmiştir. Çalışmanın amacı, Türkiye’de 2004-2015 yılları arasında kurumsal çeşitlendirme kapsamında olan ve sektör odaklı firmaların düşük fiyatlandırma farklarını araştırmak ve bunun yanı sıra aracı kurum prestiji, firma büyüklüğü, firma yaşı, halka arz oranı, toplam komisyon gibi faktörlerin düşük fiyatlandırma üzerine etkisini incelemektir.

Çalışmanın birinci bölümünde halka arzın genel çerçevesinden ve Türkiye’deki halka arzlardan bahsedilmiştir. İkinci bölümünde, kurumsal çeşitlendirme tanımı, avantaj ve dezavantajlarından söz edilmiştir. Üçüncü bölümde düşük fiyatlandırma kavramından bahsedilmiş olup, düşük fiyatlandırmada asimetrik bilgi modelleri tartışılmış ve literatürdeki çalışmalara yer verilmiştir.

Uygulama bölümü olan dördüncü bölümde, 2004-2015 yılları arasında Türkiye’de yapılan halka arzlar incelenmiştir. Bu bağlamda, kurumsal çeşitlendirme kapsamında olan ve sektör odaklı firmalar ayrıştırılmış ve düşük fiyatlandırmaları karşılaştırılmıştır. Buna ek olarak aracı kurum prestiji, firma büyüklüğü, firma yaşı, toplam komisyon, halka arz oranı gibi faktörlerin düşük fiyatlandırma ile ilişkisi incelenmiştir. Çalışma, sonuç kısmıyla tamamlanmıştır.

BÖLÜM 1: HALKA ARZ GENEL ÇERÇEVESİ VE TÜRKİYE’DE HALKA ARZ

1.1. Halka Arz Tanımı

Başlangıç aşamasındaki birçok şirket zaman geçtikçe az sayıda yatırımcıların ya da risk sermayedarlarının sağlayabileceğinden daha fazla sermayeye ihtiyaç duymaktadırlar. Bu durumda bir seçenek firmanın daha büyük bir firmaya satılmasıdır. Ancak; çoğu girişimci bir başkası emrinde çalışmak yerine, şirket yöneticisi/patron olarak çalışmaya devam etmek istemektedir. Bu durumda, şirketler hisselerini halka satma yoluna gidebilmektedirler. Brau ve Fawcett (2006) çalışmalarında şirketlerin halka arz nedenlerini araştırmış ve bu konuda finans yöneticilerine (CFO) anket uygulamışlardır. Anket sonuçları Şekil 1’de gösterilmiştir.



(Kaynak: Brau ve Fawcett, 2006)

Şekil 1. Halka Arzın Nedenlerine Finans Yöneticilerinin Katılma Yüzdesi

Likit bir pazarın oluşması beklentisiyle bir menkul değerin ilk defa halka satılmasına halka arz denmektedir (Loughran vd., 1994).

Halka arz, Borsa İstanbul ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tanımlarına göre, bir şirketin ya da ortaklığın sermaye piyasası araçlarının satışı için önceden bilinmeyen çok sayıda yatırımcıya her kanaldan yapılan genel davet ve akabinde gerçekleşen satış anlamına gelen doğrudan bir finansman kaynağıdır.¹ Başka bir ifadeyle, halka arz, anonim şirket statüsündeki bir şirketin hisse senetlerini birçok kesime satarak, daha geniş tabanlı ortak arayışıdır (Sarıaslan ve Erol, 2014).

Şirketlerin halka arzı, yeni hisse senetleri şirketin nakit girişlerini artırmak için ilk defa satışa sunulmuşsa birincil halka arz; şirket kurucuları ve risk sermayedarları menfaat sağlamak için mevcut hisse senetlerini satışa sunmuşsa ikincil halka arz olarak adlandırılmaktadır (Brealey vd., 2015). Diğer bir deyişle, ikincil halka arz, firmadaki eski bir yatırımcının hisse senetlerini (çıkış stratejisi olarak) dışarıdaki yeni yatırımcılara satmasıdır (Berk vd., 2012). İkincil halka arzdan elde edilen nakit, firma içine girmemektedir. Halka arzlar, aynı anda hem birincil hem de ikincil olabilmektedir.

Hisse senetlerini halka arz etmemiş olsalar bile, 500'den fazla ortağı olan şirketler, Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka arz edilmiş sayılmaktadırlar.²

¹ Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2016.

² Halka Arz, 2016.

1.2. Halka Açılmanın Avantajları

1. Finansman Kaynağı Sağlamak

Büyüme isteyen bir şirket, gerekli finansman kaynağını öz kaynak adı altında toplamaktadır. Dolayısıyla, kredi ve uzun vadeli borçla sağlanan finansmana göre, geri ödeme riski taşımadan finansman kaynağı elde etmektedir (Sarıslan ve Erol, 2014).

Bir menkul değer halka açıldıktan sonra artan likidite, şirketin öz sermayesini özel bir şirkete göre daha avantajlı şekilde artırmasını sağlamakta (Loughran vd., 1994) ve buna bağlı olarak da şirketler rekabetçi avantaj elde etmektedirler (Karatepe vd., 2002).

Halka açıldıktan sonra borsada işlem gören şirketler, nominal bedelinden yüksek bir bedelle hisse senedi ihraç ettiklerinde hisse senedi ihraç primi (emisyon primi) kadar ek kaynaklara da sahip olmaktadır (Karatepe vd., 2002).

Daha önce halka açılmış olan şirket, sonraki dönemlerde ikinci ve üçüncü kez halka arz yoluna giderek diğer sermaye piyasası araçları ile finansman sağlama konusunda kolaylık yaşamaktadır. İlk halka arzdan sonra tekrar halka arz planlayan şirketler, SPK'nın raf kayıt sistemi uygulamasıyla diğer halka arzlarını daha az zamanda ve daha az bürokratik işle uğraşarak gerçekleştirmektedirler.

Ayrıca, şirketler halka açık olan hisse senetlerini teminat göstererek borç senedi ihraç edebilme ve kredi kullanabilme yoluyla finansman kaynağı sağlayabilmektedir (Sayılğan, 2004).

2. Likidite Sağlamak

Halka açık bir anonim ortaklığın hisse senetleri borsada işlem gördüğü için, arz ve talebe göre oluşan hisse senedi fiyatından yola çıkarak şirket değeri de belirgindir (Sarıaslan ve Erol, 2014). Hisse senetlerinin istenilen zamanda, şeffaf bir şekilde nakde çevrilmesi kolaydır. Bu yüzden likiditesi fazladır.³

3. Yurt içi ve Yurt dışı Tanınma

Halka açık şirketler, borsanın şeffaflık ve kamuyu aydınlatma işlevi çerçevesinde, şirket bilgilerini sürekli olarak yurtiçi ve yurtdışında bulunan yatırımcılara çeşitli kuruluşlar aracılığıyla düzenli olarak sunmaktadır. Bu durum, şirketin hem yurt içinde hem de yurt dışında tanınmasını sağlamaktadır (Sayılğan, 2004).

4. Kurumsallaşma

Hisse senedi ihracı yoluyla yeni ortaklar almak, Türkiye’de çoğu aile şirketi olan şirketlerin karakteristik özelliğini değiştirmektedir. Yeni ortaklarla, şirketin kurum kültürü değişmekte, ortaklara karşı sorumlulukları artmakta ve şeffaflık kuralı çerçevesince bağımsız denetim raporları sunmakta, ortaklarını ve kamuyu düzenli bilgilendirmekte olup SPK ve Borsa İstanbul’un sürekli gözetiminde tutulmaktadır.

5. Kredibilite

Halka açık bir şirket düzenli olarak ve şeffaf bir şekilde şirket bilgilerini yayınladığı için, kamuoyunda, bankacılık ve para piyasaları nezdinde bir prestij kazanır. Bu durum şirketin kredibilitesini artırmaktadır.³

³ bkz. 1 no’lu dipnot

6. Globalleşme

Şirket payları bir borsada işlem görmeye başladığı zaman diğer ülkelerde de sermaye piyasası araçları ihraç edebilmekte ve o ülkelerde de borsaya kolayca kote olabilmektedirler. Bu şekilde, yabancı ortak bulabilme imkanı artmaktadır.⁴

7. Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören paylar ile ilgili bazı vergisel avantajlar sağlanmaktadır (Sayılğan, 2013).

1.3. Halka Açılmanın Dezavantajları

1. Maliyetli olması

Halka arz, uygun zamanda, belirli bir menkul kıymet aracı kuruluş aracılığıyla, belirli bir fiyatla birtakım yasal basamaklardan geçerek gerçekleşen bir işlem olduğu için maliyetlidir. Aracı kuruluşa, halka arz edilen toplam fiyat üzerinden bir komisyon ücreti verilmektedir. Bunun yanı sıra, yasal düzenlemeler uyarınca, halka açık şirket düzenli olarak faaliyet raporları hazırlayıp bağımsız denetim yaptırmak ve yetkili kamu otoritelerine sunmakla yükümlüdür. Bu işlemler de şirkete ekstra maliyet yüklemektedir.

2. SPK'nın sınırlayıcı yasal düzenlemelerine tabi olması

Bazı şirketler SPK ve borsanın denetimine girmeyi sakıncalı bulmaktadırlar. SPK mevzuatının zorunlu kıldığı bazı düzenlemeler, şirketin çıkarları ile örtüşmeyebilmektedir.

Ayrıca, halka açık olan bir şirket her zaman göz önüne olmaktadır. Bu durum piyasa baskısını hissetmelerine sebep olabilmektedir.

⁴bkz. 1 no'lu dipnot

1.4. Halka Arz Süreci

1.4.1. Halka Arz Edilecek Menkul Değerler için Temel Adımlar

Halka arz edilecek menkul değerler için temel adımlar Ross vd. (1993) tarafından şu şekilde özetlenmiştir:

- i. Halka arz edilecek bir firma için ilk adım, yönetimin yönetim kurulunun onayını alması ile başlamaktadır. Sermaye artırımına gidilmesi durumunda, hissedarların oylaması durumu söz konusu olmaktadır.
- ii. Daha sonra firma izahname hazırlamaktadır. İzahname, halka arz olacak şirketin finansal geçmişi, mevcut faaliyet alanları ile ilgili detayları, finansman kaynakları, gelecek planları bilgilerini ve prospektüsü içeren yasal bir belgedir (Horne ve Wachowicz, 2001).
- iii. Sermaye Piyasası Kurulu, izahnameyi bekleme süresi adı verilen zaman diliminde incelemektedir. Bu süre zarfında, firma ön prospektüsü çoğaltıp dağıtabilmektedir. Prospektüs, halka arz olan firma ve önerilen satış hakkında detay bilgileri içeren ve izahnamenin içinde yer alan ayrı bir kitapçıktır (Horne ve Wachowicz, 2001). Prospektüs, izahnamedeki bilgilerin çoğunu içermekte ve potansiyel yatırımcılara dağıtılmaktadır. Ön prospektüse tahvil ihracı prospektüsü (red herring) de denmektedir. Şirket bekleme süresi zarfında satış yapamamaktadır. Ancak sözel teklifler yapılabilmektedir.

- iv. İzahnamenin yürürlük tarihinde, fiyat belirlenip satış başlamaktadır. Menkul kıymetlerin teslimi ya da satışın onaylanması sırasında en son izahname de yer almalıdır.

1.4.2. Aracı Kurum

Şirketler halka arz kararı verdikten sonra, şirket yöneticileri aracı kurumlarla (underwriter) çalışmaktadırlar. Aracı kurumların öneri sağlama, firmadan yeni bir menkul kıymeti alma ve bunu yatırımcılara satma olmak üzere üçlü rolleri bulunmaktadır (Brealey vd., 2015). Aracı kurum, menkul kıymet ihracını yöneten ve yapısını tasarlayan bir emisyon firmasıdır (Berk vd., 2012). Buna göre, aracı kurum, firmanın menkul kıymetlerinin halka arz olmasını yönetmektedir. Çoğu halka arzda, özellikle büyük halka arzlarda, birden fazla aracı kurum (syndicate-konsorsiyum) görev almaktadır. Konsorsiyum lideri, menkul kıymet ihracından sorumlu birincil aracı kurumdur. Lider aracı kurum, satış hakkında daha çok fikir sağlamakta ve gruptaki (konsorsiyumdaki) diğer aracı kurumların satışa katkılarını organize etmektedir (Berk vd., 2012).

Aracı kurumlar, sadece halka arzda görev almamakla birlikte, şirket ihtiyacı olduğu anda aracı kuruma danışabilmektedir (Brealey vd., 2015). Başarılı bir aracılık yüklenimi hatırı sayılır bir deneyim ve iyi bir finansal alt yapı gerektirmektedir. Eğer bir aracı kurum, menkul kıymetleri satmada başarısız olursa, bu durum büyük meblağlarda para kaybı ve itibar kaybı yaşamalarına sebep olmaktadır.

Brau ve Fawcett (2006), yaptıkları ankette aracı kurum seçimi hakkında finans yöneticilerine seçenekler yöneltmişlerdir. Anketin sonucu Şekil 2’de gösterilmiştir.



(Kaynak: Brau ve Fawcett, 2006)

Şekil 2. Halka Arzlarda Aracı Kurum Seçiminde Finans Yöneticilerin Dikkat Ettiği Faktörler

1.4.2.1. Aracılık Türleri

Aracılık türleri aracılık yüklenimi ve en iyi gayret aracılığı olmak üzere iki şekildedir.

a. Aracılık Yüklenimi (Firm Commitment Underwriting)

Aracılık yükleniminde, halka arz olan firma bütün menkul değerlerini satması için aracı kuruma satmaktadır. Aracı kuruma ödenen ücret aradaki farktır. İlk defa halka arz olacak payların fiyatı için aracı kurum piyasaya bakıp ona göre bir satış fiyatına

karar vermektedir. Eğer aracı kurum tüm hisseleri satamazsa, anlaşılan bir fiyat üzerine satış yapılmakta bu durumda bazen payların fiyatı düşebilmektedir. Satış durumu ne olursa olsun, halka arz olan firma yine aynı miktarı almaktadır. Satışla ilgili sorumluluk ve risk aracı kurumdadır (Horne ve Wachowicz, 2001). Bu durum dezavantajlı gibi görünse de, halka arz fiyatı genellikle satış öncesi belirlenmediği için aslında aracı kurum için risk çok yüksek değildir (Ross vd, 1993). Genellikle, riski dağıtmak ve daha iyi bir dağılım elde etmek için birden fazla aracı kurum halka arzda yer alması için davet edilmektedir (Horne ve Wachowicz, 2001).

b. En İyi Gayret Aracılığı (Best Efforts Underwriting)

En iyi gayret aracılığında, aracı kurum belirlenen halka arz fiyatı üzerinden olabildiğince çok menkul değer satmakla yükümlüdür (Horne ve Wachowicz, 2001). Ayrıca, aracı kurum, halka arz olan firmaya herhangi bir ödemeyi garanti etmemektedir. En iyi gayret aracılığında, payların satışında aracı kurum bir temsilci gibi hareket etmekte ve karşılığında komisyon almaktadır. Diğer bir deyişle, aracı kurum satış adına herhangi bir risk ve sorumluluk taşımamaktadır (Horne ve Wachowicz, 2001). Uygulamada, eğer aracı kurum sermaye piyasası araçlarını belirlenen halka arz fiyatı üzerinden satamazsa, satış sonlanmaktadır. Paylar yeniden fiyatlanarak başka bir zaman tekrar satışa sunulmaktadır (Ross vd.,1993).

1.4.3. Halka Arzlarda Satış Yöntemleri

Halka arz yöntemleri ülkeden ülkeye farklılık gösterme ve yöntemler arasındaki farklılıklar aracı kurumlar küresel bazda birbirleriyle rekabeti sürdürdüğü için giderek bulanık hale gelmektedir (Jenkinson ve Ljungqvist, 2001). Halka arz yöntemleri şu şekilde sıralanabilmektedir:

- i. Sabit Fiyatla Talep Toplama: Bu yöntemde, yatırımcılar satın alma talimatlarını teslim etmeden önce halka arz fiyatı ön izahnamede belirlenmektedir (Dietrich, 2012). Aracı kurum, izahnameyi potansiyel yatırımcılara dağıtmakta, sipariş başvurularını toplamakta ve payları dağıtmaktadır.
- ii. Fiyat Aralığı (Fiyat Teklifi Alma) ile Talep Toplama: Bu yöntemde, beklenen halka arz fiyatı ve olası fiyat aralığı belirlenmekte ve bu aralıklar izahnamede de yer almaktadır (Dietrich, 2012). Bu yöntemde aracı kurum potansiyel yatırımcılarla görüşüp fiyat teklifleri almakta ve herhangi bir bağlayıcılığı bulunmayan bu teklifleri belirli bir aralıkta toplayabilmektedir (Küçükkoçaoğlu, 2008). Bu yöntem, aracı kurumlar için yatırımcıların beklentilerini ölçme olanağı sağlamaktadır (Geddes, 2003).
- iii. Müzayede: Halka arz olan şirketin ve aracı kurumun halka arz sonuçlarını kontrol edebilmesi bu yöntemle diğer yöntemlere kıyasla daha zor olmaktadır (Dietrich, 2012). Bu yöntemde yatırımcılar alacakları pay miktarlarını ve satın alabilecekleri sınır fiyatı bildirmektedirler. Bildirimler açık ya da kapalı usulde olabilmektedir

(Küçükkocaoğlu, 2008). Tüm teklifler toplandıktan sonra aracı kurum teklifleri toplayarak arz ve talep dengesinin olduğu yerde fiyatı belirlemektedir. Bu fiyatın üzerinde fiyat veren yatırımcıların teklifleri kabul edilmektedir.

- iv. Borsada Satış: Birincil piyasada aracı kurum tarafından yapılan satış türüdür. Birincil piyasada, bu payları alan yatırımcılar payları satabilmek için, payların ikincil piyasada işlem görmesini beklemek zorundadırlar (Küçükkocaoğlu, 2008).
- v. Karma Halka Arzlar: Aracı kurumların birden fazla yöntemle halka arzı gerçekleştirdiği halka arz türüdür.

1.4.4. Halka Açılmanın Maliyetleri

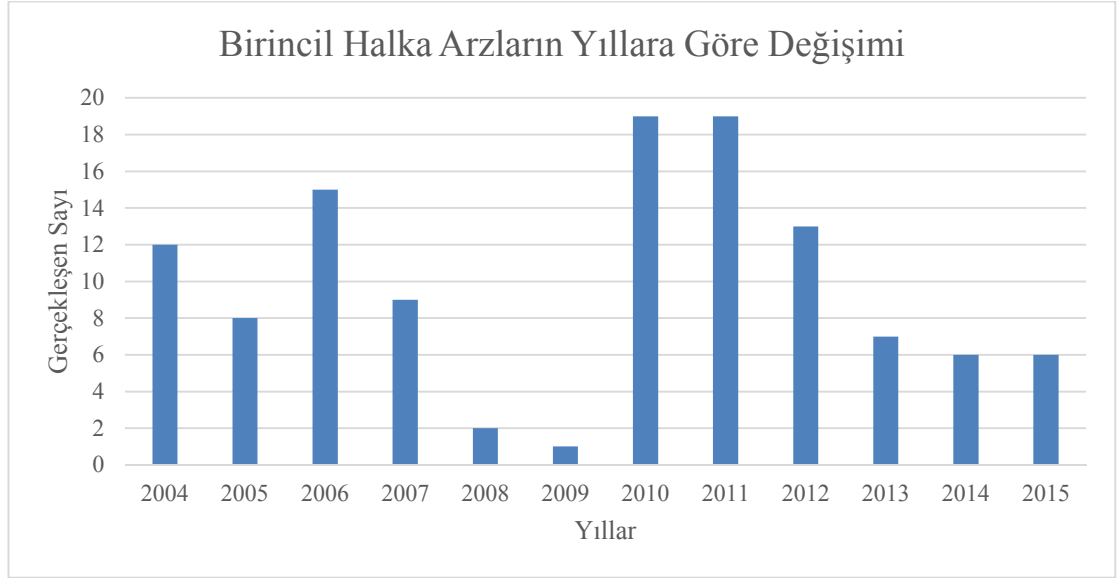
Halka arz maliyetleri (pazarlama maliyeti, yasal ve denetleme işlerinin maliyetleri vb.) temelde sabit olmakla birlikte bu durum önemli derecede ölçek ekonomisine yol açmaktadır (Jenkinson ve Ljungqvist, 2001). Satış komisyonları ya da aracı kurum ücretleri gibi diğer maliyetler, toplam halka arz miktarının belli bir yüzdesini oluşturmaktadır. Diğer bir ifadeyle, halka arz maliyetleri, halka arz tutarına göre değişim göstermektedir. Jenkinson ve Ljungqvist (2001) halka arz maliyetlerini iki temel gruba ayırmıştır: (i) halka arza hazırlık sürecinde şirket tarafından doğan maliyetler, (ii) yatırım bankaları tarafından yapılan ücretlendirmeler. Halka hazırlık sürecinde doğan maliyetleri, denetçilere, avukatlara ve pazarlama faaliyetlerine ödenen ücretler ile zaman yönetiminin fırsat maliyeti oluşturmaktadır. Yatırım bankaları tarafından yapılan ücretlendirmeler ise genellikle izahnamelerde yer almakta

ve/veya düzenleyici kurullara bildirilmektedir. Bunlar genellikle yüzdesel olarak toplam komisyon (gross spread) şeklinde ifade edilmektedir.

Ross, Westerfield ve Jordan (1993) ise halka arz maliyetlerini altı grupta incelemiştir: (i) komisyon, (ii) diğer direkt harcamalar, (iii) dolaylı harcamalar, (iv) anormal (abnormal) getiri, (v) düşük fiyatlandırma ve (vi) ek satış hakkı (the Green Shoe option). Komisyon, halka arz edilen şirket tarafından aracı kuruma/konsorsiyuma ödenen direkt ücretleri kapsamaktadır. Diğer direkt harcamalar ise, halka arz edilen şirket tarafından ödenen dosya ücreti, harç ve vergiler gibi izahnamede yer alan ve aracı kuruma ödenen komisyonlar dışındaki ödemelerdir. Dolaylı harcamalar, halka arz için harcanan yönetim zamanını ifade eden ve izahnamede yer almayan maliyet kalemidir. Anormal getiriler, ikincil halka arzlarda, arzın ilan edilmesinden sonra fiyatın yaklaşık %3 oranında düşmesi ile oluşmaktadır. Düşük fiyatlandırma, payların değerinin altında bir fiyattan satılması sonucu oluşmaktadır. Ek satış hakkı ise, talep fazlasını karşılamak amacıyla aracı kurumların halka arz fiyatından ek paylar almasıyla oluşmaktadır.

1.5. Türkiye’de Halka Arz

Türkiye’de birincil halka arzların 2004-2015 yıllarındaki sayıca değişim grafiği Şekil 3’te verilmiştir.



Şekil 3. Türkiye’de Birincil Halka Arzların Yıllara Göre Sayıca Dağılımını Gösteren Grafik.

1.6. Türkiye’de Halka Arza Hazırlık Süreci

1. Halka arz sürecinde Borsaya müracaat ve diğer işlemlerde rol almak üzere şirket içinde finans departmanından çalışanların, orta düzey yöneticilerin ve halka ilişkiler sorumlularından oluşan bir çalışma grubunun oluşturulması gerekli görülmektedir.
2. Başarılı bir halka arz (uygun miktarda, uygun araçlarla, uygun fiyatlarla ve uygun zamanda) gerçekleşebilmesi için uzmanlık düzeyinde bir bilgi gerekmektedir. Bu sebeple, listesi SPK internet sitesinde yer alan, SPK

tarafından yetkilendirilmiş bir aracı kurumun desteğini almak zorunlu hale gelmektedir.

Aracılık sözleşmesi tek bir kuruluşla olacağı gibi birden fazla kuruluşla da imzalanabilmektedir. Birden fazla aracı kuruluşun sözleşmeye dahil olduğu durumlara konsorsiyum adı verilmektedir. İmzalanan sözleşmede, aracılardan ve şirketlerin hak ve sorumlulukları, aracılık yüklenimi yapılacaksa yüklenim şekli, halka arz yöntemi vb. temel unsurlar yer almaktadır.

3. Halka arz başvurusunda bulunacak şirketin, mali tablolarını SPK mevzuatına göre yayınlama ve SPK tarafından yetkilendirilmiş bağımsız denetim şirketlerince denetimden geçirme yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu durumda, şirket bağımsız denetim için şirket seçmeli ve sözleşme imzalamalıdır.
4. Şirketin ana sözleşmesinde halka arz edilen payların geçerlilik ve devrini kısıtlayıcı, ortakların haklarını sınırlayıcı maddeler varsa, bu maddeler sözleşmeden çıkarılması ve şirketin esas sözleşmesini SPK mevzuatına uygun hale getirmesi gerekmektedir.
5. Halka arz fiyatının belirlenmesi bir halka arzda aracı kuruluş tarafından yapılan en zor ve en önemli aşamadır. Eğer fiyat çok yüksek ya da çok düşük belirlenirse, halka arz olan şirket ekstra bir maliyete katlanmak durumunda kalmaktadır. Paylar çok yüksek fiyatlandırılırsa, şirket başarısız olup geri çekilmek zorunda kalabilmektedir. Buna karşın, paylar gerçek pazar fiyatının altında fiyatlandırılırsa bu durum mevcut hissedarlar hisseleri ederinin altında bir tutara sattığı için fırsat kaybına sebep olmaktadır (Ross vd., 1993).

Halka arz işlemine, fiyat tespit raporu ve izahnamenin yayınlanmasından itibaren üçüncü gün başlanabilmektedir.

6. Başvuru için gerekli belgelerin hazırlanması ön hazırlık sürecinin son aşamasıdır. Bu aşamada şirket ve(ya) aracı kuruluş Borsa ve SPK ile görüşme başlatmakta olup ilgili belgeleri hazırlamaktadır.

1.7. Türkiye’de Halka Arz Süreci

1. SPK ve Borsa İstanbul’a Müracaat: Gerekli belgeler hazırlandıktan sonra şirket ya da aracı kuruluş tarafından izahnamenin onayı için başvuru yapılması gerekmektedir. Bu aşamada tanıtım faaliyetlerine de başlanmaktadır.
2. Borsa İstanbul ve SPK Uzmanlarınca Şirket İncelenmesi aşamasında Borsa ve SPK uzmanları şirketin merkezi ve üretim tesislerini ziyaret ederek yerinde incelemektedir. İnceleme sırasında finansal ve finansal olmayan verilerinin incelenmesi söz konusudur.
3. Takas ve Saklama Bankasına Müracaat: Takasbank, tüm şirketlere uluslararası geçerliliği olan “ISIN” kodu vermektedir. Halka arz olan şirketlerin başvuru yapıp bu kodu alması zorunludur.
4. Merkezi Kayıt Kuruluşuna Müracaat
Kaydileştirilmesine karar verilen şirketlerin, Türkiye’nin Merkezi saklama kuruluşu olan Merkezi Kayıt Kuruluşu(MKK)’na başvurması gerekmektedir. Bu şirketler hak sahibi olarak kayıt altına alınmaktadır. Halka arzdan pay alan yatırımcıların MKK nezdindeki hesaplarına bu payların aktarılabilmesi için şirketin MKK üyesi olunması gerekmektedir. Ek olarak, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü gereğince yayınlanacak olan mali tablolar ve özel durum açıklamaları MKK tarafından işletilmekte, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)’nda yayınlanmaktadır. Bu sebeple, şirketlerin MKK’ye KAP üyeliği için başvurmaları gerekmekte ve elektronik sertifika almaları gerekmektedir.

5. Borsa İstanbul Tarafından Şirketin İşlem Göreceği Pazarın Belirlenmesi: Başvuru yapan şirketlerin, Borsa İstanbul uzmanları tarafından yapılan inceleme sonucu hangi pazarda işlem göreceğine karar verilmektedir.
6. Payların halka arz edilmesi ve satış sonuçlarının bildirilmesi aşamasında şirket payları aracı kuruluş ya da konsorsiyum tarafından satış duyurusunda belirtilmiş olan hususlara göre ve SPK'ya uygun biçimde halka arz edilmektedir. Satış sonuçları KAP'ta ilan edilmekte ve Borsa ve SPK'ya bildirilmektedir.
7. Borsa kotuna alınma ve payların işlem görmeye başlaması: Borsa İstanbul Genel Müdürlüğü, halka arz sonuçlarını değerlendirip, kota alınma şartları sağlanıyorsa borsa kotuna almaktadır. KAP'ta duyuru yapılmasını izleyen 2. iş günü, şirket payları borsada işlem görmeye başlamaktadır.

1.8. Türkiye'de Halka Arz Yöntemleri

1.8.1. Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Hisse Senetlerinden Bir Kısmını Borsada veya Borsa Dışında Halka Arz Etmeleri

Bu yönteme göre, mevcut hissedarlar sahip oldukları payların bir kısmını Borsa'da veya Borsa dışında halka arz etmektedirler.

Yöntemin uygulanabilmesi için ortaklık sermayesinin ödenmiş olması ve payların rehin/teminata verilmesi suretiyle devrini veya geçerliliğini kısıtlayıcı, pay sahibinin haklarını kısıtlayıcı kayıtların olmaması gerekmektedir (Sayılğan, 2013).

1.8.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı

Halka açık olmayan şirketler, ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak halka arz olabilmektedirler. Mevcut payların halka arzı yönteminde olduğu gibi bu yöntemde de sermayenin tamamının ödenmiş olması gerekmektedir. Sermaye artırımı yoluyla hisse senetlerinin halka arzı için başvurulmasından önce şirketin ana sözleşmesinde değişiklik hazırlanmalı ve bunun için SPK'dan onay alınmalıdır. Ayrıca, Türk Ticaret Kanunu kapsamında, şirket genel kurulu sermaye artırımı ve ortakların yeni pay almalarını sınırlandırılması için karar almalıdır (Sayılğan, 2013).

1.8.3. Sermaye Artırımı Yoluyla Pay Senetlerinin Halka Arzı ile Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Pay Senetlerinden Bir Kısmını Halka Arz Etmesinin Birlikte Yapılması

İlk iki yöntemin birlikte uygulanması yoluyla da şirketler halka arz olarak kaynak elde edebilmektedirler.

Tablo 1, Türkiye’de 2004-2015 yılları arasında gerçekleşen halka arzların halka arz yöntemletini göstermektedir.

Tablo 1. 2004-2015 Yılları Arasındaki Halka Arzlarda Halka Arz Yöntemleri.

Yıllar	Ortak Satışı	Sermaye Artırımı	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Toplam
2004	3	3	6	12
2005	5	2	1	8
2006	7	3	5	15
2007	3	2	4	9
2008	2	0	0	2
2009	0	1	0	1
2010	5	5	9	19
2011	2	6	11	19
2012	1	7	5	13
2013	1	3	3	7
2014	1	1	4	6
2015	1	1	4	6
Toplam	30	34	52	117

1.9. Türkiye’deki Halka Arzlarda Satış Yöntemleri

1.9.1. Talep Toplama Yöntemi

Bu yöntemde, şirketin anlaşmış olduğu aracı kuruluş potansiyel yatırımcılarla iletişime geçerek halka arz edecekleri menkul kıymetlere olan taleplerini ve almak isteyecek olurlarsa alacakları miktarları bir ön anlaşma kapsamında belirlemektedir (Sarıaslan ve Erol, 2014).

a. Sabit Fiyatla Talep Toplama

Sabit fiyatla talep toplama yönteminde, halka arz edilecek olan payların fiyatları yatırımcılar tarafından önceden bilinmektedir. Başka bir deyişle, teklifler belirli tek bir fiyat üzerinden alınmaktadır (Sayılğan, 2013). Yatırımcılar, teklif formlarını doldurup imzaladıktan sonra izahnamede belirtilen süre içinde aracı kuruma teslim etmektedirler. Yatırımcılar talep edilen paylara karşılık gelen miktarı aracı kuruluşun

hesabına yatırmaktadırlar (Küçükkocaoğlu, 2008). Talep toplama süresi en az iki iş günü olarak belirlenmiştir. Sirküler ilan edildikten sonra en az üç en fazla beş iş günü içinde başlamaktadır (Sayılğan, 2013).

Talep toplama süresi bittikten sonra, halka arz edilen toplam hisselerin yatırımcı sayısına bölünmesi ile hisselerin tamamı dağıtılmaktadır (Küçükkocaoğlu, 2008).

b. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama

Bu uygulamada şirket minimum bir fiyat belirlemekte ve onun üzerindeki fiyat ve talep teklifleri toplanmaktadır (Sarıaslan ve Erol, 2014). Talep toplama süresi en az iki iş günüdür ve sirküler yayınlandıktan en az üç en fazla beş iş günü içinde başlamaktadır (Sayılğan, 2013).

c. Fiyat Aralığı Alma Yoluyla Talep Toplama

Bu yöntemde bir fiyat aralığı belirlenmekte ve bu aralığın alt ve üst limitleri arasındaki fark %20'yi geçmemektedir. Talep bilgilerine göre satış fiyatı belirlenmekte olup aradaki fark sonradan yatırımcıya iade edilmektedir (Sarıaslan ve Erol, 2014).

1.9.2. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

Talep toplamaksızın satış yönteminde, sermaye piyasası araçları belirli bir fiyat belirlenerek ve yatırımcıdan talep toplamayarak halka arz edilmektedir (Sayılğan, 2013). Yatırımcılar, sirkülerde belirtilen süre içerisinde satış noktalarına giderek belirtilen fiyattan istedikleri kadar pay alabilmektedirler (Sarıaslan ve Erol, 2014).

1.9.3. Borsada Satış Yöntemi

Borsada satış yönteminde, önceden talep toplamaksızın sirkülere göre yapılan duyuru çerçevesinde, önceden Borsa ve SPK'dan alınan izinlerle, satış günü halka arz edilecek olan sermaye piyasası araçları borsada alıcılara sunulmaktadır (Sarıaslan ve Erol, 2014).

Türkiye'de 2004-2015 yılları arasında halka arzlarda uygulanan satış yöntemleri Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2. 2004-2015 Yılları Arasındaki Halka Arzlarda Uygulanan Satış Yöntemleri.

Yıllar	Sabit Fiyatla Talep		Fiyat Aralığı ile Talep	
	Toplama	Borsada Satış	Toplama	Toplam
2004	9	2	1	12
2005	2	3	3	8
2006	4	7	4	15
2007	1	1	7	9
2008	0	1	1	2
2009	0	1	0	1
2010	4	5	10	19
2011	8	3	8	19
2012	12	0	1	13
2013	5	0	2	7
2014	4	0	2	6
2015	6	0	0	6
Toplam	55	23	39	117

1.10. Türkiye'de Halka Arz Maliyetleri

1.10.1. Aracı Kuruluşa Ödenen Ücretler

İhraççı ile aracılık eden kurum ya da konsorsiyuma halka arz edilen tutar üzerinden komisyon verilmektedir. Bu komisyonun tutarı aracılık sözleşmesiyle belirlenmektedir. Bu tutar halka arzın tutarına göre değişmekle birlikte ortalama %3 ile %5 arasında olmaktadır.⁵

⁵ Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, 2013.

1.10.2. Sermaye Piyasası Kurulu'na Ödenen Ücretler

Sermaye Piyasası Kurulu ihraç edilen payların %0,2'si oranında ücret almaktadır.

1.10.3. Borsa İstanbul'a Ödenen Ücretler

Borsa İstanbul'da payların ilk kotasyonunda ücret alınmamakta olup başvurularda alınacak ücretler ilk kayıta kalma ücretinden mahsup edilmektedir.

1.10.4. MKK'ya Ödenen Ücretler

Pay ihraççılarının sermayelerinin binde biri üyelik girişi olarak tahsil edilmektedir. Aynı kurumdan farklı işlemler için tekrar ücret alınmamaktadır.

1.10.5. Diğer Maliyet Unsurları

Belirtilen unsurlara ek olarak, bağımsız denetim raporları, bağımsız hukuk raporları ve tanıtım faaliyetleri için ödenen ücretler de halka arz maliyetinin içine dahil edilmektedir.

1.11. Türkiye'de Aracı Kurum Faaliyetleri

Aracılık türleri, en iyi gayret aracılığı ve aracılık yüklenimi olmak üzere iki türdür. Aracılık yüklenimi ise bakiyeyi yüklenim veya tümünü yüklenim şeklinde olabilmektedir (Sayılğan, 2013).

En İyi Gayret Aracılığı: Bu yüklenim şeklinde menkul kıymet ihracına aracılık eden kurum, doğabilecek risklerin sonucuna katlanmamaktadır. Aracı kurum, sermaye piyasası araçlarının, izahnamede belirtilmiş olan satış süresi boyunca satılması, satılmayan payların ihraççıya iadesi veya daha önce almaya söz veren yatırımcılara

satılmasıyla yükümlüdür. Satışı izleyen iş günü içinde, aracı kurum halka arz olan şirkete ödemesini eksiksiz bir şekilde ve nakit halinde yapmak durumundadır (Karatepe vd., 2002).

Aracılık Yüklenimi: Aracı kurumun satışa yönelik taahhütlerde bulunduğu yüklenim çeşididir. İki şekli vardır:

Bakiyeyi Yüklenim: Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılmasını ve satılmayan kısmın tamamının, bedeli satış süresinin sonunda tam ve nakden alınmasının taahhüt edilmesidir (Sayılğan, 2013).

Tümünü Yüklenim: Aracı kurumun sermaye piyasası araçlarının satışı başlamadan önce eksiksiz ve nakit ödeme ile satın aldığı payların satışına yönelik taahhütnamedir (Karatepe, Gökgöz ve Karaaslan, 2002).

Türkiye’de 2004-2015 yılları arasında yapılan halka arzlarda aracı kurumların kullandıkları aracılık yöntemleri Tablo 3’te verilmiştir.

Tablo 3. 2004-2015 Yılları Arasında Aracı Kurumların Kullandıkları Aracılık Yöntemleri.

Yıllar	Bakiyeyi Yüklenim	En İyi Gayret Aracılığı			Toplam
		En İyi Gayret	/Bakiyeyi Yüklenim	Yoktur	
2004	12				12
2005	8				8
2006	14		1		15
2007	8	1			9
2008	1	1			2
2009	1				1
2010	11	6		2	19
2011	6	10		3	19
2012	1	12			13
2013	2	5			7
2014	5	1			6
2015	1	5			6
Toplam	70	41	1	5	117

BÖLÜM 2: KURUMSAL ÇEŞİTLENDİRME

2.1. Çeşitlendirme Tanımı

Çeşitlendirme tanımını Gort (1962) farklı pazarlara farklı çıktılarının gönderilmesi olarak ifade etmiştir. Benzer şekilde Ansoff (1957, 1965) da farklı ürünlerle farklı pazarla girilmesini, çeşitlendirme olarak ifade etmiştir. Modigliani-Miller'in mükemmel sermaye piyasalarındaki varsayımında çeşitlendirmenin firma değeri ile ilişkisiz olması gerektiği ifade edilmektedir. Çeşitlendirme kapsamında olan firmalar üzerine yapılan çalışmalar, çeşitlendirme kapsamında olan firmaların tek bölümlerine göre iskontolu işlem gördüklerini göstermektedir. (Lang ve Stulz, 1994; Berger ve Ofek, 1995; Santalo ve Becerra, 2008) çeşitlendirmenin endüstri boyunca heterojen bir yapı gösterdiğini ifade etmişlerdir. Bu da çeşitlendirme kapsamında olan firmaların bazı endüstrilerde iskontolu değerlendirildiğini; ancak diğerlerinde primli olarak işlem gördüğünü göstermektedir.

Yazındaki bir çok teori çeşitlendirme kararı ile ilişkilendirilmiştir:

Vekalet teorisi ile varsayılan, paydaşların bakışıyla yatırım etkinliğine bakmaksızın, çeşitlendirme yönetimin ilgi alanında olmaktadır. Yöneticilerin gücü arttırmak (Jensen, 1986; Jensen ve Murphy, 1990; Stulz, 1990), firma riskini azaltmak (Amihud vd., 1981) ve kendilerini güvenceye almak için firmaları çeşitlendirme inisiyatiflerine sahiptirler (Shleifer ve Vishny, 1989). Bu doğrultuda vekaleti açıklamakta fayda ve risk azaltma etkenleri modelde bir araya gelmektedir. Fulghieri ve Hodrick (2006) karmaşıklık ve sinerji vekaletinin etkileşimini incelemiştir ve mevcut sinerjinin varlığının bölüm yöneticisinin inisiyatifini sağlamlaştırdığını önermiştir. İç sermaye piyasaları teorisi de çeşitlendirme ile ilişkilendirilmektedir.

Buna göre ifade edilen, çeşitlendirme açısından iç sermaye piyasaların önemli bir güdüdür. Bir bölümün varlıkları, diğer bir bölümün finansmanı için kullanılabilir. Firmanın finansal kısıtlarını veya maliyetlerini ortadan kaldırmaya yardımcı olursa, bu çapraz sübvansiyonları verimli olabilmektedir. Ancak öte yandan gelişmeyen alana fazla yatırım yaparken, fırsatlar olan alana az yatırım yapılırsa etkinlik kaybedilebilmektedir.

Wulf (2009) iç sermaye piyasasındaki etkinlik problemini vekalet teorisi ile ilişkilendirmiştir; buna göre yatırımın etkin olmaması yöneticinin yeteneğine, bölüm yöneticisinin telafi edici inisiyatiflerine, ve yatırım fırsatının imajına bağlıdır.

Bir diğer ilişki kurulan konu da müşterek sigorta etkisidir. Lewellen (1971), çeşitlendirmenin finansal bir gerekçe olduğunu ifade etmiştir. Farklı işlerden oluşturulan karmalar, nakit akımları aksak korelasyon halinde, genel riski azaltmaktadır. Bu da, öz kaynak ikamesi ile borç sermayesi sayesinde yüksek borç kapasitesini sağlayabilmekte ve firmaya değer kazandırabilmektedir.

Değer maksimize eden ve dinamik modellere de yer verilmektedir. Matsusaka (2001) çeşitlendirme kapsamında olan firmaların yapabileceklerinin dinamik olarak eşleştirilmesi olarak ifade etmektedir. Optimal firma büyüklüğü ve büyümeyi eden neo klasik bir kar maksimizasyon model ile Maksimovic ve Phillips (2002) çeşitlendirme kapsamında olan firmaların kaynaklarını nasıl dağıttığını ve ayarladığını tek bölümlü firmalara kıyasla göstermiştir. Bu model, çeşitlendirme kararının birimlerin üretkenliğine ve endüstri talebindeki şoklara bağlı olduğunu vurgulamaktadır.

Son olarak kurumsal yönlendirme teorisine göre çeşitlendirme kapsamında olan firmalar diğerlerine nazaran görece iskontolu işlem görebilmektedir; dahası,

çeşitlendirme stratejisinin potansiyel maliyetin potansiyel faydaya nazaran daha ağır basmasına ya da tam tersi durumu ifade etmektedir. Güncel çalışmalarla birlikte (Denis vd., 2002; Dittmar ve Shivdasani, 2003; Laeven ve Levine, 2007) geçmiş dönem çalışmaları çeşitlendirmenin maliyetlerinin faydayı aştığına yönelik bulgulardan bahsetmektedir. Sektör odaklı firmalara nazaran çeşitlendirme kapsamında olan firmaların daha düşük değerlemeyle işlem gördüğü çeşitlendirme iskontosu kapsamında literatürde irdelenmektedir.

Çeşitlendirme hem kişisel yatırım alanında hem de kurumsal stratejide önemli bir rol oynamaktadır. Yatırım için oluşturulan portföy riskini azaltmak için farklı varlıklar seçilebilmektedir. Büyüme arttırmak ve riski azaltmak için, mevcut pazarda rekabeti içerisinde olmayan tüm yatırımlar seçilebilir, yeni ürün ve pazar ve müşteri hedef alınabilir, ve ortaklık kurmak, lisans sözleşmeleri, alımlar gibi bir çok farklı yöntem kullanılabilir (Booz vd., 1985).

2.2. Kurumsal Çeşitlendirme

Kurumsal çeşitlendirme ve firma değeri arasındaki ilişki, firma sınırlarının belirlenmesine yazında konu olmuştur. Kurumsal yöneticilerin çeşitlendirme kararıyla karşı karşıya kalmasından dolayı bu alanda çalışmalar gerçekleştirmiştir (Marinelli, 2010). Planlama için geçmişteki karar verme çalışmalarının ampirik verileri faydalı olmaktadır. Maliyet ve fayda kararı ise kurumsal çeşitlendirme açısından irdelenmektedir. Firmanın yeni bir işe yeni ürünler ve pazarlarla girmesi olarak ifade edilebilmektedir (Brost ve Kleiner, 1995).

Standart Endüstri Kod'unda (SIC) belirtilen sınıflandırmada, iki veya daha fazla alanda faaliyet gösteren firmaların çeşitlendirilmiş olduğu ifade edilmektedir.

Kurumsal çeşitlendirme, dış sermaye pazarları görece etkin değilse ve bazı bölümleri finansal olarak kısıtlı kaldıysa tek bölümlü firmalara göre daha etkin olabilmektedir (Dimitrov ve Tice, 2006; Yan vd., 2010; Hovakimian, 2011). Özellikle kıtlıkta ve benzeri durumda, dış sermaye pazarları yüksek oranda kısıtlanmışken, çeşitlendirme kapsamında olan firmalar iç sermaye pazarında fayda elde edebilmektedir. Örgütler hem proaktif olabilmek hem de savunmacı sebeplerden dolayı çeşitlendirmeyi tercih edebilmektedirler (Reed ve Luffman,1986). Örneğin, Miles (1982) yaptığı bir çalışmada çeşitlendirme kararının genel çevreden, rekabetten, firmanın kendi özelliklerinden ve performansından etkilendiğini ifade etmiştir.

Kurumsal çeşitlendirme ile ilgili yapılan çalışmalarda çelişkilere rastlanabilmekte olup net bir sonuca varılmadığı gözlemlenebilmektedir; firmaya değer kazandırdığı veya azalttığı kesin olarak ifade edilmemiştir (Erdorf vd., 2013). Başarılı olan çeşitlendirme kapsamında olan firmaların diğerlerine nazaran ne gibi farklılık yarattığını incelemek faydalı olacaktır.

2.3. Kurumsal Çeşitlendirmenin Avantajları

Çeşitlendirmenin fayda sağladığı ve değer arttırdığına yönelik yazında bir çok farklı bilgiye rastlanmaktadır. İç sermaye piyasalarının kaynak aktarımı açısından faydaları, düşük risk, yüksek borç kapasitesi, güçlenmiş pazar yapılarından söz edilmektedir. Çeşitlendirme kapsamında olan firmalar, çok bölümlü endüstrilerde daha iyi uygulamalarda bulunabilmektedir.

Yetersiz ve maliyetli olabilen dış sermaye pazarı çeşitlendirme sayesinde baypas edilerek iç sermaye pazarlarının lehinde bölümler arasındaki nakit akışlar yüksek nakit akış sağlayan ancak sınırlı yatırım fırsatları bölümleri düşük nakit

akışıyla desteklenebilmekte; ancak vaat veren yatırım fırsatları yaratabilmektedir. Stein (1997) ilişkilendirilmemiş çeşitlendirme stratejisini benimseyen veya benzer iş hatlarına sektör odaklı firmaların iç sermaye pazarında daha iyi işleyeceklerini ifade etmiştir. İç sermaye pazarları firmaların halka satışı yapılan menkul kıymetlerle ilişkili olan işlem maliyetlerinden kaçınabilmesini sağlayabildiği gibi sermaye pazarına satışı yapılan menkul kıymetlerde ortaya çıkan bilgi asimetri problemlerindeki maliyetin üstesinden gelinmesini desteklemektedir. Böylelikle iç sermaye pazarları açısından çeşitlendirmenin fayda sağladığı ifade edilebilir.

Çeşitlendirme ile elde edilen bir diğer fayda da müşterek sigorta etkisi olarak yazındaki çalışmalardan elde edilebilmektedir. Bu etki, firmanın sistematik olmayan riskini aksak korelasyon haline olan işlerin birleştirilmesi ile değer artışı sağlamasından ortaya çıkmıştır. Çeşitlendirme sonucunda gelecek nakit akışlarındaki oynaklığın azalması sayesinde kredi firmaları sektör odaklı firmalardan ziyade çok bölümlü firmalara daha fazla güven duyabilmektedir; yüksek borç kapasitesine gelince de daha fazla firma değeri sağlayacaktır. Yazındaki bir çalışmada holdinglerin yüksek borç kapasitesine sahip olacağı ve zor durumlarda varlıklarını satarak likidite sıkıntılarının üstesinden gelineceğine vurgu yapmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1992). Benzer olarak, çeşitlendirme müşterilerle, tedarikçilerle, vergicilerle mücadele etmektedir.

Çeşitlendirme kapsamında olan firmaların yüksek kaldıraç etkisine sahip olacağı ve dolayısıyla düşük vergi ödeyecekleri tahmin edilmektedir. Bir başka durum ise tedarikçilerden alacakların riski karşısında çeşitlendirme kapsamında olan

firmaların sonuçları, bağımsız iş birimlerinden farklı olabilmektedir. Yüksek borçlanma kapasitesi vergilerin azaltılması bağlamında da bir avantaj sağlamaktadır.

Farklı ürünlerin ayrı ayrı üretiminden kaynaklanan maliyetlerin, aynı tesiste çeşitlendirilmiş yapı altında üretilmesine nazaran daha fazla olacağını Teece (1980) çalışmasında ifade etmiştir. Bu durumdaki çeşitlendirme kapsamında olan firmalar, kapsam ekonomisinden yararlanmış olacaktır; dahası ise fazla kapasite duruma göre bölümler arasında aktararak çeşitlendirme kapsamında olan firmalara da fayda sağlayabilmektedir (Wiling, 1979). Bu durumda ise kaynak temelli teoriden söz edilmektedir. Bölümler arasındaki bilgi akışı, kaynakların paylaşılması, üretim hatlarının ortak planlanabilmesi buna verilebilecek örnekler arasındadır. Benzer şekilde firma iki farklı bölümü için aynı dağıtım kanalını kullanabilecektir.

Tirole (1995) çalışmasında, yüksek pazar gücünün çapraz sübvansiyonlu yağmacı fiyatlandırma sonucunda oluştuğunu ifade etmiştir. Çeşitlendirme kapsamında olan firmaların diğerlerine karşın rekabet karşıtı araçlar kullanarak market gücü elde edebildiği tartışılmaktadır (Villalonga, 2004b). Villalonga çalışmasında iticiden bahsetmiştir: (i) potansiyel rakiplerin pazara girmesine engel olacak karlılığın firmanın diğer bölümlerdeki yırtıcı fiyatlandırmayı desteklemesi; (ii) Farklı pazarlarda rekabet edebilmek; (iii) küçük firmaları sektör dışı bırakmak.

Literatürde çeşitlendirme kapsamında olan firmalar için sektör odaklı firmalara karşın daha düşük değerlendirme raporlanmıştır, bu da çeşitlendirmenin değer yıkımına neden olduğu ile tutarlı sonuçlar göstermektedir. Değer kaybına neden olan konunun nedeninin gerçekliğinin araştırılması literatürde bir çok çalışmada yer almıştır. Villalonga (2004a) çeşitlenme kararının içsel olduğunu ve çeşitlendirme kapsamında

olan firmaların çeşitlenmeden önce daha düşük değerlendirildiğine dair kanıtlar göstermiştir.

Bir çok çalışma çalışmada çeşitlendirmenin faydalarından bahsedilmiştir. Borçlanma kapasitesinin artması, düşük vergi ödenmesi, pazar gücü elde edebilmek bunlar arasındadır. Matsusaka (2001) çeşitlendirmenin bir fırsat arama yolu olduğuna değinmiştir. Ancak bahsedilen faydalar konusunda çalışmalar çok az önermelerde bulunmaktadır.

2.4. Kurumsal Çeşitlendirmenin Dezavantajları

Gereğinden fazla yatırım problemleri ve iç sermaye pazarı söz konusu bir maliyet kalemi olabilmektedir. Yönetici ve paydaşlar arasındaki karmaşıklık nedeni ile yöneticilerin sermaye maliyetinin altında kalan yatırımlara gereksiz yönelmesi ve sonucunda verimsizliği yani maliyet oluşması söz konusu olabilmektedir (Jensen, 1986). Holdinglerin kar getirmeyen iş hatlarına yardım sağladığı görülebilmektedir (Meyer vd., 1992). Benzer şekilde, eğer gereksiz yatırımların azaltılması söz konusu ise firma içi bölümlerin tek başına ayakta durabilen bir şirket olması karlı olabilmektedir (Meyer vd., 1992).

Çeşitlendirme etkisini ölçen diğer bir yaklaşım da artan odak ve azalan odak olaylarından oluşan olay çalışması metodolojisine işaret etmektedir. Bulgular yorumlandığında çeşitlendirme iskontosu ile tutarlı sonuçlar elde edilmiştir. Çeşitlendirme iskontosunun, iskontolu işlerin alınmasından kaynaklı olabileceği yazında ifade edilmektedir (Graham vd., 2002). Öte yandan Villalonga (2004b) çeşitlendirme iskontosunun genelde kullanılan kaynakların kıyısından geçiyor olması ve ölçüm hatalarından olabileceğini önermektedir.

Firma yöneticileri paydaşların çıkarlarından ziyade kendi iyi olma hallerine göre hareket ederek çeşitlendirme kararları almaları durumu vekalet teorisiyle ifade edilmiştir. Bir başka ifadeyle yöneticilerin kendi ilgi alanlarında hareket ettikleri vurgulanmaktadır (Jensen, 1986). Çeşitlendirme, yöneticilerin elde ettiği faydayı, gücünü ve prestijini arttırabilmektedir (Jensen ve Murphy, 1990), ve dahası bölünemeyen kişisel portföy riskini azaltabilmelerini sağlayabilmektedir (Amihud ve Lev, 1981). Bu bahsedilen durum yöneticilerin girişimcileri sonucunda paydaşların değerlerinin zarar görmesi ile sonuçlanacak bir vekalet maliyetine neden olabilmektedir.

Firmanın birimleri arasındaki asimetrik bilgiden kaynaklanan problemler ortaya çıkabilmektedir. Firma birimlerinin yeterli ilişkide olmaması durumunda bilgi asimetrisinin oluşacağı tartışılmıştır (Hadlock vd., 2001). Harris vd. (1982) kaynakların bilgi asimetrisinin olduğu durumlarda dağıtılmasıyla yönelik modeli tasarlayan ilkler arasındadır. Bölüm yöneticilerinin elindeki bilgi ve sahip oldukları deneyimlerle sistemi yönetiyor olması ve bazen de üst yönetimden bazı durumlar gizleyerek iş yapıyor olmaları da bilgi asimetrisinden kaynaklı bir sorun teşkil etmektedir. Yöneticilerin kişisel çıkarları doğrultusunda bölümün ihtiyacı olmayan taleplerde bulunması söz konusu olan durumlar örnek gösterilebilir. Bütçelerin yapıldığı esnada büyük bölüm yöneten sorumluların küçük bölümler üzerindeki suni etkileri nedeniyle çarpıtılmış ve gerçeği yansıtmayan bütçelerin oluşturulmasına neden olmaları söz konusu olabilmektedir (Wulf, 1998).

Diğer taraftan, çeşitlendirme kapsamında olan bir firmanın değerlendirilmesindeki hatalarda bir parça diğerini yok edebilmektedir. Sektör odaklı firmalara nazaran

çeşitlendirme kapsamında olan firmaların bilgi asimetrisi daha düşüktür. Sektör odaklı olan firmalara nazaran ikincil halka arza olan pazar etkisinin, çeşitlendirme kapsamında olan firmalar açısından daha düşük etkisi olduğu Hadlock vd. (2001)'nin bilgi çeşitlendirme hipotezindeki bulguları arasındadır. Sektör odaklı firmalar karşısında çeşitlendirme kapsamında olan firmalarda tahmin hatalarının genelde daha küçük ve az dağınık olduğunu destekleyen sonuçlar Thomas (2002) tarafından bulunmuştur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: DÜŞÜK FİYATLANDIRMA

3.1. Düşük Fiyatlandırma Kavramı

Düşük fiyatlandırma oldukça yaygın bir meseledir. Yeni hissedarların aldıkları hisseler için daha fazla getiri elde etmesini sağlarken, mevcut hissedarların zararına sebep olmaktadır. Bu bağlamda, düşük fiyatlandırma, mevcut hissedarlar için halka arzın dolaylı bir maliyeti haline gelmektedir (Ross vd., 1993).

Düşük fiyatlandırma ile ilgili yapılmış olan ilk çalışmalarda Louge (1973) ve Ibbotson (1975) firmaların düşük fiyatlama eğiliminde olduklarını böylece halka arz olan yeni menkul kıymetlerin pozitif ilk gün getirileri olduğunu ortaya koymuşlardır.

Tablo 4'te 52 ülke için halka arzlarda oluşan ortalama ilk gün getirileri gösterilmiştir:

Tablo 4. 52 Ülke İçin Oluşan Ortalama İlk Gün Getirileri Tablosu.

Ülke	Kaynak	Örneklem Büyüklüğü	Zaman Aralığı	Ort. İlk Gün Getirisi
ABD	Ibbotson, Sindelar ve Ritter; Ritter Eijgenhuijsen & van der Valk;	12,702	1960-2014	0,169
Arjantin	Dealogic	26	1991-2013	4.2%
Avustralya	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham;	1,562	1976-2011	21.8%
Avusturya	Ritter	103	1971-2013	6.4%
Belçika	Aussenegg	114	1984-2006	13.5%
Birleşik Krallık	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart DuMortier; Ritter	4,932	1959-2012	16.0%
Brezilya	Dimson; Vismara; Levis	275	1979-2011	33.1%
Bulgaristan	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito; Ushisima	9	2004-2007	36.5%
Çin	Nikolov	2,512	1990-2013	118.4%
Danimarka	Chen, Choi, & Jiang; Jia, Xie & Zhang	164	1984-2011	7.4%
Endonezya	Jakobsen & Sorensen; Ritter	464	1990-2014	24.9%
Filipinler	Suherman	155	1987-2013	18.1%
Finlandiya	Sullivan & Unite; Dealogic	168	1971-2013	16.9%
	Keloharju			

Tablo 4. 52 Ülke İçin Oluşan Ortalama İlk Gün Getirileri Tablosu (Devam)

Ülke	Kaynak	Örneklem Büyüküğü	Zaman Aralığı	Ort. İlk Gün Getirisi
Fransa	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter; Vismara	697	1983-2010	10.5%
Güney Afrika	Page & Reyneke; Ali, Subrahmanyam & Gleason; Dealogic	316	1980-2013	17.4%
Güney Kıbrıs	Gounopoulos, Nounis, and Stylianides; Chandriotis	73	1997-2012	20.3%
Hindistan	Marisetty and Subrahmanyam; Ritter	2,964	1990-2011	88.5%
Hollanda	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm; Ritter	181	1982-2006	10.2%
Hong Kong	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Dealogic	1,486	1980-2013	15.8%
İran	Bagherzadeh	279	1991-2004	22.4%
İrlanda	Dealogic	38	1991-2013	21.6%
İspanya	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera; Dealogic	143	1986-2013	10.3%
İsrail	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser; Ritter	348	1990-2006	13.8%
İsveç	Rydgqvist; Schuster; de Ridder	374	1980-2011	27.2%
İsviçre	Kunz, Drobotz, Kammermann & Walchli; Dealogic	164	1983-2013	27.3%
İtalya	Arosio, Giudici & Paleari;	312	1985-2013	15.2%
Japonya	Cassia, Paleari & Redondi; Vismara Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner &Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao,Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	3,236	1970-2013	41.7%
Kore	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Mosharian & Ng;Cho; Joh; Dealogic; Lee	1,758	1980-2014	58.8%
Malezya	Isa; Isa & Y ong; Y ong; Ma; Dealogic	474	1980-2013	56.2%
Meksika	Aggarwal, Leal & Hernandez; Eijgenhuijsen & van der Valk; Villarreal	123	1987-2012	11.6%
Mısır	Omran; Hearn	62	1990-2010	10.4%
Morityus	Bundoo	40	1989-2005	15.2%
Morokko	Alami Talbi; Hearn	33	2000-2011	33.3%
Nijerya	Ikoku; Achua; Dealogic	122	1989-2013	13.1%

Tablo 4. 52 Ülke İçin Oluşan Ortalama İlk Gün Getirileri Tablosu (Devam)

Ülke	Kaynak	Örneklem Büyüklüğü	Zaman Aralığı	Ort. İlk Gün Getirisi
Norveç	Emilsen, Pedersen & Sættem; Liden; Dealogic	209	1984-2013	8.1%
Pakistan	Mumtaz	80	2000-2013	22.1%
Polonya	Jelic & Briston; Woloszyn	309	1991-2014	12.7%
Portekiz	Almeida & Duque; Dealogic	32	1992-2013	11.9%
Rusya	Dealogic	64	1999-2013	3.3%
Şili	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturan; Dealogic	81	1982-2013	7.4%
Singapur	Lee, Taylor & Walter; Dawson; Dealogic	609	1973-2013	25.8%
Sri Lanka	Samarakoon	105	1987-2008	33.5%
Suudi Arabistan	Al-Anazi, Forster, & Liu; Alqahtani	80	2003-2011	239.8%
Tayland	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat; Ekkayokkaya and Pengniti; Vithessonthi	500	1987-2012	35.1%
Tayvan	Chen; Chiang	1,62	1980-2013	38.1%
Tunus	Hearn	32	2001-2013	24.3%
Türkiye	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu; Elma	399	1990-2013	9.7%
Ürdün	Al-Ali and Braik	53	1999-2008	149.0%
Yeni Zelanda	Vos & Cheung; Camp & Munro; Alqahtani; Dealogic	242	1979-2013	18.6%

(Kaynak: Loughran vd., 2015)

Ljungqvist (2007), düşük fiyatlandırmayı, payların pazardaki satış fiyatı ile halka arz fiyatı arasındaki yüzdesel fark olarak tanımlamaktadır. İkincil piyasadaki işlem fiyatı ile halka arz fiyatı arasındaki farkın halka arz edilen pay adediyle çarpımı düşük fiyatlandırmayı ölçmenin bir diğer yoludur. Bu alternatif yolu ‘masada kalan para’ (money left on table) olarak adlandırmıştır.

Ljungqvist (2007) düşük fiyatlandırmayı dört genel modelde açıklamıştır. Bunlar, bilgi asimetrisi modelleri, kurumsal sebepler, mülkiyet ve kontrol ve davranışsal açıklamalardır. Bu dört kategori içinde, asimetric bilgi modelleri en çok kabul görendir (Boulton vd., 2013). Bu bağlamda, çalışmada asimetric bilgi modellerine yer verilecektir.

3.2. Asimetrik Bilgi Modelleri

Düşük fiyatlandırmada bilgi asimetrisi teorileri halka arz sırasında bir kısım katılımcıların diğer katılımcılara göre daha az bilgi sahibi olduğu varsayımına dayanmaktadır (Boulton vd., 2013; Ljungqvist, 2007).

3.2.1. Kazananın Laneti (Winner's Curse)

Bilgi asimetrisi teorilerinden en bilineni Rock (1986) 'winner's curse' (kazananın laneti) teorisidir. Brealey vd. (2015) bu teoriyi şu şekilde açıklamışlardır; eğer bir menkul kıymet düşük fiyatlandırılmışsa herkes o menkul kıymeti almak isteyecek ve aracı kurumun elindeki menkul kıymetler herkese yetmeyecektir ve eğer menkul kıymetler ederinden fazla fiyatlandırılmışsa, diğer yatırımcılar satın almak istemeyecekler ve aracı kurum yaptığı satışlardan karlı çıkacaktır. Rock (1986) bu modelde, birincil piyasanın bilgi sahibi olmayan yatırımcıların katılımına bağımlı olduğunu ve halka arz edilecek firmaların yatırımcıların devamlı katılımını sağlamak amacıyla düşük fiyatlandırma yaptığı varsayımlarında bulunmuştur. Bilgi sahibi olmayan yatırımcı, sıfır ya da neredeyse sıfır ilk gün getirileri elde etmektedir. Bilgi sahibi olan yatırımcıların yatırımcılara yüklediği maliyeti ise elde ettikleri ilk gün getirileri karşılamaktadır (Ljungqvist, 2007). Buna göre, bilgisiz yatırımcı kötü halka arzlardan büyük miktarlar almalı, iyi halka arzlardan ise düşük paylar almalıdır (Boulton vd.,2013).

Rock (1986)'ın kazananın bedduasını test eden Koh ve Walter (1989)'ın sonuçları Rock ile uyumlu olmuştur.

Keloharju (1993) Rock'ın 'winner's curse' teoremini test etmek için Helsinki Borsası'nda 1984 ve 1989 yılları arasında gerçekleşen 80 halka arzı incelemiştir.

Sonuçları 'winner's curse' ile tutarlı olmuştur. Levis (1990); Amihud vd., (2003) bilgisiz yatırımcıların ilk gün getirilerinin sıfıra yakın olduğunu bulmuşlardır.

Ayrıca Hanley ve Wilhelm (1995) çalışmalarında, kurumsal ve bireysel yatırımcıların halka arz edilen payları seçim sonuçlarını incelemiş ve kurumsal ve bireysel yatırımcıların fazla fiyatlandırılmış ya da düşük fiyatlandırılmış payları almaları arasında küçük bir fark bulmuşlardır.

Diğer taraftan, Aggarwal vd. (2002), Amerika'da 1997-1998 yıllarındaki halka arzları incelemiş kurumsal yatırımcıların halka arzdaki dağılımları ile ilk gün getirileri arasında pozitif bir ilişki olduğunu söylemişlerdir.

Michaely ve Shaw (1994)'un çalışması winner's curse hipotezini desteklemiştir. Piyasadaki heterojenliğin az olduğu bir sektör seçerek winner's curse hipotezine göre düşük fiyatlandırmanın azalacağını beklemişlerdir. Yazarlara göre, kurumsal yatırımcılar limitet ortaklıklara bazı ön bilgiler doğrultusunda yatırım yapmaktan kaçınmaktadırlar. Buna göre 1984 ve 1988 yılları arasında limitet şirketlerin halka arzlarında ilk gün getirisi $-0,04\%$ olurken aynı yıllarda limitet olmayan şirketlerin halka arzında düşük fiyatlandırma $8,5\%$ olmuştur. Çalışmalarının sonucunda, yatırımcılar halka arz ile ilgili önceden bilgiye sahiplerse düşük fiyatlandırma olmayacağını açıklamışlardır. Ayrıca, aracı kurum prestiji ve düşük fiyatlandırma arasında ters yönlü bir ilişki tespit ederek prestijli aracı kurum tarafından yapılan halka arzlarında düşük fiyatlandırmanın daha az olduğunu ve bu halka arzların uzun dönem performanslarının daha iyi olduğunu belirtmişlerdir.

Beatty ve Ritter (1986), halka arzların beklenen düşük fiyatlandırması ile halka arzın değerine karşılık yatırımcıların belirsizliği arasında tekdüze bir ilişki olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca, oluşan düşük fiyatlandırma dengesi prestijleri tehlikede olan

yatırım bankacılarının zorlamasıyla oluşturulmuştur. Düşük fiyatlandırma dengesinde hile yapan yatırım bankacısı yeterince düşük fiyatlandırma yapmazsa potansiyel yatırımcıları; çok fazla düşük fiyatlandırma yaparsa ihraççıları kaybetmektedir. Tahmin edilen belirsizlik ne kadar fazla ise beklenen düşük fiyatlandırma da aynı oranda yüksek olmaktadır (Ljungqvist, 2007). Nanda ve Yun (1997), payların fazla fiyatlandırılmasının lider aracı kurumun pazar payını düşürdüğünü belirtmişlerdir. Kısmen düşük fiyatlandırılmış halka arzlar ile aracı kurumun refah etkisi arasında pozitif yönlü ilişki bulmuşlardır. Bu refah etkisi, yüksek prestij maliyeti ile tutarlı olarak, halka arzlarda düşük fiyatlandırma daha şiddetli olduğu zaman önemli hale gelmektedir. Aracı konsorsiyumun kurulduğu durumlarda, halka arzların ilk gün getirilerinden en çok etkilenen lider aracı kurum olmaktadır. Dunbar (2000)'a göre, halka arzlarda ilk gün getirileri, bir yıllık normal üstü performans, normal üstü ödenek, endüstri uzmanlaşması, analist itibarı, geri çekilmiş teklif ile bağlantılar Pazar paylarının değişiminde önemli etkiye sahiptirler. Düşük hacimli halka arz pazarlarında bu değişimler daha önemli etkiye sahip olmaktadır. Daha düşük itibarlı bankalar için söz konusu faktörlerin Pazar payı değişiminde etkisi daha az olmaktadır. Çalışmalarının sonucunda, bankalar çok büyük miktarda (az miktarda) düşük fiyatlandırma yaparsa ihraççıları (yatırımcıları) kaybetmektedir bulgularına ulaşmışlardır.

Habib ve Ljungqvist (2001), halka arz edilecek olan şirket sahiplerinin aracı kurum seçimi vasıtasıyla düşük fiyatlandırmayı azaltabileceğini tartışmışlardır. Yazarlara göre, firma sahipleri düşük fiyatlandırma ile kaybetme ihtimalleri yüksek olduğu zaman düşük fiyatlandırmayı önemsemektedirler ve bu kayıplar halka arz edilen payların oranıyla doğru orantılı olarak artmakta veya azalmaktadır. Ayrıca,

firma sahipleri düşük fiyatlandırma seviyesini, reklam maliyetleri ile kontrol edebilmektedir. Yazarlar, firma sahiplerinin düşük fiyatlandırma ve reklam maliyetlerini değiş tokuş edebilecekleri ölçüye kazanç kayıplarını minimize ederek ulaşabileceklerini savunmuşlardır. Buna göre, reklam maliyetleri için her 1 dolar için kazanç kayıpları 98 sent azalmaktadır. Dolayısıyla marjinal maliyet marjinal faydaya eşittir. Ayrıca, spekülâtif şirketlerin daha prestijli aracı kurumlar ile çalıştıklarını ve bu sayede önceki halka arzlarına göre daha az düşük fiyatlandırma ile karşılaştıklarını belirtmişlerdir. Booth ve Smith (1986), Carter ve Manaster (1990) ve Michaely ve Shaw (1994) prestijli aracı kurumlar ile çalışmanın bilgi asimetrisini azaltacağını ve bu sayede düşük fiyatlandırmayı azaltacağını savunmuşlardır. Diğer taraftan, Beatty ve Welch (1996) aracı kurum prestiji ile düşük fiyatlandırma arasında pozitif yönlü bir ilişki bulmuş ve prestijli aracı kurumların artık daha fazla düşük fiyatlandırma yaptıklarını söylemişlerdir. Loughran ve Ritter (2004), 1980'lerde düşük fiyatlandırmada winner's curse ve dinamik bilgi ediniminin etkili olduğunu belirtirken; artık analiste ödenen miktarların, CEO'lara ve risk sermayedarlarına yapılan ek ödemelerin önemli olduğunu söylemiştir. Bu bağlamda, prestijli aracı kurumların artık stratejik olarak düşük fiyatlandırma yaptıklarını savunmuşlardır.

3.2.2. Bilgi Açığa Çıkarma Modelleri

Rock (1986)'ın bazı yatırımcıların diğer yatırımcılara göre daha fazla bilgi sahibi olduğunu savunan winner's curse teorisi, birçok ülkede ön talep toplama yönteminin yaygın bir şekilde kullanılmasına neden olmuştur (Ljungqvist, 2007). Talep toplama yönteminde yatırımcılardan bağlayıcı olmadan fiyat teklifleri alınmaktadır. Bu durumda yatırımcıların halka arza ilişkin bilgileri açığa çıkmaktadır. Winner's curse teoremi dikkate alındığında, bu durum aracı kurumun bilgi edinmesi

açısından büyük önem taşımaktadır. Aracı kuruma pozitif geri bildirimler yapılması halka arz fiyatını yükseltirken bilgi sahibi olan yatırımcının kazancını azaltmaktadır. Ayrıca, aracı aslında öyle değilken şirketin geleceğinin kötü olacağı izlenimi vermesi halka arz fiyatının daha düşük olmasına sebep olacaktır. Bu durumda, aracı kurumun bu hassas dengeyi koruyabilmesi için halka arz sürecini iyi tasarlaması gerekmektedir (Ljungqvist, 2007).

Cornelli ve Goldreich (2001), çalışmalarında talep toplama yöntemini izleyen kurumsal teklifleri incelemişlerdir. Özellikle sıkça büyük teklif verenlerin verdiği limit fiyat bilgisini içeren tekliflerin halka arz fiyatını etkiledikleri görülmüştür. Fazla talep, halka arzlar üzerinde küçük ama önemli bir etkiye sahiptir. Halka açık bilginin halka arz fiyatını etkilediği tekliflere yansımaktadır. Fazla talep ve talep elastikiyetinin ilk gün getirisi ile pozitif yönlü ilişkisi bulunmaktadır. Talep elastikiyetinin satış sonrası dalgalanma ile ters yönlü bir ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Sonuçlar, talep toplama yönteminin yatırımcıdan bilgi edinme şeklinde tasarlanmasını desteklemektedir.

Jenkinson ve Jones (2004), yatırımcıların nasıl teklif verdiği ve bunların dağılımlarını etkileyen faktörleri araştırmak amacıyla Avrupa'daki 27 halka arzı incelemişlerdir. Ayrıca eşsiz bir yatırımcı sıralaması yapmışlar ve halka arzın seyrini değiştiren ihtimalleri araştırmışlardır. Payları uzun dönem elde tuttuğu algılanan yatırımcıların dağıtım ve alım-satım sırasında daha karlı çıktığı sonucuna ulaşılmıştır. Cornelli ve Goldreich (2001)'in aksine daha bilgilendirici tekliflerin daha çok pay aldığı ya da daha çok kar ettiği bilgileri üzerine çok az kanıt bulmuşlardır.

Ljungqvist vd. (2003) talep toplama yönteminin Amerika dışında da giderek yaygınlaştığını belirtmiş ve sabit fiyatla talep toplama yönteminin yaklaşık iki katı

maliyetinde olduğunu belirtmişlerdir. Fakat, talep toplama yöntemi Amerika’da uygulandığında sadece düşük fiyatlandırmaya yol açmaktadır. Birçok ihraççı için, düşük fiyatlandırmaya bağlı kazançlar Amerika’da pazarlama yapmanın ya da Amerikan bankasını aracı kurum olarak seçmenin maliyetini aşmaktadır.

Ljungqvist ve Wilhelm (2002), düşük fiyatlandırmanın 1999-2000 yıllarında çok büyük miktarlara ulaştığını belirtmişlerdir. İlk gün getirileri ve fiyatlandırma davranışındaki sistem değişimi halka arz öncesi sahiplik yapısındaki belirli değişikliklerle ve dönem boyunca içeriden satış davranışıyla kısmen açıklanabilmektedir. Bu durum kilit karar vericilerin düşük fiyatlandırmayı kontrol etme teşviklerini azaltmıştır. Bu değişimler kontrol edildikten sonra 1999, 2000 (köpük yıllar) ve izleyen üç yıl düşük fiyatlandırma çok azalmıştır.

Loughran ve Ritter (2004)’ın söylediğine göre 1980’lerdeki halka arzlarda ortalama ilk gün getirisi %7 iken; 1990-1998 yılları arasında ortalama %15; 1999-2000 (köpük yıllarda) %65; 2001-2003 yıllarında tekrar bir düşüşle yaklaşık %12 olmuştur. Köpük yıllarda, düşük fiyatlandırmanın yüksek olmasının sebebi olarak ihraççının amaç fonksiyonunun değişmesi gösterilmiştir. Yazarlar daha sonraki dönemlerde halka arz hasılatının maksimize edilmesine araştırma teminatına karşı önemin artmasıyla daha az odaklanıldığını öne sürmüşlerdir. Ayrıca, halka arz paylarının dağıtımının ihraççı firma yöneticilerinin komisyon hesabına yatırılması, prestijli aracı kurumlardan daha fazla düşük fiyatlandırma yapması sebebiyle kaçınılması gerektiği algısını oluşturmuştur.

Lowry ve Schwert (2004), halka arz edilecek olan payların fiyatlandırılmasında aracı kurumun yaklaşımını tartışmışlardır. Bulgularına göre, ilk

fiyat aralığında bilgi tam olarak birleştirilmemiştir. Sapmanın ekonomik boyutu küçüktür; ancak bu durumdan kimin yararlandığı bilinmediği için kafa karıştırıcıdır. Ek olarak, halka açık olan bilgiler de son halka arz fiyatında birleştirilmemiş olsa da bu ilişkinin küçük ekonomik önemliliği halka arzın neredeyse etkin olduğunu göstermektedir.

3.2.3. Asil-Vekil Teorisi

Asil-vekil problemi ihraççı firma ile aracı kurum arasında çıkmaktadır. Aracı kurumlar düşük fiyatlandırma yoluyla rant sağlamak isteyebilmektedirler. Aracı kurum ücreti genellikle halka arz hasılatının belli bir yüzeyini oluşturmakta; dolayısıyla düşük fiyatlandırma ile ters orantılı olmaktadır. Ancak, komisyon ücretleri aracı kurumların düşük fiyatlandırma ile elde ettikleri kazançtan çok daha az olmaktadır (Ljungqvist, 2004).

Baron ve Holmstörn (1980), halka arzlarda kayıt döneminde aracı kurumların ön satış yaparak gizli bilgilere ulaştıklarını belirtmişlerdir. İhraççının buradaki görevinin, aracı kurumu bu bilgiyi ihraççı yararına kullanmasını sağlayacak şekilde bir sözleşme oluşturmak olduğunu söyleyen yazarlar, bu kontratın aracı kurumun payları çok düşük fiyatlandırmasına karşı caydırıcı olması gerektiğini savunmuşlardır.

Baron (1982), aracı kurumun sermaye piyasası hakkında ihraççıdan daha fazla bilgiye sahip olduğu ve ihraççının aracı kurumun çabalarının gözlemleyemediği durularda, optimal kontratın nasıl olması gerektiğini tartışmıştır. Yazarın belirttiğine göre, eğer ihraççı ve aracı kurum eşit düzeyde bilgilere sahipse, o zaman aracı kurumun görevi sadece payları eşit bir şekilde dağıtmak olup, kontrat optimal olmaktadır. Eğer aracı kurum ihraççıdan fazla bilgiye sahipse, ihraççı, aracı kurumun

dağıtım çabasını gözlemleyememesine rağmen hala aracı kuruma dağıtım için ihtiyaç duymaktadır. Salt dağıtım sözleşmesinden ziyade aracı kuruma danışmanlık görevi verilmesi de aynı sözleşme altında toplanarak sözleşme biraz daha iyileştirilebilmektedir. Böyle bir durumda, halka arz fiyatı belirleme işi üstün bilgisinden ötürü aracı kuruma verilmiştir. İhraççı da aracı kurumun bu bilgisini kullanmasından dolayı aracı kuruma bedelini vermektedir. Aracı kurum daha fazla bilgiye sahip olduğu zaman, halka arz fiyatı verilen en iyi fiyat teklifinden aşağıda olmaktadır.

Biasis vd. (2002), kurumsal yatırımcıların halka arz edilecek olan payların piyasası hakkında gizli bilgiye sahip olduğu, aracı kurumların talep hakkında bilgiye sahip olduğu ve aracı kurum ve yatırımcıların iş birliği yaptığı durumlarda halka arz mekanizmasını analiz etmişlerdir. Optimal mekanizma, her bir kurumsal yatırımcıya halka arz fiyatından yapılan dağıtımı eşleştiren bir fiyatlandırma fonksiyonuyla bulunmaktadır. Homojen fiyatlandırma optimal bulunmuştur. Homojen fiyatlandırmada, aracı kurum ve profesyonel yatırımcılar paylar için kurumsal yatırımcılarla aynı ücreti ödemektedir. Her bir kurumsal yatırımcıya dağıtılan paylar için fiyatlandırma fonksiyonu azalış göstermektedir. Bu durum iki amaca hizmet etmektedir. Öncelikle, bu durum aracı kurum için bilgi açığa çıkarmaktadır. Çünkü payların Pazar değerlemesi yüksekken aracı kurum bunu kabul etmeli ve daha yüksek fiyat ödemelidir. Diğer türlü bilgisiz yatırımcılara çok fazla pay kalmaktadır. Ayrıca, ‘winner’s curse’ problemini yatıştırılmaktadır.

Li ve Masulis (2004), ihraçlarda aracı kuruluşların risk sermayesi yatırımcıları olduğunda halka arzlardaki fiyatlandırmayı çalışmışlardır. Halka arzlarda aracılık

yüklenimi ve fiyatlandırma süreçlerindeki aracı kuruluşların ortaklık etkileriyle ilgili olarak üç hipotezi test etmişlerdir. Bulguları arasında aracılar tarafından yapılan riskli yatırımlarının halka arz düşük değerlemesini azalttığı yönünde anlamlılık vardır; bu sonuç öncü aracılar için kuvvetlidir. Elde edilen bulgu hem aracı kurum sertifikasyonu açısından hem de aracılardan ihraççılarla olan uyumdaki iyileşme ile tutarlıdır. Halka arz değerlemesinde yüksek belirsizlik olduğunda düşük değerlendirme oldukça düşmektedir; ayrıca, ilerleyen zamanda aracı kurum sertifikasyonu etkisini destekleyecektir. İçsel etkinin kontrolünün sonucu değiştirmeyeceğini de ifade etmişlerdir. Son olarak, halka arz ihraçlarında öncü aracı kurum risk yatırımı aracı kurumun toplam komisyonunu azaltmaktadır. Elde edilen bulgular, aracı kurum sertifikasyonu etkisi ve ihraççı – aracı kurum arasındaki düşük derece uyum ile tutarlı sonuç gösterirken, halka arz ilgisinin karmaşıklığı etkisi ile tutarsız yöndedir.

Muscarella ve Vetsuypens (1990), 1983 itibariyle halka açılan ancak öncesinde tam veya bölümsel olarak kaldıraçlı satın alma geçiren 72 firma üzerinde araştırma yapmıştır. Muhasebe performans ölçümleri firmaların maliyet azaltma yeteneği temel sonucunda firmaların karlılığında anlamlı bir iyileşme olduğunu ortaya çıkarmıştır. Firmalar kaldıraçlı satın almalarında, kaldıraçın dramatik olarak arttığını deneyimlemişlerdir, ancak kaldıraçlı satın alma oranları git gide azalmıştır. Bulgular, ikinci derecedeki alacakların konsantrasyonunun yarattığı atalarına göre daha etkin yeni örgüt yapısı doğrultusunda yönetim yapısındaki değişim hipotezi ile tutarlılık göstermektedir.

Reuter (2005), 1996 ile 1999 arasında ailelerin yatırım ortaklığı ticareti için ödediği belirgin simsar komisyonları verileri ile holdinglerin yatırım ortaklığındaki

halka arzların verisi bir araya getirilmiştir, yazar öncü aracılara ödenen komisyonlar ile aracı ile işlem yapan holdingler arasında güçlü pozitif yönlü bir korelasyonu raporlamıştır. Korelasyonun, halka arzların negatif ilk gün getirileri ile sınırlı olduğunu ve halka arzların yatırım ortaklığından kısa bir süre önce olduğu holdinglerde kuvvetli olduğunu saptamıştır. Sonuç olarak elde edilen bulgu, öncü aracı kuruluşlar ile sağlanan ilişki ile düşük fiyatlanan halka arzlara yatırım erişimini arttıracığını önermektedir.

3.2.4. İşaretleme Teorisi

Asimetrik bilgi modelinin son grubu, yatırımcı ve firmalar arasındaki asimetrik bilgiye dayalı Rock (1986)'ın varsayımlarını terse çevirmektedir. Eğer firmalar yatırımcılar karşısında gelecek nakit akımlarının mevcut değer veya risk bilgisini daha iyi biliyorsa, düşük fiyatlandırma firmanın gerçek değerine sinyal vermekte kullanılabilir. Bu açıkça maliyetlidir; eğer başarılı olunursa, işaretleme ilerleyen tarihlerde ihraççının varlığı pazarda daha iyi şartlarda satabilmesine olanak tanır. Ibboston (1975), ihraççıların yatırımcılarda iyi bir tat bırakmak için düşük değerlendirme yapıldığını ifade etmiştir. Allen and Faulhaber (1989), Grinblatt ve Hwang (1989) ve Welch (1989) bu duruma teorileri ile katkıda bulunmuşlardır.

Yatırımcılar tarafından ayırt edilemeyen, yüksek kalite ve düşük kalite olan iki firma olduğunu varsayımı altında firmalar öz sermayeyi halka arz sırasında ve sonraki tarihlerde arttırmakta ve yüksek kaliteli firmalar kalitelerine makul sinyaller gönderecek inisiyatife sahip olmakla beraber düşük kalite olanlar ise yüksek kaliteleri taklit eder biçimde sinyal göndermektedir. Halka arza işaret etme modellerindeki önerilen sinyal pay fiyatıdır.

Pozitif olasılıkla, halka arz sonrasındaki aşamadan önce firmanın gerçek tipi yatırımcılara yansıtılacaktır. Düşük kalite firmaların hilelerinin ortaya çıkacağı riski oluşturmaktadır. Yüksek kalite firmalar yatırımcıların masada para kalacağı konusundaki düşüncelerini içeren pazar sonrası inançlarını etkileyebilmektedir. Sonraki bir dönemde firmanın tekrar pazara dönmesi ile bu para tenzil edilmektedir. Düşük kalite firmalar ise taklit yapmamak için kendini tutmaktadır çünkü fark edilebilme yüzünden sinyal maliyetini tenzil edemeyebilir.

İşaretleme modelleri, firmaların gerçekten onca sinyal arasından düşük değerlendirmeyi seçip seçmediği konusunda tartışmaya açıktır. Bu yelpaze her birinin kaliteli rolü olan saygın sigortacıları (Booth and Smith, 1986), denetçileri (Titman ve Trueman, 1986) veya risk sermayedarları (Megginson and Weiss, 1991; Lee ve Wahal, 2003) yönetim kurulunun ve yöneticilerin kalitesi; hileli aktarımı caydıran tasarı ile desteklenen (Hughes, 1986) doğrudan halka arz yatırımcılarına bilgi aktarımı; işaretleme modelleri, müteakip öz sermaye satışlarının olasılık, boyut, hız ve duyuru etkisiyle pozitif yönlü ilişkili olan düşük değerlemeyle öngörülen zengin ampirik uygulamalar kümesini yaratmaktadır. Düşük değerlemenin diğer asimetric bilgi teorileriyle ortak olarak, işaretleme modelleri de düşük değerlendirme ve firma değerinin tahmin edilen belirsizlik ile pozitif yönlü ilişkide olduğu tahmin edilmektedir.

İşaretleme modeli ile ilgili Jegadeesh vd. (1993)'nin yaptıkları çalışma önemli ampirik testlere dayanmaktadır. 1980 – 1986 arasındaki halka arz verileri kullanılmıştır; mevsimsel öz sermayenin ihracı ve büyüklüğü, halka arzdeki düşük değerlendirme ihtimalini arttırmaktadır. Ancak, bu istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler zayıf ekonomiktir. Örneğin, halka arzda en az düşük değerlendirilmiş beşlik en çok düşük

değerlerin beşliğin sonucu olan 23,9% kıyasla mevsimsel öz sermayenin ihracıyla 15,6% olasılıkla itibar göstermiştir. Sonuçlar ortaklama dengeyle eşit olarak tutarlıdır: firmalar halka arzda birleşmektedir ve pazarı gerçek kaliteyi görene kadar öz sermayeyi tekrar ihraç etmektedir. Birleşmenin olasılığı ile tutarlı olarak, Jegadeesh, Weinstein, ve Welch (1993) halka arz sonrası paylaşılan fiyat getirileri, firmaların bilahare öz sermayeyi arttırmasındansa halka arz düşük fiyatlandırma derecesini daha iyi açıkladığını bulmuştur.

Michaely ve Shaw (1994)'nin notuna göre, masada kalacak paranın miktarına ilişkin karar ve öz sermayenin tekrar ihraç edilmesi işaretleme çerçevesinde birbirinden bağımsız değildir. Aynı mantık ikincil halka arz tekliflerine de uygulanmaktadır. Böylece, bu kararlar aynı anda modellenmelidir. Michaely ve Shaw (1994) eşzamanlı bir sistem sunmaktadır. Bu eşzamanlı sistem, sigortacı saygınlığını kullanarak düşük değerlendirme eşitliğini ve halka arz sonrası performansını içermektedir. Sonuçlar işaretleme modellerini desteklememektedir: ne karar düşük değerlendirileceği kararı tekrar ihraç ile ilişkisi anlamlı değildir; Jegadeesh vd. (1993) ile tutarlıdır.

Welch (1996) hisse senedi piyasasına dönmekte bekleme süresinin ne kadar olacağına ilişkin bir fikir geliştirmiştir. Uzun süre beklemek, gerçek değer ortaya çıkmasında büyük olasılık taşımaktadır. Dolayısıyla yüksek kalite firmaları uzun beklemeyi kaldırabilir, ancak ihtiyaç olunan kaynağı sağlamakta zorluk yaratabilir. Ampirik olarak, firmaların halka arz sonrası yüksek pazar getirisi elde ettiği esnada pazara erken dönen halka arz düşük değerlemede ikincil halka arz zamanı artmaktadır.

Genelde, ikincil halka arz tekliflerini firmalar duyurmaktadır. İşaretleme çerçevesinde, yüksek kalite firmaların ikincil halka arz duyuruları karşısında düşük

negatif stok fiyat reaksiyonu beklenmektedir; bu durumla ilgili Jegadeesh vd. (1993) ve Slovin vd. (1994) tutarlı sonuçlar bulmaktadır.

Spiess ve Pettway (1997) halka arz işaretleme modelleri için ampirik literatüre ilgi çekici gözlemlerini eklemiştir. Verilerinde, halka arz öncesi hissedarlar kişisel paylarını tüm halka arzların yarısı olarak satar ve bu tür içerideki satışlar düşük değerlendirme firmaları arasında çok az müşterek değildir. Yüksek kalitedeki iç üyeler, kişisel paylarının satışını geciktirmeyi düşük değerlendirme faydasını fark etmeyi beklemeden yapacaklarını önermektedir. İşaretleme modelleri ile bu davranış tutarsız gözükmektedir.

Düşük fiyatlandırma ile yapılan diğer çalışmalar şu şekilde sıralanabilir:

Cassia vd. (2004), 1985'ten 2001'e kadar İtalya Borsası'ndaki halka arzları incelemiş ve sonuçlarında önemli ölçüde pozitif ortalamalı düşük fiyatlandırma (%21.87) tespit etmişlerdir. Önceki çalışmalara kıyasladıklarında çalışmalarında 1990'ların sonuna doğru düşük fiyatlandırmanın azaldığını bulmuşlardır. Bunun sebepleri olarak da (i) fiyatlama stratejilerinin sabit fiyatla talep toplama yönteminden ön talep toplama yöntemine evrilmiş olmasını (ii) İtalya Borsası'nın hızlı yükselen ve teknoloji firmaları için yeni bir kurulun kurulmasıyla bölümlenmesini göstermişlerdir. Sonuçlarına göre, halka arzlar kasten düşük fiyatlandırılmıştır: hem umumi hem de özel bilgiler halka arz sırasında mevcut olmakla beraber sadece fiyatlama sırasında kısmen katılım olmuştur. Sonuçların gösterdiğinde göre ön satış sırasında olumsuz geri dönüşler pozitif bilgilerden daha fazla olmaktadır. Son olarak, fiyat düzeltmeleri, halka arz sırasında umumi bilgilerden yola çıkılarak, kısmen tahmin edilebilmektedir .

Alvarez ve Gonzalez (2005) halka arzların uzun dönem performansları ve düşük fiyatlandırmayla ilişkisini incelemek için İspanyol halka arzlarını incelemişlerdir. Sonuçlarına göre uzun dönemde negatif olağan dışı hisse senedi getirisi olmakla birlikte uzun dönem performansın düşük fiyatlandırma ile pozitif bir ilişkisi olduğu belirlenmiştir.

Kirkulak ve Davis (2005), çalışmalarında aracı kurum itibarını ölçen yeni bir yöntem geliştirmiş ve bunu Japonya'daki 1998-2002 yılları arasındaki halka arzlara uygulamışlardır. Sonuçlarına göre aracı kurum itibarı ve düşük fiyatlandırma halka arz için talep seviyesini yansıtan halka arzın nerede fiyatlandırıldığına bağlıdır. Eğer talep yüksekse (düşükse), aracı kurum itibarı ve düşük fiyatlandırma seviyesi arasında pozitif (negatif) ve önemli bir ilişki bulunmaktadır.

Schertler (2002) çalışmasında, 1996 ve 2000 yılları arasında Nouveau Marché ve 1997 ve 2000 yılları arasında Neuer Markt'da halka arz olan firmaların düşük fiyatlandırmasına etken olan faktörleri analiz etmiştir. Bulgulara göre, Nouveau Marché'ta halka arz olan firmalar Neuer Markt'da halka arz olan firmalara göre daha az düşük fiyatlandırma göstermektedir. Bu fark, kısmen iki borsa arasındaki farklı performanslarla açıklanabilmektedir. Borsa performansının, her iki pazarda da, düşük fiyatlandırma üzerinde pozitif yönde, önemli bir etkisi bulunmaktadır. Ancak, Neuer Markt üzerine etkisi Nouveau Marché üzerine etkisinden daha fazladır. Ayrıca, aracı kurum itibarı Neuer Markt'da bulunan firmaların düşük fiyatlandırmasını azaltırken, Nouveau Marché'da herhangi bir etkiye sahip olmamıştır.

Boulton vd. (2006), 2000-2004 yılları arasında 24 ülkede 4600'den fazla halka arzı incelemiş ve tek ülke düşük fiyatlandırmalarında sıkça kullanılan firmaya özgü ve anlaşmaya özgü karakteristiklerin(halka arz büyüklüğü, aracı kurum prestiji ve

endüstri gibi) ilk getiri değişimi üzerindeki etkilerinin uluslararası boyutta da geçerli olduğunu bulmuştur. Ayrıca, daha yüksek kazanç kalitesi olan ülkelerde daha az ilk gün getirisi bulmuşlardır.

Coakley vd. (2009), kısa dönemli düşük fiyatlandırmanın sebebini ve doğasını Londra Borsası'nda 1985-2003 yılları arasında 591 halka arzdan oluşan bir örneklem üzerinde araştırmışlardır. 1998-2000 yılları arasındaki halka arzlar ile örneklemin geri kalanı arasında önemli farklar elde etmişlerdir. Risk sermayedarları ve prestijli aracı kurumlar halka arzlarda güvence rolü oynarken 1998-2000 yılları arasında bu etkiyi yaratmamıştır. Bu yıllar arasında düşük fiyatlamada, 'masada kalan para'da büyük artış yaşanırken işletme kalitesinde düşüş yaşanmıştır.

Franzke (2003), veri setinde 160 risk sermayedarı olmayan, 79 risk sermayedarı ve 61 köprü kredili Almanya'da Neuer Markt'ta Mart 1997 ve Mart 2002 yılları arasında halka arz olan şirketlere yer vermiş ve bu üç farklı durumda halka arz değişiklik gösterir mi diye incelemiştir. Prestijli risk sermayedarları tarafından desteklenen ve(ya) iyi aracı kurumlarla çalışan firmalar, azaltılmış beklenen belirsizliğe bağlı olarak halka arzlarda daha düşük fiyatlandırma göstermektedir. Risk sermayedarı destekli firmaların desteklenmeyen firmalara göre daha fazla düşük fiyatlandırma göstermesi bulgusu sebebiyle, bu çalışma literatüre zıt bir kanıt sunmuştur.

Tykvová ve Walz (2007) çalışmalarında Almanya'da farklı türdeki risk sermayedarlarının onların portföy firmaları üzerindeki halka arz sırasında ve halka arz sonrası analiz etkilerini etmişlerdir. Sonuçlarına göre, katılımcılar değişik türdeki risk sermayedarlarının rollerini değerlendirememişlerdir. Bağımsız, uluslararası ve itibarlı risk sermayedarları tarafından desteklenen firmalar diğer halka arzlarda daha üstün

olmuş ve pay fiyatları daha az dalgalanma yaşamıştır. Buna karşın, ulusal risk sermayedarları tarafından desteklenen firmalar göreceli olarak daha düşük performans göstermişlerdir.

Hill (2006) çalışmasında, daha önceki düşük fiyatlandırma yoluyla halka arz sonrası sahiplik yapısını tespit etme çalışmalarından etkilenmiştir. Londra Borsası'nda listelenmiş firmaların verilerini inceleyerek önceden yapılmış olan bu çalışmaları firmaların hissedarlığı ile ilişkilendirmiştir. Sonuçları önceki çalışmalarıyla örtüşmemektedir.

Miloud (2007), Euro NM pazarı ve Nasdaq'ta 277'şer halka arzı incelemiştir. Çalışmasında, bir halka arzın düşük fiyatlandırma seviyesi ile sermaye dağıtıldıktan sonra halka arzın mülkiyet yapısı ve likidite seviyesinin önceki ve sonraki seviyeleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, düşük fiyatlandırma seviyesi ve orijinal hissedarlar tarafından muhafaza edilen sermaye arasında pozitif korelasyon vardır. Eğer halka arz düşük fiyatlandırılmışsa, kurucu hissedar sermayenin önemli bir kısmını elinde tutmak ve şirketin kontrolünü sürdürebilmek istediği için bu çok olasıdır. Mülkiyet yapısı likidite seviyesindeki değişimleri açıklayabilmektedir. Az değer biçilmiş teklifli bir şirketin likiditesi düşük fiyatlama yapılmış bir şirketten daha fazladır.

Venkatesh ve Neupane (2005), Asya'daki finansal kriz sonrası Tayland halka arzlarını incelemiştir. İncelemelerinde, pazara göre düzeltilmiş ilk düşük fiyatlandırma ve mülkiyet arasındaki ilişkiyi incelemişler ve aralarında zayıf ama negatif yönlü bir ilişki bulmuşlardır.

Sohail ve Nasr (2007), Karaşi Borsası'nda 2000-2006 yılları arasında yer alan 50 halka arzın kısa dönem ve uzun dönem performanslarını incelemiştir. Düşük

fiyatlandırma ortalamasını %35.66 bulmuşlardır. Pazara göre düzeltilmiş ortalama normal olağandışı getiriyi ve olağan dışı gelirlerin 3 yıllık al ve tut getirisini sırasıyla -%19,67 ve -%38,10 bulmuş olup sermaye varlıkları fiyatlama modeli ile bu verileri -%53,30 ve -%65,73 bulmuşlardır.

Chan vd. (2002), Çin’de 1993-1998 yılları arasında halka arz olan A ve B tipi fonların düşük fiyatlandırma ve uzun dönem performansı üzerine çalışmışlardır. A ve B tipi fonlar için ortalama düşük fiyatlandırma sırasıyla %17.8 ve %11.6 olarak bulunmuştur. A tipi fonların halka arzı, arz ve kote edilme arasındaki süre ve kote edilme ve yatırımcıların sayısı ile pozitif yönlü ilişkiye sahiptir. B tipi fonların karakteristiği bunlarla açıklanamamıştır.

Dimovski ve Brooks (2003), 1994-1999 yılları arasında Avustralya halka arzlarının karakteristiğini incelemiştir. Çalışma, daha önce Avustralya’da yapılan ilk gün düşük fiyatlandırması ve uzun dönem performansını inceleyen çalışmaları güncelleme niteliğindedir. Veriler daha önceki çalışmalarla tutarlı olmuştur. Buna göre, halka arzlar listeleme zamanında düşük fiyatlandırılmış ve listelenmelerini izleyen ilk yıl beklenenden daha düşük performans göstermiştir.

Drobetz vd. (2003) çalışmalarında, 1983 ve 200 yılları arasında İsveç halka arzlarındaki düşük fiyatlandırma ve uzun dönemli performansını incelemiştir. İlk getirilerin düzeltilmiş pazar ortalamaları %34.97 olarak bulunmuştur. Sonuçlar, literatürdeki diğer işaretleme hipotezi ve planlı belirsizlik hipotezi çalışmaları ile örtüşmektedir. Ayrıca, ön talep toplama yoluyla yapılan halka arzlarında daha tutarlı fiyatlandırma yapıldığı tespit edilmiştir.

Kenoigios vd. (2002), halka arzların kısa dönem düşük fiyatlandırması için uluslararası kanıt sağlamak amacıyla Atina Borsası’nda 1997-2002 yılları arasında yer

alan 169 halka arzı incelemiştir. Bulgularına göre, halka arzların ilk performanslarında önemli ölçüde düşük fiyatlandırmaya rastlanmıştır. Ayrıca, aracı kurum prestiji ve aşırı talep zamanları halka arzların düşük fiyatlandırma seviyelerini önemli ölçüde etkilemektedir.

Naceur (2000), Tunus Borsası'ndaki halka arzlarda kısa dönemli pozitif olağandışı gelire rastlamıştır. Satış sonrası geliri düşük fiyatlandırmayı destekleyici nitelikte %11.04 olarak bulmuştur.

Schindele ve Perotti (2002), 1990-1998 yılları arasındaki Macaristan halka arzlarını sosyalist yapıdan piyasa ekonomisine geçiş sırasında ve ulusal pazarın olgun olmayan aşamasında incelemiştir. Sonuçları politik yapının süreçte çok önemli bir rol oynadığı yönündedir. Özelleştirme halka arzlarında daha fazla bir iskonto tespit etmişler ve düşük fiyatlandırma ve kupon tazminatları için sunulan paylar arasında pozitif bir ilişki yakalamışlardır. Gelişmiş marketlerde kanıtlanan bilgi asimetrisi teorilerinin çoğu için destekleyici sonuç bulamamışlardır.

Chambers ve Dimson (2006), 1. Dünya Savaşı'ndan 1986'ya kadar İngiliz halka arzlarını incelemiş ve yasal, düzenleyici tebliğ ve aracı kurum baskılarının düşük fiyatlandırmayı artırıp artırmadığını araştırmışlardır. Düşük fiyatlandırmanın savaşlar arası yıllara göre 20. yüzyılın ikinci yarısında daha fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Unlu vd. (2004) çalışmalarında, İngiltere'de 1993-2001 yılları arası halka arz olan 513 firmanın düşük fiyatlandırmasını incelemiştir. Sonuçlara göre, 1990'ların ortalarında İngiltere'deki düşük fiyatlandırma Amerika'dakinden daha azdır. Daha sonra örneklemin son yıllarına doğru Amerika'yı geçmiştir. İngiltere'deki aracı kurumların 'masada bıraktığı para'nın giderek arttığı da gözlemlenmiştir. Halka arz

karakteristiği incelendiğinde, İngiltere’de yapılan halka arzlarda eř zamanlı kompozisyon değişiminin varlığı ve teşviklerin yeniden düzenlenmesinin etkisi gösterilmiştir.

Kim ve Weisbach (2005), sermaye artırımının firmaların halka açılması için iyi bir neden olup olmadığını araştırmışlardır. 1990-2003 yılları arasında 38 ülkeden 16,958 halka arzı içeren bir örneklem kullanırken yeni, birincil halka arzlar ile ikincil halka arzlar arasındaki farkları göz önünde bulundurmuşlardır. Sonuçlarına göre, birincil halka arzlar firmanın sermaye ihtiyacıyla ilgili birçok faktörle ilişkilidir. Bunlardan en önemlileri, artan yatırımlar, artan borç geri ödemeleri ve nakit artışları ve ikincil halka arzla artan sermaye artışıdır. Örneklemdaki sermaye artırımının %79’u birincil halka arz olduğu için, sermaye artırımını için halka açılma önemli bir gerekçedir.

Chahine (2007) çalışmasında düşük fiyatlandırma ve yatırımcının halka arz öncesi ve sonrası ilgisinin arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Deneysel testlerinin sonuçları %19.25 oranında 3 günlük alma ve tutma getirisi göstermektedir. Bazı ön talep toplama yoluyla yapılan arzlarda düşük fiyatlandırma yüksek olmasına rağmen, ön talep toplama yöntemi daha etkili bir fiyatlama ve yatırımcılar arasında satış sonrası açık artırmaya göre daha düşük bir sapmaya olanak sağlamıştır.

Türkiye’de düşük fiyatlama ile yapılan çalışmalar ise şu şekilde sıralanabilmektedir:

Güner vd. (1999), aracı kurum prestijinin halka arzın ilk günündeki getirisi üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Geleneksel modele göre aracı kurum itibarı halka arzın ilk günündeki getirisini etkilememektedir. Ancak, gelişen bir pazarda, halka arz fiyatını etkileyen önemli faktörler kontrol edildiğinde, aracı kurum itibarı ile halka arz

getirileri arasında karmaşık bir yapı belgelenmiştir. Çalışma sonucuna göre, bulguları diğer gelişmiş pazarlara uyarlamak uygun olmayacaktır.

Kıymaz (2000), 1990-1996 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören 163 şirketin halka arzını incelemiştir. Sonuçlara göre, Türk halka arzları ilk günlerinde ortalama %13,1 oranında düşük fiyatlandırılmaktadır. Düşük fiyatlandırma, sanayi şirketleri için %11,7, finansal firmalar için %15 ve geri kalan firmalar için %17,6 olarak bulunmuştur. Alt sektörler bazında, en yüksek getiri Turizm ve Ulaşım sektöründe görülürken en düşük getiri ise Makine ve Yedek Parça grubunda görülmüştür. Bankacılık grubu hariç bütün alt sektörlerde istatistiksel olarak önemli düşük fiyatlandırılma görülmüştür.

Durukan (2002), 1990-1997 yılları arasında Borsa İstanbul'da yer alan halka arzları iki aşamada incelemiştir. Birinci aşamada, getiriler arasındaki ilişki ortalama getiri ve tek değişkenli regresyon analizi ile incelenmiştir. İkinci aşamada ise, getirilerin belirleyici faktörleri kesitsel olarak ve çoklu regresyon analizi ile incelenmiştir. Çalışmanın bulguları, 'kazanmanın laneti' hipotezi ile uyumludur. Ayrıca, halka arza ilişkin belirsizliği azaltan faktörlerin azaltılması daha düşük getirilere yol açmaktadır. Çalışmanın sonuçları uzun dönem performans hakkında kanıt sunmamaktadır.

Teker ve Ekit (2003), 2000 yılında Borsa İstanbul'daki halka arzların performansını incelemiştir. Araştırmada, 30 halka arz 30 günlük bir aralıkta incelenmiştir. Sonuçlar, literatürle tutarlıdır. Sonuçlara göre, ilk iki gün halka arzlar genellikle pozitif olağandışı getiri sunmaktadır.

Küçükkocaoğlu (2008), Borsa İstanbul'da düşük fiyatlandırma miktarını ve

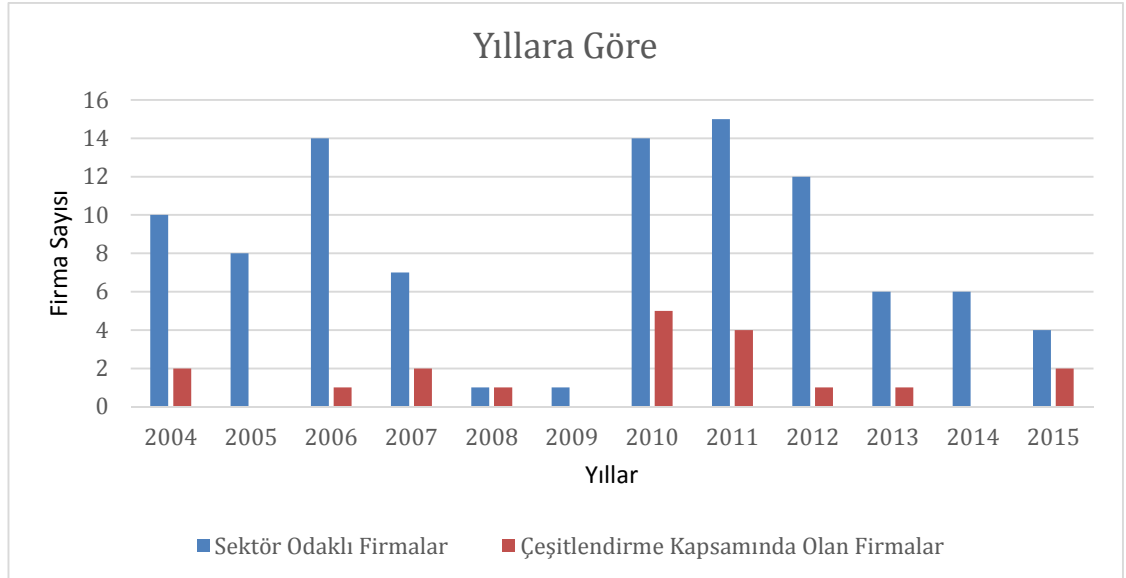
oynaklığını kontrol edebilmek amacıyla hangi satış ve aracılık yöntemlerinin tercih edilmesi gerektiğine yanıt aramıştır. Bu bağlamda, 1993-2005 yılları arasında firma ve halka arz bilgileri kullanılarak, Borsa İstanbul'da yer alan üç farklı halka arz yöntemi karşılaştırılmıştır. Ampirik analiz sonuçlarına göre, ilk gün düşük fiyatlaması sabit fiyatla talep toplama yönteminde %7,01, ön talep toplama yönteminde %11,47 ve borsada satış yönteminde %15,68 olarak belirlenmiştir. Sabit fiyatla talep toplama yönteminin düşük fiyatlamada pazar bilgisini borsada satış yöntemine göre daha iyi kontrol ettiği gösterilmiştir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: TÜRKİYE'DE KURUMSAL ÇEŞİTLENDİRME ve DİĞER FAKTÖRLERİN DÜŞÜK FİYATLANDIRMA ÜZERİNE ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİ

4.1. Veri Seti ve Tanımlayıcı İstatistiksel Analizler

Örnekleme 2004-2015 yılları arasında Borsa İstanbul'da yapılan 117 halka arz bulunmaktadır. Tüm veriler Borsa İstanbul, Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Sermaye Piyasası Kurulu internet sitelerinden alınmıştır. Söz konusu yıllar arası yapılan 126 halka arzdan araştırılan faktörlerle ilgili kesin bilgilere ulaşamayan 9 halka arz elenmiştir.

Söz konusu zaman diliminde, 117 halka arzın %16,2'si çeşitlendirilmiş firmalar tarafından gerçekleşmiştir. Çeşitlendirilmiş firmalar tarafından yapılan halka arzlar %4,3 ile en çok 2010 yılında görülürken; 2005, 2009 ve 2014 yıllarında çeşitlendirilmiş firma halka arzı görülmemiştir. Yıllara göre çeşitlendirme kapsamında olan ve sektör odaklı firmaların grafiği Şekil 4'te verilmiştir.



Şekil 4. Yıllara Göre Çeşitlendirme Kapsamında Olan ve Sektör Odaklı Firmaların Sayıca Dağılımı Grafiği.

Tablo 5. Tanımlayıcı İstatistik Tablosu.

	Çeşitlendirme Kapsamında Olan Firmalar		Sektör Odaklı Firmalar		Farklar	
	Ortalama	Medyan	Ortalama	Medyan	Ortalama	Medyan
İlk Gün Getirisi	0,023	0,000	0,049	0,046	-0,026** (0,638)	0,0459** (-1,087)
Halka Arz Tutarı (MML)	2.153,158	39,250	1.237,179	8,025	915,979** (-0,476)	31,225 (-2,398)
Satışlar (MML)	327,293	68,659	149,092	16,017	178,201** (-1,261)	52,642 (-2,764)
Varlıklar (MML)	2.461	482,303	1.787,434	72,413	673,438** (-0,337)	409,890 (-3,695)
Firma Yaşı	23,3	19,6	21,5	16,7	1,776** (-0,396)	2,89** (-1,352)
Halka Arz Oranı	25,901	28,000	36,445	30,000	10,544 (2,015)	2,00** (-1,449)
Toplam Komisyon	0,040	0,035	0,040	0,035	0,100** (-0,159)	0,005** (-0,257)
Aracı Kurum Prestiji	0,062	0,048	0,051	0,045	0,011** (-1,109)	-0,002** (-1,376)
Piyasa Getirisi	0,001	0,002	0,000	0,001	0,001** (-0,895)	-0,001** (-0,931)
Piyasa Volatilitesi	0,017	0,016	0,016	0,016	0,001** (-0,76)	-0,0005** (-0,636)

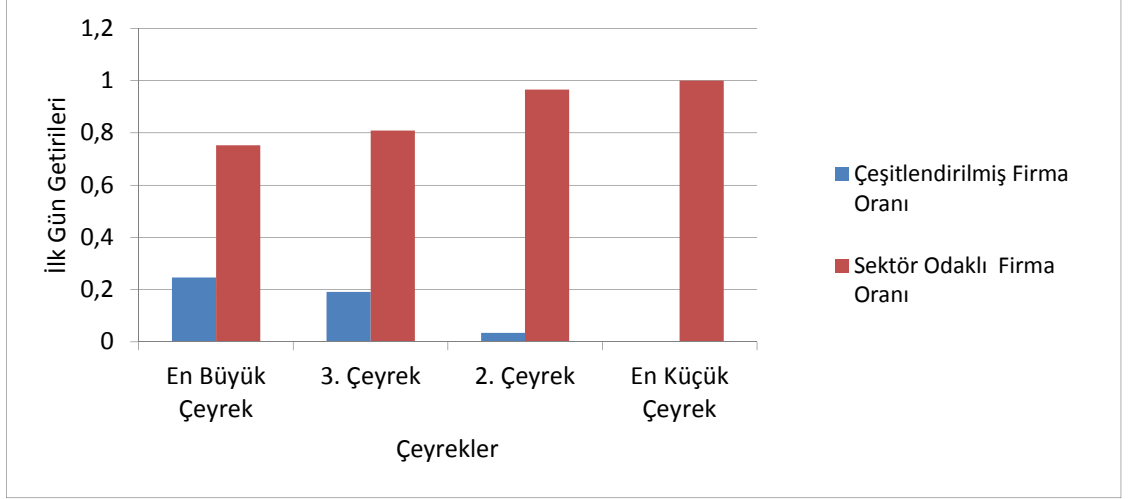
**Önemlilik derecesi 0,005

Tablo 5'te çeşitlendirilmiş ve odaklanmış firmaların halka arz örneklemeleri için betimleyici istatistikler gösterilmiştir. Son iki sütun çeşitlendirilmiş firma ve odaklanmış firma halka arz örneklemelerinin arasındaki ortalama ve medyan farklarını göstermekte olup önemlilik seviyeleri sırasıyla t-testi ve Wilcoxon sıra toplamı testi ile belirtilmiştir. Tablo 5'e göre çeşitlendirilmiş firma halka arzı için ilk gün getiri ortalaması (medyanı) %2,3 (%0,0) olurken; odaklanmış firmaların halka arzında ilk gün getiri ortalaması (medyanı) %4,9 (%4,6) olmuştur. Bu iki alt örneklem arasındaki farkın önemlilik seviyesi %5'tir. Çeşitlendirilmiş firma halka arzları odaklanmış firma halka arzlarına göre teklif hacmi, toplam varlıklar bakımından önemli ölçüde büyüktür. Ayrıca, çeşitlendirilmiş firmaların satışları odaklanmış firmaların satışlarının iki katından fazladır.

Halka arzın niteliklerine dönecek olursak, halka arz oranının çeşitlendirilmiş firmalarda odaklanmış firmalara göre daha az olduğu görülmektedir. Çeşitlendirilmiş firmaların daha büyük olduğu varsayımında brüt aracı kurum komisyonunun (gross spread) odaklanmış firmalarda çeşitlendirilmiş firmalara göre daha fazla olması şaşırtıcı olmamaktadır. Bu fark yaklaşık %10'dur. Çeşitlendirilmiş firmalar daha yüksek itibarlı aracı kurumlarla çalışmayı seçerken (aracı kurum prestiji %6,2) odaklanmış firmalar daha düşük itibarlı aracı kurumlarla çalışmışlardır (aracı kurum prestiji %5,1).

Piyasa getirisi olarak her halka arzdan önceki 22 günün getirilerine bakılmıştır. Piyasa getirileri çeşitlendirilmiş ve odaklanmış firma bazında karşılaştırıldığında halka arz öncesi borsada bir farklılık olmadığı görülmüştür. Çeşitlendirilmiş ve odaklanmış firma halka arzlarını izleyen 100 gün için piyasa oynaklığına bakıldığında da iki farklı alt örneklem için arada bir fark olmadığı görülmüştür.

Çeşitlendirme kapsamındaki firmaların sektör odaklı firmalara göre daha büyük olduğu Tablo 5'te gösterilmiştir. Bunu bir basamak daha ileriye taşıyacak olursak, Şekil 5'te çeşitlendirme kapsamında ve sektör odaklı firmalar için düşük fiyatlandırma boyut çeyreği ile gösterilmiştir. Boyut (size), bir şirket için halka arzdan bir önceki yıl açıklanan toplam varlıklara enflasyon etkisi yansıtılmış halidir. Boyut çeyrekleri çeşitlendirilmiş ve odaklanmış firmaların halka arz örneklemini kullanılarak hazırlanmıştır.



Şekil 5. Boyut Çeyrekleri ile Düşük Fiyatlandırma İlişkisini Gösteren Şekil.

Şekil 5'e göre bütün boyut çeyreklerinde düşük fiyatlandırma odaklanmış firmalarda çeşitlendirilmiş firmalara göre daha fazladır. Görüldüğü üzere diğer etkenlerin yanı sıra çeşitlendirmenin kendisinin de düşük fiyatlandırmaya sebep olduğu söylenebilmektedir. Bu bağlamda, firmadaki segment sayısı arttıkça düşük fiyatlandırmanın düşmesi beklenmektedir.

Tablo 6'da ilk gün getirilerinin segment sayısı birden fazla olan firmaların ortalama ilk gün getirilerinin segment sayısı bir olan firmalara göre daha düşük olduğu gösterilmiştir.

Tablo 6. Segment Sayısı ve Ortalama İlk Gün Getirisi İlişkisini Gösteren Tablo

Segment Sayısı	Halka Arzların Sayısı	Ortalama İlk Gün Getirisi
1	94	4,80%
2+	23	3,12%

94 adet odaklanmış firmanın ilk gün getiri ortalamaları %4,80 çıkarken, iki ve daha fazla segmentli 23 adet firmanın ilk gün getiri ortalaması %3,12 olarak

bulunmuştur. Örnekleme maksimum segment sayısına sahip olan firmanın segment sayısı 7'dir. Bu firmada ilk gün getirisi -%0,8 olarak tespit edilmiştir.

Jacquemin ve Berry (1979)'dan alınan çeşitlendirme için entropi ölçülerine göre satış entropisi değişkeni her segmentin toplam satıştaki payının ağırlığıdır. Segmentin pay ağırlığı ise segmentin satış payının çarpmaya göre tersinin doğal logaritması şeklindedir:

$$E = \sum_{i=1}^n P_i \ln \frac{1}{P_i} \quad (1)$$

Burada,

E = Entropi ölçüsü

P_i = i'inci segmentin (firma ya da faaliyet alanı) satışlarının payını temsil etmektedir.

Tek segmentli bir firma için satış entropisi ölçüsü sıfıra eşittir. Satışları tek bir segmente yoğunlaşmış firmaların satış entropileri sıfıra yakın bulunmakta ve segment sayısı arttıkça ve satışlar segmentler arası daha homojen dağıldıkça satış entropisi değerinin daha büyük olması beklenmektedir. Bu bağlamda, entropi değeri yükseldikçe çeşitlendirmenin artacağı çıkarımı yapılabilmektedir.

4.2. Ampirik Sonuçlar

Literatürdeki çalışmalarda düşük fiyatlandırmanın pozitif ilk gün getirisiyle ilişkisi olduğu ortaya konmuştur (Ljungvist 2007; Louge 1973; Ibbotson 1975; Ritter, 1984; Beatty ve Ritter, 1986). Asimetrik bilgi teorisi modelleri düşük fiyatlandırma çalışmalarında en çok kabul görenidir (Boulton, Smart ve Zutter, 2013). Firma çeşitlendirilmesinin halka arzı sırasında bilgi asimetrisiyle ilişkili olduğu kanıtlanmıştır (Stein, 1997). Çeşitlendirme kapsamında olan firmaların bilgi

asimetrisinin firma odaklı firmalara göre daha düşük olduğu kanıtlanmıştır (Hadlock vd., 2001; Thomas, 2002). Buna göre bu durum düşük fiyatlandırmaya da yansımalıdır; bilgi asimetrisinin fazla (az) olduğu durumlarda, ilk gün getirilerinin de yüksek (düşük) olacağı beklenmektedir (Boulton vd., 2013).

Tablo 7. Kurumsal Çeşitlendirmenin Halka Arz Düşük Fiyatlandırması Üzerine Etkisi.

	Bağımlı Değişken: İlk Gün Getirisi		
	Model 1	Model 2	Model 3
Çeşitlendirme	-0,018 (-0,433)		
Segment Sayısı		-0,001 (-0,074)	
Satış Entropisi			-0,003 (-0,060)
Firma Büyüklüğü	-0,009 (-1,860)	-0,009 (-1,875)	-0,009 (-1,903)
Firma Yaşı	-0,009 (-0,432)	-0,008 (-0,428)	-0,008 (-0,427)
Halka Arz Oranı	0 (+0,458)	0,001 (+0,530)	0,001 (+0,509)
Toplam Komisyon	0,816 (+1,314)	0,823 (+1,324)	0,823 (+1,324)
Aracı Kurum Prestiji	0,914 (+2,312)	0,911 (+2,302)	0,911 (+2,303)
Piyasa Getirisi	-2,543 (-0,579)	-2,628 (-0,598)	-2,637 (-0,601)
Piyasa Volatilitesi	8,995 (+2,046)	8,957 (+2,035)	8,996 (2,037)
Düzeltilmiş R ²	11,1%	10,9%	10,9%

**Önemlilik derecesi 0,005

Tablo 7’de düşük fiyatlandırma ve çeşitlendirmenin çok değişkenli analizi sunulmuştur. Tablo 7’de yer alan her sütunda, kurumsal çeşitlendirmenin farklı temsilcileri yer almaktadır. Bağımlı değişken, ilk gün getirileridir. İlk gün getirisi, ilk gün kapanış fiyatının halka arz fiyatına olan oranından 1 çıkarılması ile elde edilmiştir.

Analize dahil edilen diğer değişkenler ise Şu Şekildedir:

Çeşitlendirme: Firma halka arz olmadan bir yıl önce çeşitlendirme kapsamındaysa 1; çeşitlendirme kapsamında değilse (sektör odaklı firma ise) 0 değerini alan kukla değişkendir.

Segment Sayısı: Firma halka arz olmadan bir yıl önce, firmanın faaliyet gösterdiği faaliyet alanı sayısının doğal logaritmasıdır.

Satış Entropisi: Firmanın her segmentinin satışlarının ağırlıklı ortalamasıdır. Segment satışlarının ağırlığı, segment satışlarının payının çarpmaya göre tersinin doğal logaritması ile ölçölmektedir.

Firma Büyüklüğü: Firmanın halka arz olmadan önceki senesindeki varlıklarının defter değerinin 2015 yılına göre enflasyon düzeltmesi yapılmış tutarının doğal logaritmasıdır.

Firma Yaşı: Şirketin halka arz edildiği yıl ile Şirketin kuruluş yılının arasındaki farka bir eklenmesiyle elde edilmesiyle bulunan değerin doğal logaritmasıdır.

Halka Arz Oranı: Halka arz öncesi payların halka arz edilen paylara oranıdır.

Toplam Komisyon: Aracı kuruma ödenen komisyonun toplam halka arz edilen tutara oranıdır.

Aracı Kurum Prestiji: Bir aracı kurumun örnekleme içinde bulunan halka arzların yüzde kaçını gerçekleştirdiğidir. Aracı konsorsiyum olması halinde, hesaplamalarda konsorsiyum lideri baz alınmıştır.

Piyasa Getirisi: Şirket halka arz olmadan önce 22 günlük ortalama endeks getirisi dir.

Piyasa Volatilitesi: Şirketin halka arz olduğu tarihten sonraki 100 gün boyunca getirilerin standart sapmasıdır.

Firmalar büyüdükçe, düşük fiyatlandırma azalmaktadır (Beatty ve Ritter, 1986). Bu sebeple, firma büyüklüğü tüm regresyonlarda kontrol değişkeni olarak eklenmiştir. Firma yaşı, şirketin halka arz yılı ve kuruluş yılı arasındaki farkın 1 eksiğinin doğal logaritması olarak modele eklenmiştir. Halka arz oranı ise diğer bir kontrol değişkenidir. Halka arz oranı arttıkça düşük fiyatlandırmanın artması beklenmektedir (Breadley ve Jordan, 2002; Lowry ve Murphy, 2007).

Literatürdeki bazı çalışmalar (Booth ve Smith (1986), Carter ve Manaster (1990) ve Michaely ve Shaw (1994)) aracı kurum prestiji ile düşük fiyatlandırma arasında negatif yönlü bir ilişki bulurken; bazı çalışmalar –özellikle 1990 sonrası- (Loughran ve Ritter (2004); Beatty ve Welch (1996)) ise pozitif bir ilişki bulmuştur.

Model 1, Model 2 ve Model 3 için analiz sonuçları sırasıyla EK-1, EK-2 ve EK-3'te verilmiştir.

Model 1 sonuçlarına göre, kurumsal çeşitlendirme ile düşük fiyatlandırma arasında ters bir ilişki tespit edilmiştir. Bu bağlamda, kurumsal çeşitlendirme arttıkça, düşük fiyatlandırmanın düştüğü gözlemlenmiştir. Örnekleme, kurumsal çeşitlendirme kapsamındaki firmaların ortalama halka arz tutarları 1.311.449.706,64 TL olmakla birlikte %1,8 oranındaki bir azalma halka arzı 23.606.094,71 TL'lik bir düşük fiyatlandırma maliyetinden kurtarmaktadır.

Model 2 sonuçlarına göre, segment sayısı ile düşük fiyatlandırma arasında negatif bir ilişki ortaya konmuştur. Firmalarda segment sayısı arttıkça (azaldıkça) düşük fiyatlandırma azalmaktadır (artmaktadır).

Model 3'ün çıktılarına bakıldığında, satış entropisi ile düşük fiyatlandırma arasında negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Satış entropisi arttıkça (azaldıkça) düşük fiyatlandırmanın azaldığı (arttığı) görülmektedir.

Kontrol değişkenlerine bakıldığında ise, firma büyüklüğü ve düşük fiyatlandırma arasında negatif; firma yaşı ve düşük fiyatlandırma arasında negatif; toplam komisyon ile düşük fiyatlandırma arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Sonuçlar literatür ile tutarlıdır.

Aracı kurum prestiji ile düşük fiyatlandırma arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuçlar Loughran ve Ritter (2004); Beatty ve Welch (1996) çalışmalarıyla tutarlıdır. Daha prestijli bir aracı kurum ile çalışan firmaların düşük fiyatlandırması daha fazla olmaktadır.

Piyasa volatilitesi ile düşük fiyatlandırma arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Buna göre, halka arz sonrası yüksek piyasa volatilitesine maruz kalan firmaların düşük fiyatlandırması daha fazla olmaktadır (Boulton vd., 2013).

SONUÇ

Çalışmanın sonucuna göre, çeşitlendirme kapsamında olan firmaların düşük fiyatlandırmasının sektör odaklı firmalara göre daha az olduğu bulunmuştur. Segment sayısı değişkeniyle bu durum kontrol edilmiş ve sonuçlar tutarlı olmuştur. Buna göre segment sayısı arttıkça düşük fiyatlandırma azalmaktadır. Bu bağlamda çeşitlendirme kapsamında olan firmaların sektör odaklı firmalara göre düşük fiyatlandırmasının daha az olduğu hipotezi desteklenmiştir.

Çalışmada, çeşitlendirme kapsamında olan firmaların daha büyük olduğu gösterilmiştir. Bu sebeple firma büyüklüğü arttıkça düşük fiyatlandırmanın azalması beklenmektedir. Sonuçlar kurulan hipotezi desteklemekte; firma büyüklüğü arttıkça düşük fiyatlandırma azalmaktadır.

Halka arz oranı ve düşük fiyatlandırma arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Halka arz edilecek payların miktarı arttıkça düşük fiyatlandırma artmaktadır.

Aracı kurum itibarı ile düşük fiyatlandırma arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Buna göre aracı kurum itibarı arttıkça, düşük fiyatlandırma artmaktadır. Sonuçlar, özellikle 1990'lardan sonra yapılan çalışmalarla (Loughran ve Ritter, 2004; Beatty ve Welch, 1996) tutarlılık göstermektedir.

Piyasa volatilitesi ve düşük fiyatlandırma arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuş olup, halka arzdan sonra yüksek volatiliteye maruz kalan payların düşük fiyatlandırması yüksek çıkmıştır.

KAYNAKÇA

- Aggarwal, R., Prabhala, N., & Puri, M. (2002). Institutional Allocation In Initial Public Offerings: Empirical Evidence.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signaling by Underpricing in the IPO Market. *Journal of Financial Economics*, (23), 303-323.
- Alvarez, S., & González, V. M. (n.d.). Long-Run Performance of Initial Public Offerings (IPOs) in the Spanish Capital Market. SSRN Electronic Journal SSRN Journal.
- Amihud, Y. ve Lev, B. (1981). Risk Reduction as A Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 605-617.
- Amihud, Y., Hauser, S., & Kirsh, A. (n.d.). Allocations, Adverse Selection and Cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange. SSRN Electronic Journal SSRN Journal.
- Ansoff, H.T (1957). Strategies for Diversification, *Harvard Business Review*, 35(5), 113-124.
- Baron, D. P. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *The Journal of Finance*, 37(4), 955-976.
- Baron, D. P., & Holmström, B. (1980). The Investment Banking Contract For New Issues Under Asymmetric Information: Delegation And The Incentive Problem. *The Journal of Finance*, 35(5), 1115-1138.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 213-232.
- Beatty, R. P., & Welch, I. (1996). Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings. *The Journal of Law and Economics*, 39(2), 545-602. doi:10.1086/467359
- Berger, P. G. ve Ofek, E. (1995). Diversification's Effect On Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.
- Berk, J., Demarzo, P., & Harford, J. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance*. Edinburgh Gate: Pearson Education Limited.
- Biais, B., Bossaerts, P., & Rochet, J. (2002). An Optimal IPO Mechanism. *Review of Economic Studies Rev Econ Studies*, 69(1), 117-146.
- Booth, J. R., & Chua, L. (1996). Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 291-310.
- Booth, J. R., & Smith, R. L. (1986). Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 261-281.

- Booz, Allen ve Hamilton (1985). *Diversification: A Survey of European Chief Excecutives*, Booz, Allen and Hamilton, Inc., New York.
- Boulton, T. J., Scott, B., & Zutter, C. J. (2006). International IPO Underpricing, Earnings Quality, and Governance. Retrieved January 14, 2016, from <https://ourarchive.otago.ac.nz/bitstream/handle/10523/1508/InternationallPOUnderpricingEarningsQualityGovernance2007.pdf?sequence=3&isAllowed=y>.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. J. (2013). Industrial Diversification and Underpricing of Initial Public Offerings. *Financial Management*, 42(3), 679-704.
- Bradley, D. J., & Jordan, B. D. (2002). Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(4), 595. doi:10.2307/3595013
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications. *Journal of Applied Corporate Finance J Appl Corporate Finance*, 18(3), 107-117.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2015). *Fundamentals of Corporate Finance* (8th ed.). New York, NY: McGraw-Hill Education.
- Brost, M. A. ve Kleiner, B. H. (1995). New Developments İn Corporate Diversification Strategies. *Management Research News*, 18(3), 24-33.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- Cassia, L., Giudici, G., Paleari, S., & Redondi, R. (2004). IPO underpricing in Italy. *Applied Financial Economics*, 14(3), 179-194.
- Chahine, S. (2007). Investor interest, trading volume, and the choice of IPO mechanism in France. *International Review of Financial Analysis*, 16(2), 116-135. doi:10.1016/j.irfa.2005.10.002
- Chambers, D., & Dimson, E. (n.d.). Better Regulation and Underwriter Reputation Have Done Nothing For IPO Underpricing Over the 20th Century: Empirical Evidence from IPOs on the London Stock Exchange. Erişim Tarihi: January 26, 2016, <http://www.helsinki.fi/iehc2006/papers1/Chambers.pdf>
- Chan, K., Wang, J., & Wei, K. (2004). Underpricing and long-term performance of IPOs in China. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 409-430.
- Coakley, J., Hadass, L., & Wood, A. (2009). UK IPO underpricing and venture capitalists. *The European Journal of Finance*, 15(4), 421-435.
- Cornelli, F., & Goldreich, D. (2001). Bookbuilding and Strategic Allocation. *The Journal of Finance*, 56(6), 2337-2369.
- Denis, D. J., Denis, D. K., ve Yost, K. (2002). Global Diversification, İndustrial Diversification and Firm Value. *The Journal of Finance*, 57, 1951-1979.

- Dietrich, J. (2012). Variables Influencing the Severity of IPO Underpricing an Empirical Analysis of the German market. Hamburg: Diplomica-Verl.
- Dimitrov, V. ve Tice, S. (2006). Corporate Diversification and Credit Constraints: Real Effects Across the Business Cycle. *Review of Financial Studies*, 19(4):1465 – 1498.
- Dimovski, W., & Brooks, R. (2003). Financial characteristics of Australian initial public offerings from 1994 to 1999. *Applied Economics*, 35(14), 1599-1607.
- Dittmar, A. ve A. Shivdasani (2003). Divestitures and Divisional Investment Policy. *Journal of Finance*, 58, 2711-2743.
- Drobetz, W., Kammermann, M., & Waelchli, U. (n.d.). Performance of Initial Public Offerings: The Evidence for Switzerland. *SSRN Electronic Journal SSRN Journal*. doi:10.2139/ssrn.370400
- Dunbar, C. (2000). Factors affecting investment bank initial public offering market share. *Journal of Financial Economics*, 55(1), 3-41.
- Durukan, M. B. (2002). The relationship between IPO returns and factors influencing IPO performance: Case of Istanbul Stock Exchange. *Managerial Finance*, 28(2), 18-38. doi:10.1108/03074350210767672
- Erdorf, S., Hartmann-Wendels, T., Heinrichs, N., ve Matz M. (2013). Corporate Diversification and Firm Value: A Survey of Recent Literature, *Financial Market Research*, 27:187–215.
- Franzke, S. (2003). Underpricing of Venture-Backed and Non Venture-Backed IPOs: Germany's Neuer Market. *SSRN Electronic Journal SSRN Journal*. doi:10.2139/ssrn.482544
- Fulgheri P., Hodrick, L.S. (2006). Synergies and Internal Agency Conflicts: The Double-Edged Sword of Mergers, *Journal Of Economics ve Management Strategy*, Vol 15(3), 549-576.
- Geddes, R. (2003). *IPOs and equity offerings*. Oxford: Butterworth-Heinemann.
- Gort, M. (1962). *Diversification and Integration In American Industry*. Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Graham, J. R., Lemmon, M. L., ve Wolf, J. G. (2002). Does Corporate Diversification Destroy Value? *The Journal of Finance*, 57(2), 695–720.
- Grinblatt, M., & Hwang, C. Y. (n.d.). Signaling and the Pricing of New Issues. *Journal of Finance*, (44), 393-420.
- Guner, N., Onder, Z., & Rhoades, S. D. (n.d.). Underwriter Reputation and Short-run IPO Returns: A Re-evaluation for an Emerging Market. *SSRN Electronic Journal SSRN Journal*. doi:10.2139/ssrn.495742

- Habib, M. A., & Ljungqvist, A. P. (2001). Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence. *Rev. Financ. Stud. Review of Financial Studies*, 14(2), 433-458.
- Hadlock, C. J., Ryngaert, M., & Thomas, S. (2001). Corporate Structure and Equity Offerings: Are There Benefits to Diversification? *The Journal of Business J BUS*, 74(4), 613-635. doi:10.1086/321940
- Hadlock, C.J. ve J.R. Pierce (2010). New Evidence On Measuring Financial Constraints: Moving Beyond The KZ Index. *Review of Financial Studies*, 23, 1909-1940.
- Halka Arz. (n.d.). (Erişim Tarihi: 05.01.2016) <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=73&fn=73.pdf&submenuheader=null>
- Halka Arz ve Borsada İşlem Görme. (n.d.). (Erişim Tarihi: 13.01.2016), http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf
- Halka Arz ve Borsada İşlem Görme. (2013). (Erişim Tarihi: 12.01.2016) <http://kosano.org.tr/wp-content/uploads/2013/09/halkaarzraporu.pdf>
- Hanley, K. W., & Wilhelm, W. J. (1995). Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 37(2), 239-257.
- Harris, M., Kriebel, C. H. and Raviv, A. (1982). “Asymmetric Information, Incentives and Intra-Firm Resource Allocation”, *Management Science*, 604 – 620
- Hill, P. (2006). Ownership Structure and IPO Underpricing. *Journal of Business Finance & Accounting J Bus Fin & Acc*, 33(1-2), 102-126.
- Horne, J. C., & Wachowicz, J. M., Jr. (2001). *Fundamentals of Financial Management* (11th ed.). New Jersey: Prentice Hall.
- Hovakimian, G. (2011). Financial Constraints and Investment Efficiency: Internal Capital Allocation Across the Business Cycle. *Journal of Financial Intermediation*, 20(2):264 – 283.
- Hughes, P. J. (1986). Signalling by Direct Disclosure Under Asymmetric Information. *Journal of Accounting and Economics*, 8(2), 119-142.
- Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 2(3), 235-272. doi:10.1016/0304-405x(75)90015-x
- Jacquemin, A. P., & Berry, C. H. (1979). Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth. *The Journal of Industrial Economics*, 27(4), 359. doi:10.2307/2097958
- Jegadeesh, N., Weinstein, M., & Welch, I. (1993). An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 34(2), 153-175.

- Jenkinson, T., & Jones, H. (2004). Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding. *The Journal of Finance*, 59(5), 2309-2338.
- Jenkinson, T., & Ljungqvist, A. (2001). *Going public: The theory and evidence on how companies raise equity finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. ve Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *The Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Jensen, M. C. ve Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *The Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Karatepe, Y., Gökğöz, F., & Karaaslan, E. (2002). Türkiye'de Birincil Halka Arz Uygulamalarının Araştırılması. *İktisat İşletme Ve Finans*, 17(201), 20-31.
- Keloharju, M. (1993). The Winner's Curse, Legal Liability, and the Long-run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland. *Journal of Financial Economics*, 34(2), 251-277.
- Kenourgios, D. F., Papathanasiou, S., & Melas, E. R. (2007). Initial performance of Greek IPOs, underwriter's reputation and oversubscription. *Managerial Finance*, 33(5), 332-343.
- Kıymaz, H. (2000). The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: Evidence from Istanbul stock exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, 10(2), 213-227. doi:10.1016/s1042-444x(99)00027-4
- Kim, W., & Weisbach, M. (2005). Do Firms Go Public to Raise Capital? doi:10.3386/w11197
- Kirkulak, B., & Davis, C. (2005). Underwriter reputation and underpricing: Evidence from the Japanese IPO market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 451-470.
- Koh, F., & Walter, T. (1989). A Direct test of Rock's Model of the Pricing of Unseasoned Issues. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 251-272.
- Küçükkocaoğlu, G. (2008). Underpricing in Turkey: A Comparison of the IPO Methods. *International Research Journal of Finance and Economics*, (13).
- Laeven, L. ve R. Levine (2007). Is There a Diversification Discount in Financial Conglomerates? *Journal of Financial Economics*, 85, 331-367.
- Lang, L. H. P. ve Stulz, R. M. (1994). Tobin's Q, Corporate Diversification, And Firm Performance. *Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280.
- Lee, P. M., & Wahal, S. (2004). Grandstanding, Certification and the Underpricing of Venture Capital Backed IPOs. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 375-407.
- Levis, M. (1990). The Winner's Curse Problem, Interest Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Economic Journal*, 100(399), 76.

- Lewellen, W. G. (1971). A Pure Financial Rationale for The Conglomerate Merger. *The Journal of Finance*, 26(2), 521-537.
- Li, X., & Masulis, R. W. (n.d.). Venture Capital Investments by IPO Underwriters: Certification, Alignment of Interest or Moral Hazard? SSRN Electronic Journal SSRN Journal.
- Ljungqvist, A. P., & Wilhelm, W. J. (2002). IPO allocations: Discriminatory or discretionary? *Journal of Financial Economics*, 65(2), 167-201.
- Ljungqvist, A. P., Jenkinson, T., & Wilhelm, W. J. (2003). Global Integration in Primary Equity Markets: The Role of U.S. Banks and U.S. Investors. *Rev. Financ. Stud. Review of Financial Studies*, 16(1), 63-99.
- Ljungqvist, A., 2007. "IPO Underpricing." In B. Espen Eckbo, ed., *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. North-Holland: Elsevier, Volume 1 (pp. 375–421)
- Logue, D. E. (1973). On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8(1), 91. doi:10.2307/2329751
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2004). Why Has IPO Underpricing Changed Over Time? *Financial Management*.
- Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2-3), 165-199.
- Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (2015). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 3(1), 139-140.
- Lowry, M., & Murphy, K. J. (2007). Executive stock options and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 39-65. doi:10.1016/j.jfineco.2006.05.006
- Lowry, M., & Schwert, G. (2004). Is the IPO pricing process efficient? *Journal of Financial Economics*, 71(1), 3-26.
- Maksimovic, V. ve Phillips, G. (2002). Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 57(2), 721–767.
- Matsusaka, J. (2001). Corporate Diversification, Value Maximization, And Organizational Capabilities. *Journal of Business* 74, 409-431.
- Matsusaka, J. G. (1993). Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave. *RAND Journal of Economics*, 24, 357–379.
- Meggison, W. L., & Weiss, K. A. (1991). Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46(3), 879-903.

- Meyer, M. A., Milgrom, P., ve Roberts, D. J. (1992). Organizational Prospects Influence Costs, And Ownership Changes. *Journal of Economics and Management Strategy*, 1(1), 9-35.
- Michaely, R., & Shaw, W. H. (1994). The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories. *Rev. Financ. Stud. Review of Financial Studies*, 7(2), 279-319.
- Miles, R. H. (1982). *Coffin Nails and Corporate Strategies*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Miloud, T. (n.d.). Underpricing, Ownership Structure and Liquidity of IPO. Retrieved February 7, 2016, from <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA ANNUAL MEETINGS/2007-Austria/papers/0113.pdf>
- Muscarella, C. J., & Vetsuypens, M. R. (1989). A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics*, 24(1), 125-135.
- Naceur, S. B. (2000). An examination of the Tunisian IPO pricing in the short and long run: 1992-1997. *Applied Economics Letters*, 7(5), 293-296.
- Nanda, V., & 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(1), 39-63.
- Reed, R. ve G. A. Luffman (1986). Diversification: The Growing Confusion, *Strategic Management Journal*, 7, 29-35.
- Reuter, J. (2005). Are IPO Allocations For Sale? Evidence from Mutual Funds. SSRN Electronic Journal SSRN Journal.
- Ritter, J. R. (1984). Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues: A Comment. *The Journal of Finance*, 39(4), 1231-1237. doi:10.1111/j.1540-6261.1984.tb03907.x
- Rock, K. (1986). Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 187-212.
- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. D. (1993). *Fundamentals of Corporate Finance*. United States of America: Richard D. Irwin.
- Santalo, J. ve M. Becerra (2008). Competition from Specialized Firms and the Diversification— Performance Linkage. *Journal of Finance*, 63, 851-883.
- Sarıaslan, H., & Erol, C. (2014). *Finansal Yönetim* (2nd ed.). Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Sayılgan, G. (2004). *Soru ve Yanıtlarla Finansal Piyasalar ve Finansman Yöntemleri*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Sayılgan, G. (2013). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*. Ankara: Turhan Kitabevi.

- Schertler, A. (2002). The Determinants of Underpricing: Initial Public Offerings on the Neuer Markt and the Nouveau Marche. Retrieved February 18, 2016, from <http://www.intech.unu.edu/publications/eifc-tf-papers/eifc02-12.pdf>
- Schindele, I., & Perotti, E. C. (n.d.). Pricing Initial Public Offerings in Premature Capital Markets: The Case of Hungary. SSRN Electronic Journal SSRN Journal. doi:10.2139/ssrn.363921
- Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investment. *Journal of Financial Economics*, 25, 123-139.
- Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1992). Liquidation Values And Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach. *The Journal of Finance*, 45, 379-396.
- Slovin, M. B., Sushka, M. E., & Bendeck, Y. M. (1994). Seasoned Common Stock Issuance Following an IPO. *Journal of Banking & Finance*, 18(1), 207-226.
- Sohail, K., & Nasr, M. (2007). Performance of Initial Public Offerings in Pakistan. *International Review of Business Research Papers*, 3(2), 420-441.
- Spiess, D. K., & Pettway, R. H. (1997). The IPO and first seasoned equity sale: Issue proceeds, owner/managers' wealth, and the underpricing signal. *Journal of Banking & Finance*, 21(7), 967-988.
- Stein, J. C. (1997). Internal Capital Markets and The Competition for Corporate Resources. *The Journal of Finance*, 52, 111-133.
- Teece, D. J. (1980). Economies of Scope and The Scope of the Enterprise. *Journal of Economic Behavior ve Organization*, 1(3), 223-247.
- Teece, D.J. (1982). Towards an Economic Theory of the Multiproduct Firm, *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 3, 39-63.
- Teker, S., & Ekit, Ö. (2003). The Performance of IPOs in Istanbul Stock Exchange in Year 2000. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(1), 117-128.
- Thomas, S. (2002). Firm Diversification and Asymmetric Information: Evidence from Analysts' Forecasts and Earnings Announcements. *Journal of Financial Economics*, 64, 373-396.
- Tirole, Jean, 1995, *The Theory of Industrial Organization* (MIT Press, Cambridge, MA).
- Titman, S., & Trueman, B. (1986). Information Quality and the Valuation of New Issues. *Journal of Accounting and Economics*, 8(2), 159-172.
- Tykvová, T., & Walz, U. (2007). How important is participation of different venture capitalists in German IPOs? *Global Finance Journal*, 17(3), 350-378.
- Unlu, E., Ferris, S. P., & Noronha, G. (2004). IPO underpricing over time: Evidence from the UK. *Applied Economics Letters*, 11(1), 5-9. doi:10.1080/1350485042000187426

- Venkatesh, S., & Neupane, S. (n.d.). Does Ownership Structure Effect IPO Underpricing: Evidence from Thai IPOs. Retrieved October 23, 2015, from https://www.researchgate.net/publication/228635627_Does_Ownership_Structure_Effect_IPO_underpricing_Evidence_from_Thai_IPOs.
- Villalonga, B. (2004a). Does Diversification Cause The ‘Diversification Discount’ *Financial Management*, 33(2), 5–27.
- Villalonga, B. (2004b), Diversification Discount or Premium? New Evidence from The Business Information Tracking Series. *The Journal of Finance*, 59(2), 479-506.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421-449.
- Welch, I. (1996). Equity offerings following the IPO theory and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 2(3), 227-259.
- Willing, R. (1979). Multiproduc Technology And Market Structure, *American Economic Review*.
- Wulf, J. (1998). Influence and Inefficiency in The Internal Capital Market: Theory and Evidence (Wharton School, University of Pennsylvania Working Paper).
- Yan, A., Yang, Z., And Jiao, J. (2010). Conglomerate Investment Under Various Capital Market Conditions. *Journal of Banking and Finance*, 34(1):103 – 115.

EKLER

EK - 1 Model 1 için Regresyon Tabloları

Model Summary

Model	R	R Square ^b	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,414 ^a	,172	,111	,16066

ANOVA^{a,b}

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,583	8	,073	2,824	,007 ^c
	Residual	2,813	109	,026		
	Total	3,397 ^d	117			

a. Dependent Variable: initial_return

b. Linear Regression through the Origin

c. Predictors: after_market_volaitlity, recent_market_return, diversification, underwriter_reputation, gross_spread, overhang, firm_age, firm_size

d. This total sum of squares is not corrected for the constant because the constant is zero for regression through the origin.

Coefficients^{a,b}

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	diversification	-,018	,042	-,043	-,433	,666
	firm_size	-,009	,005	-1,003	-1,860	,066
	firm_age	-,009	,020	-,123	-,432	,667
	overhang	,000	,001	,094	,458	,648
	gross_spread	,816	,621	,224	1,314	,192
	underwriter_reputation	,914	,395	,357	2,312	,023
	recent_market_return	-2,543	4,392	-,052	-,579	,564
	after_market_volaitlity	8,995	4,397	,868	2,046	,043

a. Dependent Variable: initial_return

b. Linear Regression through the Origin

EK - 2 Model 2 için Regresyon Tabloları

Model Summary

Model	R	R Square ^b	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,413 ^a	,170	,109	,16080

ANOVA^{a,b}

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,578	8	,072	2,796	,007 ^c
	Residual	2,818	109	,026		
	Total	3,397 ^d	117			

a. Dependent Variable: initial_return

b. Linear Regression through the Origin

c. Predictors: after_market_volaitlity, recent_market_return, underwriter_reputation, number_of_segments, gross_spread, overhang, firm_age, firm_size

d. This total sum of squares is not corrected for the constant because the constant is zero for regression through the origin.

Coefficients^{a,b}

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	number_of_segments	-,001	,015	-,012	-,074	,941
	firm_size	-,009	,005	-1,036	-1,875	,064
	firm_age	-,008	,020	-,122	-,428	,669
	overhang	,001	,001	,109	,530	,597
	gross_spread	,823	,622	,226	1,324	,188
	underwriter_reputation	,911	,396	,355	2,302	,023
	recent_market_return	-2,628	4,397	-,054	-,598	,551
	after_market_volaitlity	8,957	4,401	,865	2,035	,044

a. Dependent Variable: initial_return

b. Linear Regression through the Origin

EK- 3 Model 3 için Regresyon Tabloları

Model Summary

Model	R	R Square ^b	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,413 ^a	,170	,109	,16080

ANOVA^{a,b}

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,578	8	,072	2,796	,007 ^c
	Residual	2,818	109	,026		
	Total	3,397 ^d	117			

a. Dependent Variable: initial_return

b. Linear Regression through the Origin

c. Predictors: after_market_volaitlity, recent_market_return, sales_entropy, underwriter_reputation, gross_spread, overhang, firm_age, firm_size

d. This total sum of squares is not corrected for the constant because the constant is zero for regression through the origin.

Coefficients^{a,b}

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	sales_entropy	-,003	,050	-,006	-,060	,952
	firm_size	-,009	,005	-1,027	-1,903	,060
	firm_age	-,008	,020	-,122	-,427	,670
	overhang	,001	,001	,105	,509	,612
	gross_spread	,823	,622	,226	1,324	,188
	underwriter_reputation	,911	,396	,355	2,303	,023
	recent_market_return	-2,637	4,391	-,054	-,601	,549
	after_market_volaitlity	8,966	4,401	,866	2,037	,044

a. Dependent Variable: initial_return

b. Linear Regression through the Origin

ÖZET

Halka arz, şirketlerin geri ödeme riski taşımadan, özkaynak adı altında finansman kaynağı toplanması olarak tanımlanabilmektedir. Düşük fiyatlandırma, hisse senetlerinin ederinden daha az fiyatlandırılmasıdır ve halka arzlarda görülen yaygın bir meseledir. Literatürde birçok çalışma, düşük fiyatlandırmayı bilgi asimetrisi ile ilişkilendirmiştir. Kurumsal çeşitlendirme, şirketlerin farklı pazarlara, yeni ürünlerle girmesi olarak tanımlanmaktadır. Kurumsal çeşitlendirme kapsamında olan firmalarda sektör odaklı firmalara göre bilgi asimetrisinin daha az olduğu öne sürülmüştür. Bu savlardan yola çıkılarak, kurumsal çeşitlendirme kapsamında olan firmaların düşük fiyatlandırmasının sektör odaklı firmalara göre daha az olduğu çıkarımı yapılabilmektedir. Bu çalışmada, Türkiye’de 2004-2015 yılları arasındaki halka arzlarda kurumsal çeşitlendirmenin ve diğer faktörlerin düşük fiyatlandırma üzerine etkisi incelenmiştir. Sonuçlara göre, 2004-2015 yılları arasında Türkiye’de yapılan halka arzlarda, kurumsal çeşitlendirme kapsamında olan firmaların düşük fiyatlandırmasının sektör odaklı firmalara göre daha az olduğu gösterilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Halka arz, Düşük Fiyatlandırma, İlk Gün Getirisi, Kurumsal Çeşitlendirme, Bilgi Asimetrisi

ABSTRACT

Going public is a source of financing in which a firm collects as equity with bearing no risk of payback. Underpricing is pricing shares under its true value and it is a common issue in initial public offerings (IPO). In IPO literature, there are many studies linking underpricing and asymmetric information. Diversification exists if a firm operates more than one business segment. Studies show that information asymmetry is lower in diversified firms compared to focused firms. In this manner, underpricing of diversified firms is lower than underpricing of focused firms. This study examines the effects of diversification and other factors on underpricing of initial public offerings in Turkey between 2004 and 2015. According to the results, diversified firms show less underpricing than focused firms.

Keywords: Initial Public Offerings, Underpricing, Initial Returns, Diversification, Information Asymmetry