

## FİRMALARIN İLK HALKA ARZ SONRASI FAALİYET PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

**Melike KURTARAN ÇELİK**

Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, (kurtarana@hotmail.com)

### ÖZET

*Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul'da gerçekleşen ilk halka arzların faaliyet performanslarında halka arzdan sonra olumlu veya olumsuz yönde bir değişimin olup olmadığını incelemektir. Bu amaçla ilk kez halka arz gerçekleştiren firmaların seçilmiş performans göstergelerinin medyan değerleri karşılaştırılmıştır. Analiz 2002-2014 arasındaki dönemi ve 56 firmayı kapsamaktadır. Karşılaştırma, arz öncesi yıl ile arz yılı, arz sonrası birinci, ikinci ve üçüncü yıl olmak üzere ayrı ayrı yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda firmaların faaliyet performanslarının ilk halka arzdan sonraki dönemlerde azaldığı tespit edilmiştir. Özellikle arzdan sonraki ikinci yılda tüm performans göstergelerindeki düşüşler istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.*

**Anahtar Kelimeler:** İlk Halka Arz, Faaliyet Performansı, Finansal Oranlar.

## EVALUATION OF POST-IPO OPERATING PERFORMANCE OF FIRMS: EVIDENCE FROM BORSA İSTANBUL

### ABSTRACT

*The aim of this study is to investigate whether a positive or negative change exist on operating performance of initial public offerings in Borsa İstanbul after issue. For this purpose, median values of selected performance indicator IPO firms were comprised. The analysis includes 2002-2014 period and 56 firms. The comparison with pre-issue years have been made separately for the issue year, first, second, and third year post-issue. The results indicate that operating performance of IPO firms reduce on periods after the market. Especially decrease of all the performance indicators is statistically significant.*

**Keywords:** Initial Public Offering, Operating Performance, Financial Ratios.

## 1. Giriş

Firmalar için önemli bir finansman imkanı olan halka arz (İHA) yabancı kaynak maliyetinin yüksek olduğu durumlarda firmalar için önemli bir finansman kaynağı olmaktadır. Ancak İHA'nın önemini firmalara yalnızca finansman imkanı sağlaması olarak değerlendirmek yanlış olur. Bunun yanında firmalara çeşitli avantajlar sağlamaktadır. Bu avantajlar arasında firmaların sürekli yazılı ve görsel medyada yer alması dolayısıyla tanınırlığının artması, kredibilitelerinin artması kurumsal yönetimi teşvik etmesi örnek gösterilebilir. Ayrıca bu avantajlar halka arzın zamanlaması, hisse senedinin ilk işlem fiyatı, halka arz oranı, satış yöntemi, arza aracılık eden kurumun itibarı gibi birçok faktöre ve firmalara göre değişik düzeylerde olabilmektedir.

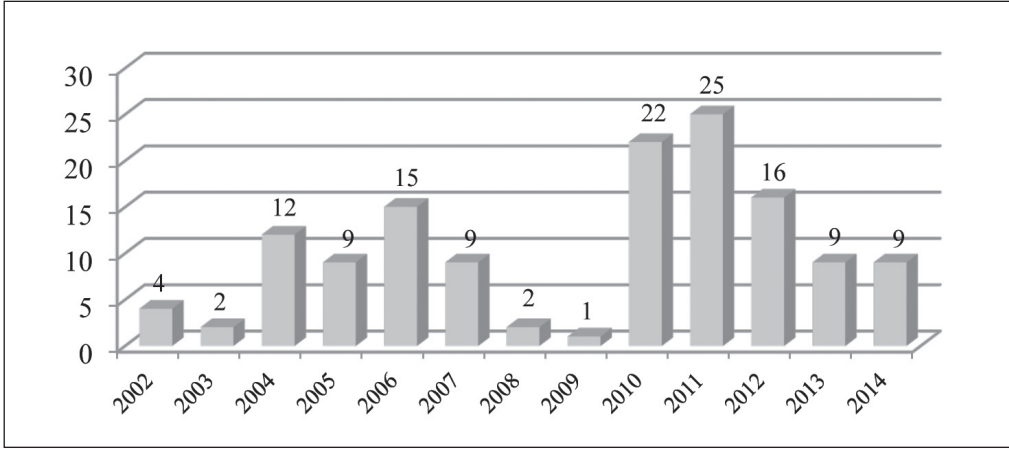
İHA'lar sayılan bu avantajlarının yanında firmalara bazı konularda çeşitli yükümlülükler ve sorumluluklar da getirmektedir. Bunlara örnek olarak gizliliğin kaybı, kârın paylaşımı, raporlama ve denetim sorumluluğu, kontrol kaybı, halka açılma masrafları ve yasal takip gösterilebilir. İHA gerçekleştirecek olan firmaların tüm bu faktörleri göz önünde bulundurarak harekete geçmesi İHA'ların başarılı performans göstermesi açısından oldukça önem arz etmektedir.

İHA'ların performansları hisse senedinin fiyat performansı ve firmaların faaliyet veya finansal performansları olmak üzere iki farklı şekilde ölçülmektedir. İlk olarak hisse senedinin fiyat performanslarına yönelik olarak yapılan çalışmalara Ritter (1991), Kıymaz (1997 & 2000), Kurtaran(2013), Dağlı & Kurtaran (2008) örnek gösterilebilir. İHA sonrası faaliyet veya finansal performanslarının incelendiği çalışmalardan birkaçı Loughran & Ritter (1997), Jain & Kini (1994), Cai & Wei (1997), Chui, Lau & Ip (2001), Kurtaran & Er (2008), Chi & Padget (2006), ve Balatbat, Taylor & Walter (2004) çalışmalarıdır.

Türkiye'de İHA'ların yıllar itibarıyla gelişimine bakıldığında 2002-2014 dönemi içerisinde belirli bir istikrar bulunmamaktadır. 2002-2009 arasındaki dönemde oldukça düşük düzeyde olan İHA sayılarında özellikle 2010 yılından sonra artış yaşanmış ve 2011 yılında 25 adetle son 13 yıldaki en yüksek sayıda İHA gerçekleşmiştir. Ancak İHA sayıları 2013 ve 2014 yıllarında düşüş göstermiştir. Grafik 1, Türkiye'de 2002-2014 döneminde gerçekleşen İHA'ların sayılarını göstermektedir.

Grafik 1'de görüldüğü gibi Borsa İstanbul'da son 13 yılda İHA sayılarında belirli bir ivme yakalanamamıştır. Bunda İHA'nın sayılan avantajlarının yanında dezavantajlarının da etkisi olmakla birlikte İHA'ların düşük sayıda gerçekleştiği dönemlerin kriz sonrasındaki ilk yıllar olduğu dikkatten kaçmamalıdır. Özellikle 2001 krizi sonrasındaki ilk yıllar ve 2008 küresel finansal kriz ve sonrasındaki ilk yıl İHA'ların en düşük sayıda kaldıkları dönemlerdir. Öyle ki bu 4 yılda ortalama 2 olmak üzere toplam 8 İHA gerçekleşmiştir. Diğer dönemlerde ise bir yılda en az 9 olmak üzere ortalama 14 firma halka açılmıştır. En parlak dönemlere bakıldığında 20'nin üzerinde İHA sayısı 2010 ve 2011 yılları görülmektedir. Bu dönemlerde yaşanan artışlarda küresel finansal krizin etkilerinin azalması ve İstanbul Sanayi Odası, Borsa İstanbul, Sermaye Piyasası Kurulu ile Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği arasında imzalanan halka arz seferberliği ile firmaların halka arz için teşvik edilmesinin önemli rol oynadıkları söylenebilir.

**Grafik 1: Yıllar İtibariyle Borsa İstanbul'daki İHA Sayıları**



Çalışma 5 kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda yukarıdaki gibi genel anlamda İHA ve Türkiye’de son dönemde gerçekleşen İHA’ların durumu incelendikten sonra ikinci kısımda literatürde yapılan çalışmalardan bahsedilmiştir. Üçüncü kısımda çalışmada kullanılan veri ve yöntemle ilgili açıklamalar yapılmış ve sonrasında dördüncü kısımda analizden elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Çalışmanın beşinci ve son kısımda diğer çalışmalarda elde edilen sonuçlarla bu çalışmanın sonuçları karşılaştırmalı olarak açıklanmıştır.

## 2. Literatür Taraması

İHA’ların performansları ile ilgili yapılan çalışmaları iki kısımda toplamak mümkündür. Bunlardan ilki hisse senetlerinin ilk işlem gününden itibaren piyasa fiyatlarının kısa ve uzun dönemde gösterdiği performanstır. Diğerleri bu çalışmanın da konusunu oluşturan ve İHA gerçekleştiren firmaların faaliyet performanslarında arzdan sonra meydana gelen değişimdir.

İHA’ların fiyat performansını ölçen çalışmalardan Stoll ve Curley (1970) halka ilk kez arz edilen hisse senetleri fiyatının kısa ve uzun dönemdeki performansını değerlendirmişlerdir. Çalışma kapsamında 205 küçük ölçekli işletmeye ait hisse senetleri ele alınmıştır ve sonuç olarak kısa dönem performansın pozitif, uzun dönem performansın ise negatif olduğu ortaya çıkmıştır. Ibbotson (1975), New York Borsası’nda 1960-1969 yılları arasında, her ay bir hisse senedini örnekleme katarak toplam 120 hisse senedinin halka arzdan sonraki 60 aylık dönemde gerçekleşen düzeltilmiş getirilerini araştırmıştır. Araştırma sonucunda %11,4 oranında ilk gün getirisi olduğu ve piyasanın verimliliği ile örneklemedeki hisse senetlerinin verimliliği arasında pek farklılık olmadığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca halka arzlar yıllara göre değerlendirildiğinde, birinci yılın sonunda pozitif performans gösterdiği, ikinci, üçüncü, dördüncü yılın sonunda ise negatif performans gösterdiği ve beşinci yılın sonunda da tekrar pozitif performans gösterdiği ortaya konmuştur. Jog & Riding (1987), yaptıkları çalışmada, 1971-1983 yılları arasında Kanada’da ilk kez halka arz edilen ve Toronto borsasında işlem görececek olan hisse senetlerin kısa dönemdeki performanslarını araştırmışlar ve halka arzdan sonraki ilk üç işlem gününde düşük fiyatlandırmanın % 9 ile %11,5 arasında değiştiği sonucuna

varmışlardır. Ayrıca, ilk kez halka arz edilmiş bu hisse senetlerin %40'ının aslında yüksek fiyatlandırıldığı ortaya konmuştur. Finn & Higham (1988), Sidney Borsası'nda 1966-1978 yılları arasındaki 12 yıllık dönemde halka açılarak senetleri işlem görmeye başlayan 93 işletme üzerinde bir çalışma yapmışlar ve bu işletmelere ait hisse senetlerinin iki yıllık performansını -% 6,5 olarak saptamışlardır. Uhlir (1989) yapmış olduğu çalışmada, 1977-1987 yılları arasında Frankfurt Borsası'nda halka arz olunan toplam 97 adet hisse senedinin kısa ve uzun dönemdeki fiyat performanslarını araştırmıştır. Araştırma sonucunda, halka arz olan hisse senetlerinin ilk günlük getirisi ortalama %21,5 olarak, 1 yıllık vadedeki getirisinin ise -%7,4 olarak gerçekleştiği saptanmıştır. Ritter (1991)'in yaptığı çalışma, ilk halka arzların uzun dönem performanslarına ilişkin önemli çalışmalardan biridir. 1974-1984 yıllarında Amerikan piyasalarında 1526 tane halka ilk defa arz edilen hisse senetlerini inceleyerek, hisselerin uzun dönemde düşük performans gösterdiklerini ve yatırımcının ilk günde elde ettiği anormal pozitif getirileri koruyamadığını belirtmiştir. Düşük fiyatlama olgusunun uzun dönem için geçerli olmadığını ileri sürmüştür.

Yukarıda açıklanan çalışmalar dışında İHA'ların faaliyet performanslarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan Jain & Kini (1994), 1976-1988 yılları arasındaki 682 halka arz etmiş şirketin sahiplikte özelden halka geçtiğinde faaliyet performansındaki değişimleri incelemişlerdir. Halka arz edilen şirketlerin arz sonrası faaliyet performanslarında önemli düşüşler yaşandığı gözlemlenmiştir. Çalışmada, bu firmaların finansal performanslarındaki azalma, arz sonrası dönemlerde sermaye harcamalarında azaltmaya gitme veya satışlarda büyüme fırsatlarının azalması ile ilişkilendirilemeyeceğini öne sürmüşlerdir. Cai & Wei (1997), çalışmalarında 1971-1992 döneminde Tokyo Menkul Kıymetler Borsası'nda çıkan 180 halka arzın faaliyet başarısını incelemiş ve satışa çıkan şirketlerin faaliyet başarılarının arzdan bir yıl önce zirveye çıktığı ve hemen sonra kötüleştiği görülmüştür. Jain & Kini (1994)'nin bulduklarının aksine, karlılıktaki düşüşün arzdan sonra azaltılan öz sermaye ile alakalı olmadığını ileri sürmüşlerdir. Loughran & Ritter (1997), halka arz öncesi sermaye harcamalarında artış görülen firmaların, halka arz sonrası faaliyet performansının diğer firmalara göre daha yüksek olacağını belirtmişlerdir. Chui, Lau & Ip (2001), devlete ait girişimlerin özelleştirme süreci ile ilgili konuları belirlemeye ve Çin Halk Cumhuriyeti'nde ilk halka arza giden şirketlerin arz sonrası performanslarını incelemişlerdir. Çalışmada 582 örnek A-hissesi ilk halka arz şirketlerine dayanarak, ilk halka arz yılını takiben, ilk halka arz firmalarının faaliyet performanslarının düşmediğine dair hipotezi reddetmişlerdir. Balatbat, Taylor ve Walter (2004), çalışmalarında Avustralya'da 313 halka arzının faaliyet başarılarının halka arz sonrası ilk dört yıl içinde kötüleştiğini tespit etmişlerdir.

Napompech (2002), sigorta şirketlerindeki halka arzın 1980-2000 zarfında finansal ve işletme etkilerini araştırmıştır. Emlak/kaza sigorta şirketlerinin ilk halka arzlarının işletme performanslarındaki değişimleri halka arzdan önceki yıl, halka arz yılı ve halka arzdan sonraki 3 yıl mali tablolarından elde edilen finansal oranlarla incelenmiştir. Çalışmada, yatırım performansı bozulurken; ilk halka arzın, bir girişimin masrafını ödemeyi taahhüt etme performansının, borç ödeme gücü performansının ve emlak/kaza sigortacılarının genel performansının geliştiğini tespit edilmiştir. Wang (2005) yaptığı çalışmada, halka arz edilmiş 747 Çin şirketinin ilk halka arz dönemindeki faaliyet performanslarındaki değişiklikleri incelemiş ve sahiplik yapısının ilk halka arz performansı üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Araştırma sonucunda, ilk halka arz şirketlerinin arz sonrası faaliyet performanslarında keskin bir düşüş olduğu tespit edilmiştir.

Chi & Padget (2006), Shanghai Menkul Kıymetleri Borsası'nda 1 ocak 1996'dan 31 aralık 1997'ye kadar ilk halka arzların faaliyet performansındaki değişiklikleri ve faaliyet performansı ve hem kısa dönem düşük fiyatlama, hem de uzun dönem IPO getirilerinin arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırmacılar tarafından, yatırımcılar yatırım kararı alırken hisseyi değerlemek için faaliyet ölçümlerini kullandığından dolayı, uzun dönemde ikincil piyasalarda daha iyi performans göstermek için halka arz edilen şirketlerin faaliyet performanslarını geliştirmelerinin önemli olduğu ortaya koyulmuştur. Wong (2012), Hong Kong Borsasında 1991-2000 yılları arasında işlem gören 418 halka arzın kazanç performansını araştırmıştır. Çalışmada, IPO şirketlerinin halka arz öncesi üç yıldan başlayarak halka arz sonrası beşinci yıla kadar birçok karlılık ölçümleri analiz edildiğinde halka arz edilen şirketlerin performansları; halka arz edilen yılda ve halka arz edilmeden önceki yıl tavan yapmış, ancak, en geç halka arz edilen yılı takip eden ilk mali yılda arz sonrası karlılıkta büyük bir düşüş sergiledikleri görülmüştür.

Türkiye'de İHA'ların faaliyet performansları da birçok araştırmacı tarafından incelenmiş ve çeşitli sonuçlara varılmıştır. Yapılan çalışmalarda kullanılan yöntemler genellikle birbirleri ile benzerlik göstermektedir. Bunlardan Karamustafa (2000) çalışmasında, özelleştirilen 24 çimento fabrikasının 1985-1999 yılları arasındaki faaliyet ve finansal verilerini kullanarak, özelleştirmeden 5 yıl önceki ve özelleştirmeden 5 yıl sonraki dönemi karşılaştırmalı olarak "t testi" ile analiz etmiştir. Analiz sonucunda, çimento firmalarının özelleştirme sonrası dönemde karlılıklarını artırmadığını bulunmuştur. İşletmelerin özelleştirmeden önce ve sonrası dönemlerdeki karlılık rakamları karşılaştırıldığında hiçbir dönem için karlılık artışlarının istatistik olarak anlamlı bir fark içermediği sonucuna varılmıştır. Mercan & Yolalan (2000) çalışmalarında, Türkiye'deki ticari bankalar ile ilgili olarak 1989-1998 dönemi için bir performans endeksi hesaplamışlardır. Çalışma sonucunda, yabancı ve özel bankaların performansının kamu bankalarından daha yüksek olduğu, kamu bankalarının mali yapısında 1997 ve 1998 yıllarında bozulma eğiliminin arttığı tespit edilmiştir. Ayrıca, küçük ve orta ölçekli özel bankaların 1994'ten sonra görece performanslarında gerileme görüldüğü ve büyük ölçekli özel bankaların görece olarak daha başarılı oldukları saptanmıştır. Bayyurt & Duzu (2008), imalat işletmelerinin performansını finansal oranlar yardımıyla analiz etmişlerdir. Çalışma kapsamına, 2005 ve 2006 yıllarında BIST'te işlem gören 65 Türk ve Shenzhen Stock Exchange'de işlem gören 166 Çin imalat işletmesi dahil edilmiştir ve Canonical Correlations ve independent Samples t-test yöntemleri ile analiz gerçekleştirilmiştir. Çalışma sonucunda, Çin şirketlerinin Türk şirketlerine göre daha etkin olduğu ve bu nedenle de Çin şirketlerinin daha rekabetçi olduğu ortaya konmuştur.

Ekşi & Akçi (2009) çalışmalarında, 2006 yılında BIST imalat sanayi alt sektörlerinde faaliyet gösteren 158 adet firmanın finansal durumlarının, faaliyet gösterdikleri sektörler göre değişip değişmediğini çeşitli oranlar yardımı ile incelemişlerdir. Sektörler arasında, mali yapı ve karlılık oranlarında anlamlı farklılığa sahip olan değişkenlerin ağırlıklı olduğu, likidite ve faaliyet oranlarında ise daha az farklılık olduğu saptanmıştır. Babacan vd (2009), çalışmalarında 2001 yılındaki ekonomik krizde BIST'de kote olan firmaların performansları Veri Zarflama Analizi yöntemi kullanarak ölçmüşlerdir. Girdi ve çıktı değişkenleri olarak firmaların finansal rasyolarının ele alındığı çalışmada, 2001 yılındaki ekonomik krizde, firmaların kar marjlarına ve devir hızlarına dikkat etmeleri gerektiği sonucuna varılmıştır.

Dumanoğlu & Ergül (2010) çalışmalarında, 2006-2009 yılları arasındaki dört dönem için BIST’te işlem gören 11 teknoloji şirketinin mali performanslarını ölçmüşlerdir. Çalışmada, oran analizleri kullanılarak TOPSIS yöntemi ile şirketlerin genel performansları tek bir puana çevrilmiş ve buna göre şirketlerin derecelendirmeleri yapılmıştır. Çalışma sonucunda ise, şirketlerin mali performanslarına yönelik analiz sonuçlarının, temel analiz sonuçlarını doğrular nitelikte olduğu görülmüştür. Demir & Tuncay (2012) çalışmalarında, 2000-2008 yılları arasında gıda sektöründe faaliyet gösteren, BIST’te kayıtlı 11 firmanın karlılık ve faaliyet başarılarının analizini yapmışlardır. Çalışmanın sonucunda, faaliyet başarısı açısından Türk gıda sektörünün olumlu bir görüntü çizdiği, fakat brüt kâr marjı dışındaki kârlılık oranlarının istenen seviyelerde gerçekleşmediği ve sektördeki işletmelerin ana faaliyet konularını dışındaki diğer faaliyetlerden kaynaklanan olumsuzluklar sebebiyle dönem sonu performanslarında düşüşlerin yaşandığı görülmüştür. Özer (2012) çalışmasında, bir eğitim ve araştırma hastanesinin 2008-2009 ve 2010 yıllarına ait finansal durumunu, oran analizi ve karşılaştırmalı tablolar analizi ile incelemiştir. Çalışma sonucunda, hastanenin 2008 ve 2009 yıllarında bir yıldan daha kısa sürede nakde dönüştürülebilir varlıklarının çoğunluğunu ticari alacakların oluşturduğu ve bu durumun hastanenin alacaklarını tahsil etmede büyük sıkıntıya sebep olduğunu saptanmıştır.

Kurtaran (2013) çalışmasında, Türkiye’de Ocak 1994-Aralık 2009 tarihleri arasında ilk halka arzları incelemiştir. Araştırma sonucunda, Türkiye’de gerçekleşen ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırma düzeyinin yüksek olduğunu ve dolayısıyla yatırımcıların ilk işlem gününde piyasa getirisinin üzerinde getiri sağladığını belirtmiştir. Kısa dönem fiyat performansını etkileyen değişkenler aracı kurum sayısı, standart sapma, piyasa getirisi, toplam aktifler ve ilk getiri olduğu bulunurken, uzun dönem fiyat performansını etkileyen değişkenlerin halka arz hasılatı, aracı kurum firma ilişkisi, standart sapma ve mali kuruluşlar sektör sınıflandırması olduğu tespit edilmiştir.

### 3. Veri ve Yöntem

Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak analizde kullanılan veri seti hakkında bilgi verilmiş ve daha sonra firmaların İHA öncesi ve sonrası faaliyet performanslarının gösterdiği değişimin analizinde kullanılan yöntem açıklanmıştır.

#### 3.1. Araştırmanın Veri Seti

Araştırmada 2002-2011 döneminde Borsa İstanbul’da gerçekleşen 56 İHA analiz kapsamına alınmıştır. Söz konusu dönemde 101 firma İHA yapmasına rağmen bu firmalardan faaliyet yapılarındaki farklılıklardan dolayı mali sektörde yer alanlar ile İHA’dan sonra borsa kotundan çıkarılması veya işlem sırasının kapatılmasından dolayı verilerinde eksiklik bulunan 45 firma analize dahil edilmemiştir. Hesaplama ve değerlendirmede kullanılan veriler Borsa İstanbul ile kamuyu aydınlatma platformunun veri tabanından elde edilmiştir.

Tablo 1, 2002-2014 döneminde Borsa İstanbul’da gerçekleşen İHA’ların yıllar itibarıyla sayısını ve tutarını göstermektedir.

**Tablo 1: Borsa İstanbul'da 2002-2014 Döneminde Gerçekleşen İHA Sayıları ve Tutarları**

Yıllar	Halka Açılan Toplam Firma Sayısı	İHA Tutarı (TL)	
		Nominal Değer	2014'e Göre* Düzeltilmiş Değer
2002	4	76.618.450	245.927.694
2003	2	3.150.000	7.727.590
2004	12	158.531.251	341.328.233
2005	9	364.818.635	689.984.687
2006	15	282.028.041	519.581.249
2007	9	637.220.420	1.052.118.134
2008	2	529.949.996	825.942.371
2009	1	3.200.000	4.583.487
2010	22	1.067.426.921	1.443.328.615
2011	25	3.060.853.457	3.801.555.934
2012	16	155.850.000	170.797.207
2013	9	311.594.000	333.312.102
2014	9	84.017.348	84.017.348
<b>Toplam</b>	<b>135</b>		

\*değerler her yılın ÜFE'ye göre enflasyon oranları dikkate alınarak 2014 yılına göre düzeltilmiştir.

Tablo 1'e bakıldığında söz konusu dönemde Borsa İstanbul'da toplam 135 İHA gerçekleşmiştir. Bunlar arasında 2011 yılı İHA sayısı ve tutarının en yüksek olduğu yıldır. Bu dönemde yaklaşık 3 milyar TL'lik İHA yapılmıştır. Hem tutar hem sayı olarak İHA'nın en az olduğu dönem ise 2008 küresel finansal kriz sonrasındaki 2009 yılıdır. Özetle söylemek gerekirse 2002-2014 döneminde Borsa İstanbul'da yıllar itibariyle İHA'lar inişli çıkışlı bir eğilim sergilemiş ve son dönemlerde ve özellikle 2014 yılında tutar olarak önemli bir azalma göstermiştir.

Çalışmada 2012, 2013 ve 2014 yıllarındaki İHA'ların analize dahil edilmemesinin sebebi İHA'dan sonraki üç yıllık performansın hesaplanabilmesi gereğidir. Dolayısıyla en son 2011 yılı değerlendirmeye katılarak bu yılda gerçekleşen İHA'ların 2014 yılına kadar gösterdikleri performans ölçülebilmektedir. Böylece İHA verileri 2002-2011 dönemini kapsarken, faaliyet performanslarının hesaplanabilmesi için gerekli finansal tablo verileri 2001-2014 dönemini kapsamaktadır.

Tablo 2, yıllar itibariyle analize dahil edilen İHA sayılarını, bunların toplam tutarlarını ve ortalama halka arz oranlarını göstermektedir.

**Tablo 2: Analiz Kapsamına Alınan İHA Verileri**

Yıllar	Kullanılan Firma Sayısı	Toplam İHA Tutarı (TL)	Ortalama Halka Arz Oranı (%)
2002	3	51.260.950	17,0
2003	2	3.150.000	35,1
2004	8	71.754.471	27,7
2005	3	26.160.635	36,3
2006	8	197.565.045	29,7
2007	2	146.949.300	26,5
2008	1	525.000.000	15,0
2009	1	3.200.000	25,2
2010	13	196.973.979	26,8
2011	15	900.288.096	26,3
Toplam	56		

Tablo 2’de analize dahil edilen 56 İHA’nın yıllara göre toplam tutarları ve ortalama arz oranları verilmiştir. Toplam İHA tutarının en yüksek olduğu yıl 2011 olmasıyla birlikte en yüksek halka arz oranı ortalama %36,3 ile 2005 yılında gerçekleşmiştir.

Çalışmada İHA’ların faaliyet performansını ölçmek için faaliyet oranlarından aktif devir hızı (ADH), satış karlılığı oranlarından faaliyet kar marjı (FKM) ile net kar marjı (NKM) ve yatırım karlılığı oranlarından özsermaye karlılığı (ÖSK) ile aktif karlılık oranı (AKO) kullanılmıştır. Tablo 3, analizde kullanılan bu performans göstergelerinin hesaplanmış şekillerini göstermektedir.

**Tablo 3: Analizde Kullanılan Performans Göstergeleri ve Hesaplanışları**

Kodu	Performans Göstergesi	Hesaplanış Şekli
ADH	Aktif Devir Hızı	Net Satışlar / Toplam Aktifler
FKM	Faaliyet Kar Marjı	Faaliyet Karı / Net Satışlar
NKM	Net Kar Marjı	Net Kar / Net Satışlar
ÖSK	Özsermaye Karlılığı	Net Kar / Özsermaye
AKO	Aktif Karlılık Oranı	Faaliyet Karı / Toplam Aktifler

### 3.2. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmada faaliyet performanslarının karşılaştırılması iki aşamada gerçekleştirilmiştir. İlk aşamada analizde kullanılan performans göstergelerinin arz öncesi ve sonrası medyan değerlerindeki değişim grafiksel olarak incelenmiştir. Daha sonraki aşamada İHA’ların arzdan önceki yıla ait faaliyet performansı göstergeleri sırasıyla halka arz yılı, arzdan sonraki ilk,



ikinci ve üçüncü yıl değerleri ile karşılaştırılmış ve böylece İHA'ların firmaların faaliyet performanslarına herhangi bir etkisinin olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır.

Dönemler arasındaki karşılaştırmada, Jain & Kini (1994), Loughran & Ritter(1997), Wang (2005), Coakley vd. (2007), Kurtaran & Er (2008), Wong (2012) ve Küçükçaylı (2013)'nin çalışmalarında kullandığı gibi Wilcoxon Signed Rank anlamlılık testi kullanılmıştır. Bu test araştırmaya konu örneklemin iki durumda ya da iki farklı koşulda ölçülmesi gerektiğinde kullanılmaktadır. Wilcoxon testi değerleri sıralayıp karşılaştırarak iki farklı zaman dilimi arasında değerlerde bir değişim olup olmadığını test eder (Kalaycı, 2009: 104).

Yukarıdaki açıklamalara göre ilk aşamada test edilecek olan hipotezler aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

$H_1 =$  Firmaların halka arz öncesi ile arz yılı faaliyet performansları arasında fark vardır.

$H_2 =$  Firmaların halka arz öncesi ile sonraki birinci yıl faaliyet performansları arasında fark vardır.

$H_3 =$  Firmaların halka arz öncesi ile sonraki ikinci yıl faaliyet performansları arasında fark vardır.

$H_4 =$  Firmaların halka arz öncesi ile sonraki üçüncü yıl faaliyet performansları arasında fark vardır.

Faaliyet performans göstergeleri olarak 5 adet finansal oran kullanılması dolayısıyla yukarıdaki hipotezlerin her biri için ADH, FKM, NKM, ÖSK ve AKO açısından alt hipotezler test edilmiştir. Analizde yer alan ve  $t-1$  olarak ifade edilen dönem halka arzdan önceki yılı;  $t=0$ , halka arz yılını;  $t+1$ , halka arzdan sonraki birinci yılı;  $t+2$ , halka arzdan sonraki ikinci yılı;  $t+3$ , halka arzdan sonraki üçüncü yılı göstermektedir.

#### 4. Bulgular

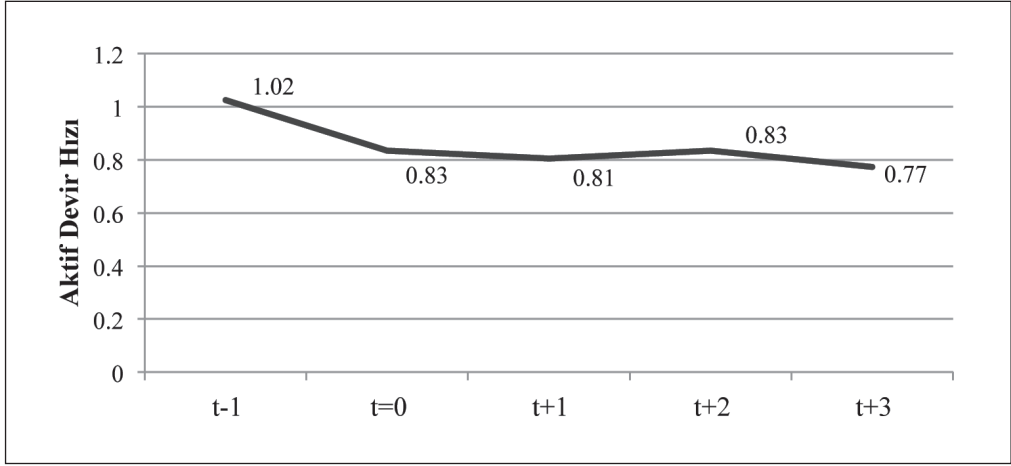
Çalışmada elde edilen bulgular iki kısımda sunulmuştur. İlk kısımda performans göstergesinin medyan değişimleri grafiksel olarak gösterilmiş, ikinci kısımda istatistiksel analiz sonuçlarına yer verilmiştir.

##### 4.1. Performans Göstergelerindeki Değişimin Grafiksel Analizi

Çalışmada istatistiki yöntemlere göre yapılan analizden elde edilen bulgulara geçmeden önce her bir performans göstergesinin medyan değerlerinin İHA öncesi ve sonrasında nasıl bir değişim gösterdiği grafiksel olarak aşağıda sunulmuştur.

Grafik 2, ADH medyan değerinde İHA öncesinden itibaren arz yılı ve sonrasındaki üç yılda meydana gelen değişimi göstermektedir.

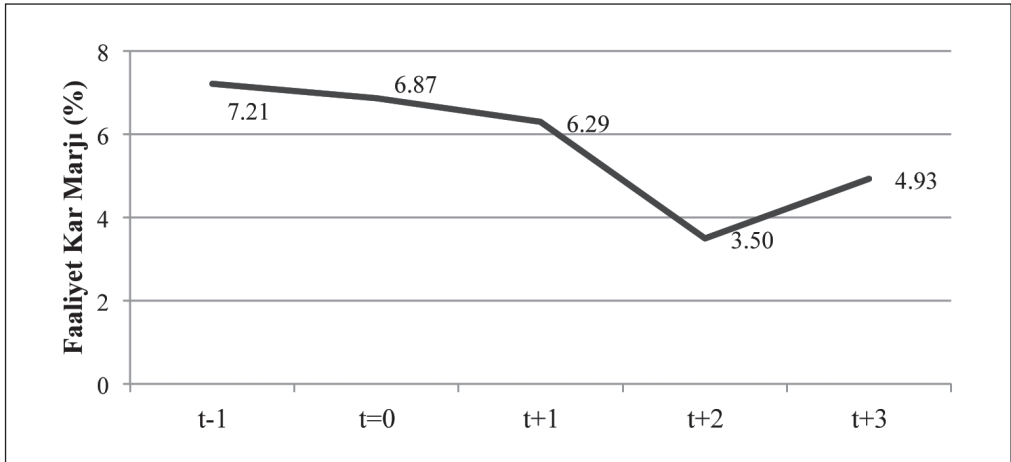
**Grafik 2: Aktif Devir Hızı Medyan Değerleri**



Grafik 2'ye bakıldığında firmaların ADH'nın arzdan önce 1'in az da olsa üstündeyken arz yılı ve arzdan sonraki yıllarda t+2 dönemi hariç sürekli olarak düştüğü görülmektedir. Firmaların aktiflerinin net satışlar üzerinden paraya dönüşme hızı arzdan sonraki üçüncü yılda en düşük seviye olan 0,77'ye gerilemiştir.

Grafik 3, FKM medyan değerinde İHA öncesinden itibaren arz yılı ve sonrasındaki üç yılda meydana gelen değişimi göstermektedir.

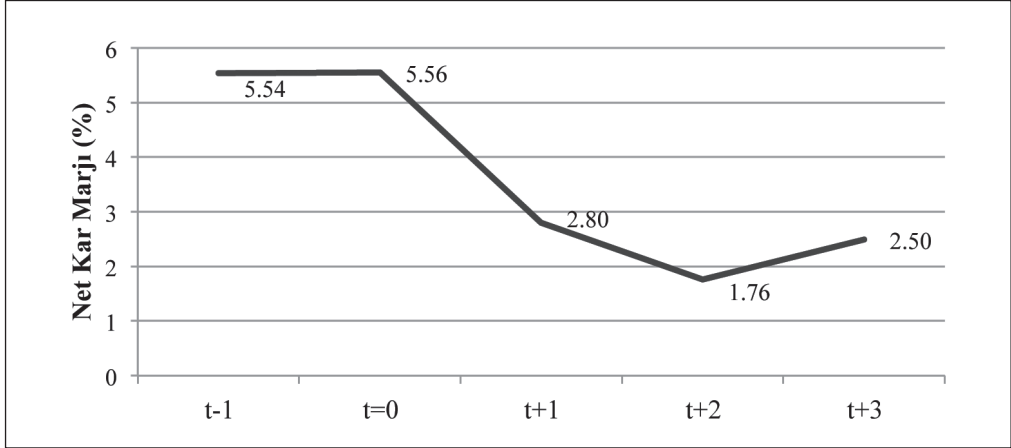
**Grafik 3: Faaliyet Kar Marjı Medyan Değerleri**



Firmaların FKM medyan değerleri arz yılı ve arzdan sonraki ilk iki yıl azalmakla birlikte üçüncü yılda bir önceki yıla göre bir miktar artış göstermiş ancak % 4,93 ile önceki seviyesini yakalayamamıştır. Bunda, ikinci yılda meydana gelen yüksek oranlı azalmanın büyük etkisi olmuştur.

Grafik 4, NKM medyan değerinde İHA öncesinden itibaren arz yılı ve sonrasındaki üç yılda meydana gelen değişimi göstermektedir.

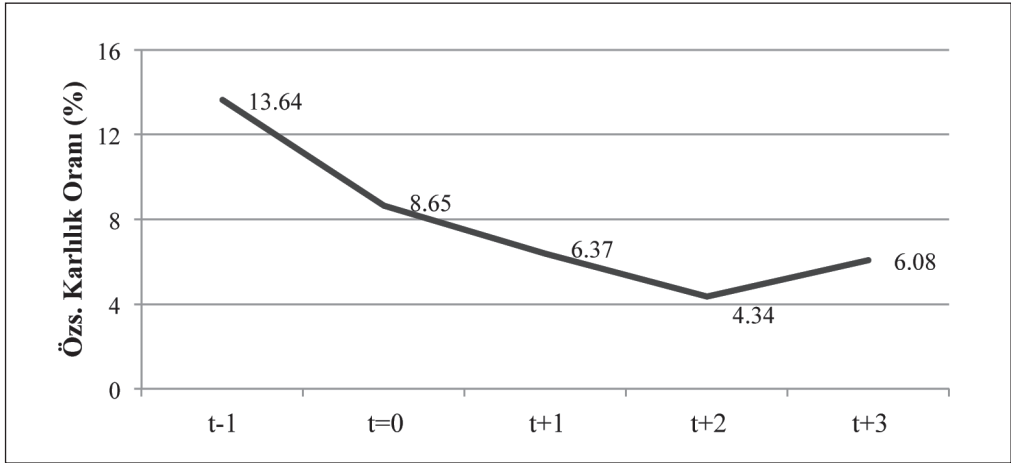
**Grafik 4: Net Kar Marjı Medyan Değerleri**



Firmaların NKM medyan değeri halka arz yılında diğer tüm göstergelerin aksine azalmamış, hatta değerinde %0,02'lik küçük miktarda bir yükselme meydana gelmiştir. Ancak sonraki dönemlerde özellikle arzdan sonraki ilk yılda ciddi bir azalma meydana gelmiştir.

Grafik 5, ÖSK medyan değerinde İHA öncesinden itibaren arz yılı ve sonrasındaki üç yılda meydana gelen değişimi göstermektedir.

**Grafik 5: Özsermaye Karlılık Oranı Medyan Değerleri**

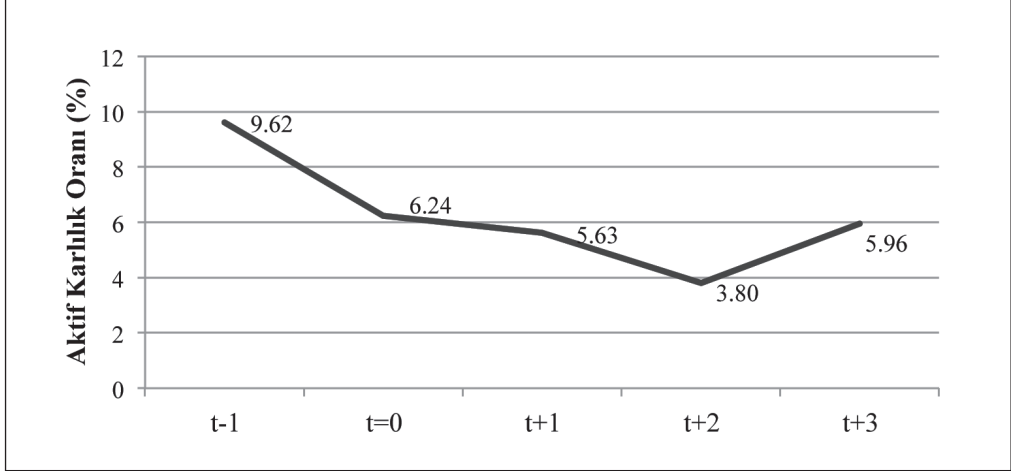


Grafik 5'te görüldüğü gibi firmaların arzdan önce % 13,64 düzeyinde olan ÖSK medyan değeri arzdan sonraki üçüncü yıla kadar hızlı bir düşüş eğilimi göstermiştir. ÖSK medyan değeri

t+2 döneminde % 4,34'e geriledikten sonra diğer oranlardaki gibi t+3 döneminde toparlanma göstererek bir önceki dönem değerine ulaşmasa da % 6,08 düzeyine çıkmıştır.

Son olarak Grafik 6, AKO medyan değerinde İHA öncesinden itibaren arz yılı ve sonrasındaki üç yılda meydana gelen değişimi göstermektedir.

**Grafik 6: Aktif Karlılık Oranı Medyan Değerleri**



Grafik 6'ya bakıldığında diğer tüm göstergelerde olduğu gibi firmaların AKO medyan değerleri arzdan önceki yıla göre t=0, t+1 ve t+2 dönemlerinde sürekli olarak azalırken t+3 döneminde önceki iki döneme göre artış meydana gelmiştir. Arzdan sonraki ilk yıl medyan değerinin üzerini gören tek faaliyet performansı göstergesi AKO'dır.

Bundan sonraki kısımda istatistiki yöntemlere göre yapılan analizden elde edilen bulgular sunulmuştur.

#### **4.2. Performans Göstergelerindeki Değişimin İstatistiksel Analizi**

Firmaların halka arzdan önceki faaliyet performansları medyan değerlerinin arz ve arzdan sonraki dönemlerde nasıl bir değişim gösterdiği ve bu değişimin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı ile ilgili analiz sonuçları her bir gösterge ölçütüne göre ayrı ayrı Tablo 4'te gösterilmiştir.

Faaliyet performansı göstergelerinden ilk olarak aktif devir hızına bakıldığında firmaların ADH'nda arz öncesi yıla göre tüm yıllarda istatistiksel olarak en az 0,05 anlamlılık düzeyinde değişim olmuştur. Ancak bu değişimin yönü grafiklerde de gösterildiği gibi aşağı doğrudur. Dolayısıyla araştırmayla ilgili tüm hipotezler ADH açısından kabul edilmiştir. Sonuç olarak firmalar İHA gerçekleştirdikten sonra yatırımlarının satışlar üzerinden paraya dönüşme hızı yıllar itibariyle mütemediyen azalmıştır.

Diğer faaliyet performansı göstergelerinden faaliyet kar marjında Tablo 4'te görüldüğü gibi yalnızca İHA'dan sonraki ikinci yılda anlamlı bir değişim olmuştur. Arzdan önce %7,21

düzeyinde olan FKM medyanı arzdan sonraki 2. yılda %3,72 azalmıştır. Bu oran açısından bakıldığında 1, 2 ve 4 numaralı hipotezler reddedilirken yalnızca H<sub>3</sub> hipotezi kabul edilmiştir.

Faaliyet performansı göstergelerinden net kar marjına bakıldığında arzdan sonraki 2 ve 3. yıllardaki düşüşün anlamlı olduğu görülmektedir. Bu oran açısından H<sub>1</sub> ve H<sub>2</sub> hipotezleri reddedilirken H<sub>3</sub> ve H<sub>4</sub> hipotezleri kabul edilmiştir. Dolayısıyla firmaların NKM'ları İHA'dan sonraki 2. ve 3. yıllarda arzdan önceki yıla göre azalmaktadır. Halka arzdan önceki yıl % 5,54 medyan değerine sahip olan NKM, arzdan sonraki ikinci yıl % 3,78 ve üçüncü yılda % 3,04 azalma göstermiştir.

**Tablo 4: Performans Göstergelerindeki Değişimle İlgili Analiz Sonuçları**

	Dönemler			
	-1'den 0'a	-1'den +1'e	-1'den +2'ye	-1'den +3'e
<b>Panel A. Aktif Devir Hızı (ADH)</b>				
-1 Dönemindeki Medyan Değer: 1,024				
Medyan değişim	-0,1894	-0,2190	-0,1899	-0,2513
Wilcoxon test istatistiği	-2,357*	-2,396*	-2,194*	-2,329*
<b>Panel B. Faaliyet Kar Marjı (FKM)</b>				
-1 Dönemindeki Medyan Değer (%): 7,21				
Medyan değişim (%)	-0,3464	-0,9194	-3,7173	-2,2882
Wilcoxon test istatistiği	-0,587	-1,064	-2,578**	-1,623
<b>Panel C. Net Kar Marjı (NKM)</b>				
-1 Dönemindeki Medyan Değer (%): 5,54				
Medyan değişim (%)	0,0183	-2,7389	-3,7792	-3,0404
Wilcoxon test istatistiği	-0,783	-1,734	-3,124**	-2,131*
<b>Panel D. Özsermaye Karlılığı (ÖSK)</b>				
-1 Dönemindeki Medyan Değer (%): 13,64				
Medyan değişim (%)	-4,9912	-7,2719	-9,2982	-7,5554
Wilcoxon test istatistiği	-2,553*	-3,703**	-4,674**	-4,397**
<b>Panel B. Aktif Karlılık Oranı (AKO)</b>				
-1 Dönemindeki Medyan Değer (%): 9,62				
Medyan değişim (%)	-3,3848	-3,9919	-5,8200	-3,6609
Wilcoxon test istatistiği	-1,876	-2,581**	-3,181**	-2,855**

\*0,05 düzeyinde anlamlı

\*\*0,01 düzeyinde anlamlı

Firmaların özsermaye karlılıklarındaki medyan değişim, ADH'nda olduğu gibi tüm dönemlerde istatistiksel olarak anlamlı çıkmış ve dolayısıyla halka arzdan sonra firmaların ÖSK medyan değerinin arz öncesine göre farklılık gösterdiğini söyleyen tüm hipotezler kabul

edilmiştir. Firmaların ÖSK medyan değeri arz öncesi % 13,64'ten arz sonrası özellikle ikinci yılda % 9,30 azalarak %4,34'e kadar gerilemiştir. Diğer oranlarda olduğu gibi ÖSK da arzdan sonraki üçüncü yılda bir miktar toparlansa da toplam düşüş oranı ancak 7,56'ya gerilemiştir.

Son olarak aktif karlılık oranı incelendiğinde arz yılı hariç arzdan sonraki üç yılda da AKO medyan değerinde 0,01 düzeyinde anlamlı azalmalar meydana gelmiştir. Böylece AKO ile ilgili  $H_2$ ,  $H_3$  ve  $H_4$  hipotezleri kabul edilmiştir. Firmaların halka arzdan sonraki yıllarda AKO'ları azalmaktadır.

## 5. Sonuç

Bu çalışmada firmaların faaliyet performanslarının ilk halka arzdan etkilenip etkilenmediğini, eğer etkileniyorsa ilk halka arzın faaliyet performanslarını hangi yönde değiştirdiğini araştırılmıştır. Analize dahil edilen faaliyet performansı göstergelerine ve dikkate alınan döneme göre firmalar ilk kez halka açıldıktan sonra faaliyet performanslarında düşüşler meydana gelmiştir. Literatürde yapılan çalışmaların çoğunda benzer sonuçlar bulunmuştur. Elde edilen bu sonuçlar Jain & Kini(1994), Cai & Wei (1997), Chui, Lau & Ip (2001), Kurtaran & Er (2008), Chi & Padget (2006), ve Balatbat, Taylor & Walter (2004)'in elde ettiği sonuçlarla örtüşmekteyken Napompech (2002)'nin çalışmasında ulaştığı sonuçlarla farklılık göstermektedir.

İlk halka arzdan sonra özellikle ikinci yılda faaliyet performanslarındaki düşüş en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Tüm performans göstergeleri açısından arzdan sonraki üçüncü yılda bir toparlanma ve yukarı doğru bir eğilim olduğu görülmüş, ancak bu toparlanma hiçbir performans göstergesinin değerini halka arzdan önceki seviyeye ulaştıramamıştır. Yalnızca aktif karlılık oranı arzdan sonraki üçüncü yılda diğerlerine oranla daha fazla gelişim göstermiş ve neredeyse halka arz yılı değerine ulaşmıştır.

Bütün faaliyet performansı göstergeleri dikkate alındığında tüm göstergeler içerisinde en fazla düşüşün yaşandığı oran özsermaye karlılığı olmuştur. En fazla azalmanın meydana geldiği dönem ise arzdan sonraki ikinci yıldır.

Faaliyet performansı göstergelerinden faaliyet kar marjı, diğer performans göstergelerinden ayrı olarak değerlendirilebilir. Çünkü firmaların özellikle yeni hisse senedi ihracı yoluyla yaptıkları ilk halka arzlarında özsermayeleri, toplam aktifleri ve ihrac primlerinin katkısıyla net karları rakamsal değerlerdeki artışla birlikte doğrudan etkilenmektedir. Dolayısıyla aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, aktif devir hızı ve net kar marjı göstergelerinde azalma meydana gelmesi kaçınılmaz olabilmektedir. Faaliyet kar marjının hesaplanmasında kullanılan net satışlar ile faaliyet karı ise halka arz dolayısıyla meydana gelen sermaye artırımı ve ihrac priminden doğrudan etkilenmediği için bu göstergedeki değişim diğerlerine göre daha belirleyici olabilir. Ancak analiz sonuçlarına bakıldığında faaliyet kar marjı da diğer oranlardaki değişimine benzer bir eğilim göstermiştir. Bununla birlikte istatistiksel olarak bu göstergede sadece arzdan sonraki ikinci yılda anlamlı bir düşüş meydana gelmiştir.

Bundan sonra yapılacak çalışmalarda performansların karşılaştırılmasında firmaların halka arz şekilleri dikkate alınabilir. Özellikle sermaye artırımı şeklinde yapılan halka arzlar ortak satışı şeklinde gerçekleşenlerden ayrı olarak değerlendirilebilir. Böylece sermaye

artırımı dolayısıyla artan özsermaye ve toplam aktif yapılarının özellikle karlılık ve faaliyet oralarındaki düşüşü tetiklemesinin etkisi ölçülmüş olacaktır. Dolayısıyla ilk halka arzların firmaların performanslarına etkisi daha net bir şekilde görülebilecektir.

### **Kaynakça**

- Babacan, A., Kısakürek, M. M. & Özcan, S. (2009). İMKB’de kote edilmiş firmaların VZA Yöntemi ile performans ölçümleri. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 24, 22-36.
- Balatbat, M., Taylor, S., & Walter, T. (2004). Corporate governance, insidership and operating performance of Australian initial public offerings. *Accounting and Finance*, 44, 299-328.
- Bayyurt, N. & Duzu, G. (2008). Performance measurement of Turkish and Chinese manufacturing firms: A comparative analysis. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 1(2), 71-83.
- Cai, J., & Wei, J. (1997). The investment and operating performance of Japanese initial public offerings. *Pacific Basin Finance Journal*, 5, 389-417.
- Chi, J. & Padget, C. (2006). Operating performance and its relationship to market performance of Chinese initial public offerings. *The Chinese Economy*, 39(5), 28-50.
- Chui, A.P.L., Lau, H.F.W. & Ip, Y.K. (2001). The post-issue performance of initial public offering firms in the People’s Republic Of China. *Advances in International Accounting*, 14, 75-100.
- Coakley, J., Hadass, L., & Wood, A. (2007). Post-IPO operating performance, venture capital and the bubble years. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9/10), 1423-1446.
- Dağlı, H. & Kurtaran, A. (2008). İlk halka arzlarda düşük fiyatlandırmayı etkileyen unsurlar: Türkiye örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 39(3), 58-66.
- Demir, M. & Tuncay, M. (2012). Türk gıda sektörünün faaliyet ve kârlılık oranları açısından analizi: İMKB gıda sektöründe işlem gören işletmeler üzerinde bir araştırma (2000-2008 dönemi). *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(2), 367-392.
- Dumanoğlu, S. & Ergül, N. (2010). İMKB’de işlem gören teknoloji şirketlerinin mali performans ölçümü. *Mufad Journal*, 48(10), 101-111.
- Ekşi, İ. E. & Akçi, Y. (2009). Sektör farklılıklarının finansal oranlar üzerindeki etkileri: İMKB imalat sanayi firmalarında bir uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1), 115-126.
- Finn, F. J. & Higham, R. (1988). The performance of unseasoned new equity issues: Common stocks exchange listing in Australia. *The Journal of Banking and Finance*, 2, 333-351.
- Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues. *The Journal of Financial Economics*, 3, 235-272.
- Jain, B. A. & Kini, O. (1994). The post-issue operating performance of IPO firms. *The Journal of Finance*, 49, 1699-1726.

- Jog, V. M. & Riding, A. L. (1987). Underpricing in Canadian IPOs. *Financial Analysts Journal*, November/December, 48-55.
- Kalaycı, Ş. (2009). *SPSS uygulamalı çok değişkenli istatistik teknikleri*. Ankara: Asil Yayın Dağıtım.
- Kıymaz, H. (1997). İMKB’de halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem performansları ve bunları etkileyen faktörler: İmalat sektörü 1990-1995 uygulaması. *İMKB Dergisi*, 1(3), 47-75.
- Kıymaz, H. (2000). The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of Financial Management*, 10(2), 213-227.
- Karamustafa, O. (2000). Türkiye’de özelleştirilen çimento şirketlerinin özelleştirme öncesi ve sonrası faaliyet ve finansal performanslarının analizi. *İMKB Dergisi*, 16(4), 1-14.
- Kurtaran, A. & Er, B. (2008). The Post-Issue operating performance of ipos in an emerging market: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 5(4), 50-62.
- Kurtaran, A.T. (2013). Türkiye’deki ilk halka arzların ilk getirileri ile uzun dönem fiyat performansları arasındaki ilişkinin analizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 6(11), 185-203.
- Küçükçaylı, F. (2013). *Halka arzın firma mali performansı üzerine etkisi: Türkiye örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta.
- Loughran, T. & Ritter, J.R. (1997). The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *Journal of Finance*, 52, 1823–1850.
- Mercan, M., Yolalan, R. (2000). Türk bankacılık sisteminde ölçek ve mülkiyet yapıları ile finansal performans ilişkisi. *İMKB Dergisi*, 15(4), 1-26.
- Napompech, K. (2002). *Financial performance of insurance companies following initial public offerings*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, College Of Administration and Business Louisiana Tech University.
- Özer, Ö. (2012). Mali tablolar analizi: Bir hastane örneği. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, 6, 183-199.
- Ritter, Jay, R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 45, 3-27.
- Stoll, H. R. & Curley, A. J. (1970). Small business and the new issues market for equities. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 5, 309-322.
- Uhlir, H. (1989). Going public in the F.R.G. *In A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets*, Berlin.
- Wang, C. (2005). Ownership and operating performance of Chinese IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1835-1856.
- Wong, J. (2012). Operating performance of initial public offering companies in Hong Kong. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 8(1), 46-65.