
HİSSELERİ BIST GELİŞEN İŞLETMELER PİYASASINDA (XPGIP) İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN FİNANSAL PERFORMANSLARININ ANALİZİ: HALKA ARZ ÖNCESİ ve HALKA ARZ SONRASI BİR KARŞILAŞTIRMA

Bayram KOÇDEMİR

İstanbul Ticaret Üniversitesi, Finans Enstitüsü Sermaye Piyasaları A.B.D.,

Yüksek Lisans Öğrencisi

ORCID: 0000-0002-3317-191X

Recep Ali KÜÇÜKÇOLAK

Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Ticaret Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü.

ORCID: 0000-0001-7959-1242

Öz

Ulusal ekonomilerde, üretim ve istihdam konusunda önemli bir yere sahip olan KOBİ'lerin finansman kaynaklarının çeşitlendirilmesi amacıyla 2011 yılında İMKB nezdinde "Gelişen İşletmeler Piyasası" kurulmuş ve KOBİ'lerin halka arzına olanak tanınmıştır. Çalışmada, hisseleri Borsa İstanbul Gelişen İşletmeler Piyasası (BIST GIP) nezdinde işlem gören şirketlerin halka arz öncesi ve halka arz sonrası finansal performansları kıyaslanmıştır. Finansal performans ölçümünde, aktif kârlılığı, öz kaynak kârlılığı, net kâr marjı, likidite oranı, nakit oranı, finansal kaldıraç ve finansman oranı ile alacak ve stok devir hızı rasyoları kullanılmıştır. Analiz sonucunda, çalışma kapsamındaki şirketlerin halka arz sonrası dönemde kârlılık ve faaliyet oranları bakımından genel bir iyileşmenin bulunmadığı, buna karşın likidite ve finansal yapı oranları açısından ise belirgin bir iyileşmenin bulunduğu kanaatine varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Gelişen İşletmeler Piyasası, KOBİ Borsaları, Finansal Performans.

ANALYSIS OF THE FINANCIAL PERFORMANCES OF COMPANIES TRADED ON THE BIST EMERGING COMPANIES MARKET (XPGIP): A COMPARISON BEFORE AND AFTER IPO

Abstract

In order to diversify the financing resources of SMEs, which have an important place in national economies in terms of production and employment, the "Emerging Enterprises Market" was established at the ISE in 2011, allowing SMEs to issue debt instruments and offer them to the public. This study aims to compare the financial performances of companies whose shares are traded by BIST GIP before and after the public offering. As financial performance criteria, return on assets, return on equity, net profit margin, liquidity ratio, cash ratio, financial leverage and financing ratio, and receivables and stock turnover ratios are used. As a result of the analysis,

it was concluded that there was no general improvement in profitability and activity rates of the companies within the scope of the study in the post-public offering period, whereas there was a significant improvement in terms of liquidity and financial structure ratios.

Keywords: Emerging Companies Markets, SME Exchanges, Financial Performance

1. GİRİŞ

Ulusal ekonomilerine sağladıkları katkı ve yarattıkları katma değer bakımından önemli bir yere sahip olan KOBİ'ler, ekonomik aktivite içerisindeki rollerine karşın finansman kaynaklarına erişim konusunda problemler yaşamakta, bu durum KOBİ'lerin ekonomik potansiyellerini kullanmalarına engel olmaktadır.

KOBİ'lerin en önemli finansal kaynakları, kendi öz sermayeleri ve kamu otoritesi tarafından tanınan teşviklere ilave olarak, bankacılık sektörü tarafından sağlanan kredilerdir. Bununla birlikte KOBİ'lerin kredibilitelerini kanıtlama konusunda yaşadıkları sorunlar, bankacılık sektöründen de istenilen seviyede finansman sağlayamamalarına yol açmaktadır. KOBİ'lerin fonlanması bakımından bankacılık sektörüne bir alternatif olarak düşünülen sermaye piyasaları nezdinde KOBİ'ler için özel piyasalar oluşturulmaktadır. Bu çerçevede ülkemizde de 2009 yılında yasal altyapının oluşturulmasıyla birlikte Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) faaliyete başlamıştır. Bu kapsamda halka arz olan KOBİ'lerin, sermaye piyasasından kaynak temin etmeleri sonrası finansal performanslarının ne yönde değiştiği, çalışmanın konusunu oluşturmaktadır. Çalışmada öncelikle GİP'e ilişkin genel bilgiler verilecektir. Ardından hisseleri GİP nezdinde işlem gören işletmelerin halka arz öncesi finansal performansı ile halka arz sonrası finansal performansı seçilmiş finansal rasyolar yardımıyla karşılaştırılacaktır.

2. GELİŞEN İŞLETMELER PİYASASINA (XPGIP) YÖNELİK GENEL BİLGİLER

Türkiye'de faaliyet gösteren işletmelerin çalışan sayısı tanımına göre %99,8'ini oluşturan KOBİ'ler, aynı zamanda ihracatın %55,3'ünü, toplam istihdamın %72,7'sini, yaratılan katma değer %53,5'ini, yatırımların ise %55'ini sağlamaktadır (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2018:16). Ekonomik aktivite bakımından önemli bir yeri bulunan ve Dünya Bankası tarafından ekonomik kalkınmanın yanında sosyal denge ve istikrarın sağlanması açısından da önemli bir yere sahip olduğu belirtilen "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler" (KOBİ), Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) ülkelerinde ise toplam işletme sayısının %85'ini, istihdamın ise %70'ini oluşturmaktadır (KOSGEB, 2019:4).

KOBİ'lerin ülkemizde ekonomik kalkınmaya olan önemli katkılarına rağmen en temel sorunları, büyük ölçekli ticari ve kurumsal işletmelere kıyasla finansman kaynaklarına erişimde problem yaşamalarıdır (OECD, t.y.:8). Nitekim nicelik olarak ticari işletmelerin tamamına yakını oluşturulan KOBİ'lerin 2019 yılsonu verilerine göre bankacılık sektöründen temin ettiği krediler, toplam kredi hacminin %23'ünü oluşturmaktadır. Bireysel nitelikli kredilerin dahi toplam kredilerin %22'sini oluşturduğu bir sistemde (BDDK, 2019), KOBİ'lerin bankacılık sektörü tarafından yeterince finanse edilemediği anlaşılmaktadır. Zira kamu otoritesi tarafından sağlanan teşvikler ve öz kaynaklar dışında KOBİ'lerin en önemli finansman kaynağı bankacılık sektörüdür.

Kamu otoriteleri tarafından KOBİ'lerin finansal kaynak sağlayabileceği alternatif piyasa arayışları sermaye piyasalarını gündeme getirmiştir. Dünya Borsalar Federasyonu'nun (WFE) 2018 yılsonu verilerine göre global piyasalar nezdinde KOBİ'ler için özel oluşturulmuş toplam 33 adet borsa bulunmaktadır. Söz konusu borsaların 3'ü Amerika kıtasında, 14'ü Asya-Pasifik bölgesinde, 16'sı ise Avrupa ve Ortadoğu bölgesinde yer almaktadır. Hali hazırda toplam 6807 KOBİ'nin

işlem gördüğü söz konusu borsaların büyüklüğü ise yaklaşık 1,3 trilyon dolardır. İşlem gören şirketlerin %61'ini, sermaye büyüklüğü bakımından ise KOBİ borsalarının %93'ünü Asya-Pasifik bölgesi ülkeleri oluşturmaktadır. Nitekim sermaye büyüklüğü bakımından ilk üç sırada yer alan borsalar, Japonya, Güney Kore ve Çin borsaları nezdinde oluşturulan KOBİ borsalarıdır (WFE, 2018:1-3). Mevcut durumda sermaye büyüklüğü ve işlem gören KOBİ sayısı bakımından en büyük KOBİ borsaları, Japonya Osaka borsasında JASDAQ, Çin'de Shenzen Borsası nezdinde ChiNext, Güney Kore'de KONEK, Hindistan'da Bombay Borsası nezdinde BSE SME, İngiltere'de Londra borsası nezdinde AIM, Kanada'da Toronto Borsası nezdinde TSX ve Avrupa Birliği ülkeleri nezdinde, Alternext ve Euronext'dir.¹

Ülkemizde, BİST nezdinde KOBİ niteliğindeki işletmelerin halka arz yoluyla sermaye piyasalarından finansman temin etmesi mümkün ise de kotasyon şartlarının KOBİ'ler tarafından sağlanmasının güç olması, KOBİ'ler için ayrı bir piyasa kurulması fikrini gündeme getirmiştir. Bu çerçevede 18.08.2009 tarih ve 27323 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği" ile GİP faaliyete başlamıştır. Söz konusu Yönetmelik'in ilk maddesinde GİP'in temel amacı, "gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin sermaye piyasalarından fon sağlamak için ihraç edecekleri menkul kıymetlerin işlem görebileceği şeffaf ve düzenli bir ortam yaratmak" olarak belirtilmiştir. Aynı Yönetmelik'in 2'nci maddesinde ise GİP, "borsa kotasyon şartlarını sağlayamayan, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin menkul kıymetlerinin işlem görebileceği piyasa" olarak tanımlanmıştır (SPK, 2009).

GİP'in tanımında da belirtildiği üzere kotasyon şartlarını sağlayamayan işletmeler için bu piyasa nezdinde daha esnek şartlar getirilmiştir. Örneğin "Ana Pazar" ve "Yıldız Pazar" şartlarının aksine GİP nezdine dahil edilecek işletmeler için asgari kârlılık veya faaliyet süresi şartları aranmamaktadır. Bunun dışında hisseleri GİP'te işlem görecektir işletmelere kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin birtakım istisnalar getirilmiş ve bu şirketler ara dönem finansal rapor ve faaliyet raporu yayınlamaktan muaf tutulmuştur. Ayrıca GİP'e başvuran şirketlerin halka arz işlemlerini kolaylaştırmak ve başvuru maliyetlerini azaltmak amacıyla, SPK ücreti, işlem görme başvurusu ve kotta kalma ücreti ile Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) ücreti indirimli olarak uygulanmaktadır. Ayrıca söz konusu ücretlerin ödenmesine ilişkin Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) tarafından da ilgili şartları taşıyan işletmelere mali destek sağlanmaktadır.

GİP nezdinde ilk halka arz işlemi 2011 yılında gerçekleşmiş olup, 30.07.2020 tarihi itibarıyla hisseleri GİP nezdinde işlem gören işletme sayısı 12'dir (KAP, Pazarlar). 2011-2020 döneminde GİP aracılığıyla halka açılan toplam 28 işletme 212 milyon TL finansal kaynak sağlamış, söz konusu işletmelerin bir kısmı gerekli şartları taşımaları sonucunda yıldız pazar veya ana pazara yükselmiştir (Borsa İstanbul, 2015:20-23).

¹ Literatürdeki bazı çalışmalarda, ABD nezdindeki NASDAQ borsası da KOBİ borsaları arasında sayılmış olmasına karşın, NASDAQ KOBİ'ler için özel oluşturulmuş ve yalnızca KOBİ hisselerinin işlem gördüğü bir borsa olmaması nedeniyle çalışmamızda yer verilmemiştir.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Napompech (2002), 1980-2000 döneminde halka arz edilen sigorta şirketlerinin finansal performanslarındaki değişimi incelemiştir. Çalışmada analiz dönemi, halka arz öncesi yıla ait finansal veriler ile halka arz sonrası yıla ait finansal veriler karşılaştırılmıştır. Araştırma sonucunda sigorta şirketlerinin halka arz sonrasında genel finansal performansının iyileştiği sonucuna varılmıştır.

Kurtaran ve Er tarafından (2008), BİST bünyesinde işlem gören 205 şirkete ilişkin 1992-2000 yıllarını kapsayan çalışmada, şirketlerin halka arzları sonrasında yıllarda finansal performanslarında olumlu ve olumsuz yönler saptanmıştır. Finansal performans ölçütü olarak aktiflerin kârlılığı oranı, aktiflerin faaliyet kârlılığı oranı, faaliyet kâr marjı oranı, özsermaye devir hızı oranı, aktif devir hızı oranı ve satışların büyüme oranı olmak üzere altı oran kullanılan çalışmanın sonucunda, işletmelerin halka arz olmadan önceki yıllarda finansal performanslarının halka arz olduktan sonra düştüğü saptanmıştır.

Bulut (2002), tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 1992-2000 döneminde halka arz edilen 175 işletmenin finansal performanslarının değişimi incelenmiştir. Çalışmada, halka arz dönemi ile sonrasındaki 3 yılı kapsayan döneme ait finansal veriler karşılaştırılmıştır. Araştırma sonucunda halka arz sonrasında, aktif kârlılık oranı, esas faaliyet kârının toplam aktiflere oranı, öz sermaye devir hızı oranı, aktif devir hızı oranı ve işletme faaliyetlerinden oluşan nakit akımlarının aktiflere oranında gerileme olduğu sonucuna varılmıştır.

Bulut vd. (2009), tarafından 1992-2000 döneminde halka arz edilen 205 şirketin finansal performansının incelenmesi üzerine yapılan diğer bir çalışmada, ilk çalışmadan farklı olarak faaliyet kâr marjı rasyosu da finansal performans kriteri olarak dikkate alınmış ve ilk çalışma ile benzer sonuçlara ulaşılmıştır.

Pereira ve Sousa (2012), tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 1995-2006 döneminde Avrupa borsalarında halka arz edilen 555 işletmenin finansal performansı incelenmiştir. Finansal performans kriterinin, aktif kârlılığı oranı, nakit akışlarının aktiflere oranı, sermaye harcamasının aktiflere oranı ve aktif devir hızı olarak belirlendiği araştırma sonucunda, halka arz sonrası şirketlerin aktif kârlılığının %1,92, nakit akışının aktiflere oranının %2,23, aktif devir hızının %13,63 oranında azaldığını ve sermaye harcamasının aktiflere oranının ise %0,16 oranında arttığı saptanmıştır.

Çetin (2015), tarafından gerçekleştirilen çalışmada, Gelişen İşletmeler Piyasası Borsasına kote olan 23 işletmenin 19 tanesinin borsa öncesi ve sonrası mali verileri incelenmiştir. Bu kapsamda işletmelerin borsa öncesi ve sonrası likidite, faaliyet, mali yapı, karlılık oranları ile Z Skor analizleri hesaplanmış ve karşılaştırılarak borsanın işletmelere olan etkisi araştırılmıştır. Borsa kote olan işletmelerin büyük bir çoğunluğu üzerinde yapılan mali analizler neticesinde borsanın işletmelerin likidite ve mali yapıları üzerinde olumlu katkıların olduğu, ileride iflas riskini ortaya koyan Z skorlarını iyileştirdiği görülmüş, işletmelerin karlılıklarına olan katkısını ortaya koyabilecek herhangi bir anlamlı sonuca ise ulaşamamıştır.

Salur, Demirci ve Kesen (2018) tarafından gerçekleştirilen araştırmada, BİST-GİP'te işlem gören KOBİ'lerin halka açıldıkları yıl baz alınarak, halka arz öncesi finansal performansı ile halka arz sonrası finansal performansları karşılaştırılmıştır. Finansal performans göstergesi olarak aktif kârlılığı (ROA) ve özsermaye kârlılığının (ROE) kullanıldığı çalışmada, halka açılmayla finansal performans arasındaki ilişki kurulan hipotez üzerinden karşılaştırma yapılan yıllardaki oranlar kullanılarak t-testi yardımıyla ölçülmüştür. Çalışma sonucunda, KOBİ'lerin halka arzı ile finansal performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir.

Literatürde konuya ilişkin çalışmalar incelendiğinde, kısa vadeli bir finansal analiz gerçekleştirildiği, özellikle yakın dönemde tamamlanan çalışmalarda finansal performans karşılaştırması yapılırken, yalnızca halka arz sonrası 1 yıllık dönemin dikkate alındığı görülmektedir. Bu kapsamda literatürde yer alan çalışmaların "Sonuç ve Öneriler" kısmında yer alan tavsiyeler de dikkate alınarak uzun vadeli bir analizin yapılması gerekli görülmüştür. Dolayısıyla çalışmada, finansal performans analizi gerçekleştirilirken halka arzdan itibaren 2019 yılsonuna kadar olan finansal veriler dikkate alınmıştır.

4. AMAÇ, YÖNTEM VE UYGULAMA

Çalışmada, hisseleri BİST GİP nezdinde işlem gören şirketlerin halka arz öncesi finansal performansı ve halka arz sonrası finansal performanslarının karşılaştırılması amaçlanmıştır. Böylece halka arz sonrasında şirketlerin finansal performanslarında ne yönde değişim olduğu tespit edilebilecektir. Çalışmada, özellikle ülkemizde finansman kaynaklarına erişim konusunda kurumsal şirketlere nispeten daha fazla zorluklar yaşayan KOBİ'lerin BİST aracılığıyla sermaye piyasalarından fon kaynaklarına erişim neticesinde finansal performanslarında nasıl bir değişim yaşandığının tespiti amaçlanmaktadır.

Çalışmada halka arz öncesi dönem, halka arzın gerçekleştiği hesap döneminden önceki son 2 dönem olarak, halka arz sonrası dönem ise halka arzın gerçekleştiği hesap döneminden sonraki yılsonu ile 2019 yılsonuna kadar olan dönem olarak dikkate alınmıştır.

Araştırmada, finansal performansı analiz edilecek olan işletmeler, hisseleri BİST GİP nezdinde işlem gören şirketlerdir. 31.07.2020 itibarıyla GİP endeksinde bulunan şirket sayısı 12'dir. Buna karşın söz konusu şirketlerden Vanet Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin halka arz öncesi finansal verilerine ulaşamaması ve bu sebeple kıyaslamaya elverişli olmaması nedeniyle araştırma kapsamı dışında bırakılmıştır. Sonuç olarak araştırma kapsamındaki şirket sayısı 11 olarak belirlenmiştir.

Çalışmada, finansal durum değerlendirmesi yapılırken salt finansal tablo verileri yerine bu verilerin birbiriyle ilişkisini ortaya koyma konusunda etkili bir yöntem olan oran analizi yöntemi kullanılmıştır (Akgüç, 2013:360-365).

Finansal performans analizinde dikkate alınan kriterler, literatürde genel kabul görmüş rasyolardan oluşmaktadır. Kârlılık performansının analizinde, aktif kârlılığı (ROA), öz kaynak kârlılığı (ROE) ve net kâr marjı (NPM) rasyoları dikkate alınmıştır (Usta, 2008:127). Şirketlerin halka arz sonrası sermaye piyasalarına erişimi neticesinde likidite dengeleri ve finansal yapılarının analizinde ise likidite

oranı, nakit oranı, finansal kaldıraç ve finansman oranları dikkate alınmıştır (Bolak, 2005:34-36). Şirketlerin faaliyet yapılarının analizinde ise faaliyet oranları arasında yer alan alacak devir hızı ve stok devir hızı rasyoları kullanılmıştır (Okka, 2009:108). Bahsedilen verilerin tamamı ilgili şirketlerin internet sitesi ve “Kamuyu Aydınlatma Platformu” üzerinden kamuya açıkladıkları finansal tabloları ve bağımsız denetim raporlarından edinilmiştir. Finansal tablolar yardımıyla hesaplanacak söz konusu rasyolar, halka arz öncesi finansal performans ve halka arz sonrası finansal performans şeklinde kıyaslanacak ve şirketin finansal performansının BIST sonrası nasıl bir trend izlediği tespit edilecektir.

4.1. Veriler ve Değerlendirme

Araştırma kapsamında yer alan şirketlerin finansal performans analizinde kullanılan veriler izleyen tabloda yer almaktadır. Tabloda “1” altyazısı bulunan veriler, halka arz öncesi dönem ortalamasını, “2” altyazısı bulunan veriler ise halka arz sonrası dönem ortalamasını ifade etmektedir. Halka arz öncesi ve halka arz sonrası dönem, şirketlerin halka arz tarihine göre farklılık göstermektedir. Buna göre halka arz öncesi dönem 1-3 yıllık zaman dilimini, halka arz sonrası dönem ise 4-7 yıllık bir dönemi kapsamaktadır. Tabloda yer alan verilerin hesaplanma formülü aşağıda verilmiştir:

Aktif Kârlılığı Rasyosu (ROA): $\text{Dönem Net Kârı} / \text{Toplam Aktifler}$
 Özkaynak Kârlılığı Rasyosu (ROE): $\text{Dönem Net Kârı} / \text{Toplam Özkaynaklar}$
 Net Kâr Marjı (NKM): $\text{Net Dönem Kârı} / \text{Net Satış Gelirleri}$
 Likidite Oranı (Likidite): $\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar} / \text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}$
 Nakit Oranı (Nakit): $\text{Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar} / \text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}$
 Finansal Kaldıraç Oranı (FKO): $\text{Toplam Yabancı Kaynaklar} / \text{Toplam Aktifler}$
 Finansman Oranı (FO): $\text{Toplam Yabancı Kaynaklar} / \text{Toplam Özkaynaklar}$
 Alacak Devir Hızı (ADH): $\text{Net Satış Gelirleri} / \text{Kısa Vadeli Ticari Alacaklar}$
 Stok Devir Hızı (SDH): $\text{Satılan Mallar Maliyeti} / \text{Ortalama Stoklar}$

Araştırma kapsamında yer alan işletmelere ait borsa kısaltmaları ise izleyen tabloda verilmiştir.

Tablo 1: Araştırma Kapsamındaki İşletmeler İçin Kullanılan Kısaltmalar

Kısaltma	Firma Unvanı
AVHOL	Avrupa Yatırım Holding A.Ş.
BEYAZ	Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.
İDEALİST	İdealist Danışmanlık A.Ş.
İZHAYVAN	İz Hayvancılık Tarım ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.
İZFIRÇA	İzmir Fırça Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MEGAP	Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.
OSMEN	Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
OZERDEN	Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
POLITEK	Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.

RODRIGO	Rodrigo Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
TAZEKURU	Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Tablo 2: Araştırma Kapsamında Yer Alan Şirketlerin Finansal Performans Analizinde Kullanılan Rasyolar

Şirket	ROA ₁	ROA ₂	ROE ₁	ROE ₂	NKM ₁	NKM ₂	Likidit e ₁	Likidit e ₂	Naki t ₁	Naki t ₂	FKO ₁	FKO ₂	FO ₁	FO ₂	ADH ₁	ADH ₂	SDH ₁	SDH ₂
AVHOL	0.0096	0.0060	0.0382	0.0146	0.0122	0.0099	0.7371	0.8891	0.0132	0.0215	0.7497	0.5866	2.9948	1.4190	2.4130	2.3723	3.7816	16.0589
BEYAZ	0.0085	0.0576	0.2810	0.1703	0.0278	0.0262	0.1653	0.8772	0.0091	0.0849	0.9696	0.6619	31.9142	1.9579	6.2208	7.0840	1.4312	22.3919
İDEALİS T	0.0520	0.0497	0.1740	0.0664	0.0382	0.0414	1.2727	3.0196	0.3283	0.7175	0.7011	0.2512	2.3458	0.3354	3.4973	4.7890	-	-
İZHAYVAN	0.0208	0.0099	0.1003	0.0184	0.1416	0.0292	0.4214	0.4027	0.0056	0.0218	0.7927	0.4610	3.8230	0.8554	15.0045	5.8431	1.8729	3.1926
İZFIRÇA	0.0485	0.0022	0.0770	0.0050	0.0708	0.0033	1.4217	1.0753	0.2142	0.2057	0.3705	0.5611	0.5885	1.2782	2.4531	1.8749	1.1863	1.1518
MEGAP	0.1059	0.0692	0.1421	0.1410	0.1011	0.0538	1.4043	1.4679	0.0540	0.0693	0.2547	0.5095	0.3417	1.0389	4.8735	3.4284	6.7334	6.9301
OSMEN	0.0805	0.0551	0.2697	0.1327	0.0029	0.0046	1.3924	1.6740	0.0655	0.2096	0.7015	0.5844	2.3497	1.4061	43.4835	44.5509	-	-
OZERDEN	0.0828	0.0246	0.1922	0.0549	0.0735	0.0244	0.7643	0.8336	0.0244	0.0986	0.5693	0.5526	1.3217	1.2350	3.8209	4.7773	6.0614	3.6482
POLITEK	0.2912	0.1976	0.4890	0.2667	0.1487	0.1533	2.2861	3.0338	0.3515	0.4756	0.4046	0.2589	0.6794	0.3494	3.1879	2.4208	16.2319	8.1076
RODRIGO	0.0878	0.0238	0.1335	0.0535	0.1021	0.0348	1.2541	0.8276	0.1723	0.1546	0.4806	0.5343	0.9253	1.1472	2.8219	2.8896	2.3426	0.9422
TAZEKURU	0.0347	0.1169	0.0514	0.3554	0.2789	0.2256	0.1093	1.1717	0.0115	0.3922	1.0318	0.6710	32.4170	2.0398	7.0974	3.4510	1.0032	1.4849

4.1.1. Avrupa Yatırım Holding A.Ş.

Ana faaliyet konusu "yurtiçi ve yurtdışındaki şirketlerin sermayelerine katılmak" olarak belirlenen firmaya ait veriler genel olarak incelendiğinde, firmanın halka arz öncesindeki dönemde daha iyi bir kârlılık performansı sergilediği, zira aktif kârlılığı, özkaynak kârlılığı ve net kâr marjının ortalama değerlerinin, halka arz sonrasındaki döneme göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durumun en önemli sebebi ise firmanın faaliyet konusu ve unvan değişikliği gerçekleştirdiği 2014 yılsonu ile 2016 yılsonunun yüksek tutarlı zararlar sonuçlanmasıdır. Şirket'in 2014 yılı ve 2016 yılının ciddi zararlar sonuçlanmasında, söz konusu dönemde satış gelirlerinin (hasılat) önemli ölçüde gerilemesinin ve kambiyo zararlarının büyük payı bulunmaktadır. Ayrıca 2016 yılında firma tarafından elden çıkarılan maddi duran varlıkların satış zararıyla sonuçlanması da bu durumun sebepleri arasında yer almaktadır.

Şirket'in likidite ve finansal yapı oranları incelendiğinde ise halka arz sonrası olumlu bir performans görülmektedir. Halka arz ve faaliyet konusu değişikliği sonrasında stokların azalması ve firmanın uzun vadeli borçlanma gücünün artması likidite oranı ve nakit oranının yükselmesini sağlamıştır. Şirket'in 2018 yılı içerisinde gerçekleştirdiği 21.700.000 TL tutarındaki sermaye artırımını ise finansal kaldıraç oranının ve finansman oranının önemli ölçüde gerilemesini sağlamış, dolayısıyla firmanın yabancı kaynaklara olan bağımlılığı azalmıştır. Diğer yandan firmanın halka arz edildiği 2012 yılında, halka arz işlemine bağlı olarak oluşan hisse senedi ihraç primleri (7.200.265 TL) ve aynı dönem içerisinde yapılan sermaye artırımını da (2.215.000 TL) 2012 yılsonundaki finansal kaldıraç oranının ciddi oranda düşmesini sağlamıştır.

Şirket'in faaliyet oranlarından alacak devir hızının halka arz sonrası dönemde büyük oranda aynı seviyede kaldığı, stok devir hızının ise yaklaşık 5 kat artış gösterdiği görülmektedir. Bu durumun en önemli nedeni, firmanın 2014 yılında ana faaliyet konusunun değişmesi ve yeni faaliyet konusunun yüksek oranda stok bulundurmaya gerektirmemesidir. Zira firmanın en önemli satış geliri kaynağı, hastane hizmetlerinden elde ettiği gelirler ve telekomünikasyon şirketinin kontör satışlarıdır. Dolayısıyla satış gelirlerindeki artışa karşın stok hacmindeki sert düşüş, stok devir hızında artışı sağlamıştır.

4.1.2. Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.

Motorlu araçların operasyonel filo kiralama ve ikinci el araç alım-satım hizmetleri alanında faaliyet gösteren Şirkete ait veriler genel olarak incelendiğinde, halka arz sonrasında kârlılık performansının iyileştiği, likidite oranlarının halka arz sonrasında önemli ölçüde yükseldiği, finansal kaldıraç ve finansman oranının ise aynı dönemde olumlu şekilde düşüşe geçtiği görülmektedir. Şirket'in faaliyet oranları da halka arz sonrası olumlu bir performans sergilemiştir.

Şirket, halka arz sonrası dönemde 2014 yılı istisna olmak üzere sürekli olarak kâr elde etmiştir. 2014 yılında ise 11.09.2014 tarih ve 29116 sayılı Resmî Gazetede (Mükerrer) yayımlanarak yürürlüğe giren 6552 sayılı Kanun hükümleri gereğince, ortaklarından tahsil edemediği toplam 22.897.593 TL tutarındaki alacağı gider hesaplarına yansıtılmış, dolayısıyla kârlılık göstergeleri bu durumdan olumsuz etkilenmiştir. Buna ilave olarak 2014 yılsonunda firmanın 7.933.535 TL tutarındaki kur farkı zararı da kârlılığın erimesine neden olan en önemli

faktörlerdendir. Bu sebepler, firmanın halka arz sonrası olan 2014 yılının net zararlarla sonuçlanmasına ve aktif kârlılığı, özkaynak kârlılığı ve net kâr marjının negatif değer almasına yol açmıştır.

Şirket'in halka arz sonrası dönemde yabancı kaynak ihtiyacı göreceli olarak azalmış, bu durum ise likidite oranı ile nakit oranına olumlu yansımıştır. Bununla birlikte firmanın kısa vadeli borç yükü büyük ölçüde aynı seviyede kalmıştır. Halka arz sonrası dönemde hisse senedi ihraç primleri ile 2013 ve 2017 yıllarında gerçekleşen sermaye artırımını özkaynakların güçlenmesini sağlamış ve bu çerçevede finansal kaldıraç oranı ortalama %97 seviyesinden halka arz sonrası dönemde ortalama %66 seviyesine gerilemiştir. Halka arz sonrası kârlılık performansındaki yükseliş ve elde edilen kârın öz kaynaklara ilave edilmesi sonucunda firmanın öz kaynak yapısı güçlenmiş ve bu durum finansman oranının halka arz sonrası dönemde sert bir şekilde düşmesini sağlamıştır.

4.1.3. İdealist Danışmanlık A.Ş.

Özel sektör ve kamu kurumları personeli ile yöneticilerine farklı konularda eğitim hizmeti vermek, ilgili kurum ve kuruluşlara hukuki, mali ve teknik konularda danışmanlık hizmeti sunma konusunda faaliyet gösteren firmaya ait veriler genel olarak incelendiğinde, halka arz sonrasında aktif kârlılığı ve özkaynak kârlılığı rasyolarının ortalama değerlerinin düştüğü, net kâr marjının sınırlı düzeyde artış gösterdiği, likidite ve nakit oranının iyileştiği, finansal kaldıraç ve finansman oranlarının da önemli oranda gerilediği görülmektedir.

Halka arz sonrası dönemde firmanın aktif kârlılığı ve öz kaynak kârlılığı rasyolarında gerileme görülmektedir. Kârlılık performansının istikrarlı bir seyirde sahip olmaması üzerindeki en büyük etken, firmanın kur farkından kaynaklanan gelir ve giderleri arasındaki dengenin kurulamamasıdır. Ayrıca maddi duran varlık satış kârları, vadeli döviz mevduatlarından hak kazanılan faiz gelirleri ve fonlara yapılan finansal yatırımların satışından elde edilen gelirler gibi esas faaliyetlerden kaynaklanmayan hususlar kârlılık üzerinde belirleyici konumda bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle söz konusu olağan dışı gelir ve giderler kârlılık performansının istikrarlı bir seyir izlemesine engel olmaktadır. Kârlılık performansında iyileşme görülmemesine karşın 2019 yılında gerçekleştirilen 4.359.000 TL sermaye artırımını sonucunda öz kaynak kârlılığı rasyosunda gerileme yaşanmıştır.

Şirket'in halka arz sonrasında yabancı kaynak ihtiyacının azalması ve ana faaliyet konusu gereğince stok miktarının oldukça sınırlı olması, likidite oranlarının yüksek olmasını sağlamaktadır. Buna karşın firma, halka arzı sonrasında nakit ve nakit benzeri varlıkları sınırlandırmış, söz konusu varlıkları bono ve yatırım fonlarında finansal yatırım olarak değerlendirmiştir. Bu durum, nakit oranında son yıllarda görülen düşüşün en önemli sebebini oluşturmaktadır. Yabancı kaynak ihtiyacının azalması, sermaye artırımını ve elde edilen kârın bünyede tutulması sonucunda finansal kaldıraç ve finansman oranında da halka arz sonrası ciddi düşüş yaşanmıştır.

Halka arz sonrası dönemde firmanın satış gelirlerindeki artışa karşın ticari alacaklarının büyük ölçüde aynı seviyede kalması, alacak devir hızının yükselmesini sağlamıştır. Diğer yandan ana faaliyet konusu gereğince oldukça

sınırlı düzeyde stok bulunduran firmanın stok devir hızı bu sebeple hesaplanmamıştır.

4.1.4. İz Hayvancılık Tarım ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.

Büyükbaş çiftlik hayvanların ticareti ve bu hayvanlardan süt üretimi yapılması alanında faaliyet gösteren firmanın halka arz sonrasında ciddi boyutta kârlılık problemi yaşadığı, 2014, 2016 ve 2019 yıllarının zararlı sonuçlandığı, diğer hesap dönemlerinde de net kârın oldukça sınırlı kaldığı görülmektedir. Özellikle 2016 ve 2019 yılsonu zararı önemli boyuta ulaşmıştır. 2016 yılı zararı, firmanın tahsil edemediği alacakları için ayırdığı karşılık giderleri, personel giderleri ve kredi faiz giderlerinin önceki hesap dönemine kıyasla ciddi oranda artmasından kaynaklanmıştır. 2019 yılı zararının en önemli sebepleri ise firmanın vadeli satışlarının azalmasına bağlı olarak finansman gelirleri ile reeskont gelirlerinin azalması ve kredi faiz giderlerinin artmasıdır. Bu çerçevede aktif kârlılığı, öz kaynak kârlılığı ve net kâr marjı rasyoları, bahsedilen faktörlere bağlı olarak halka arz sonrasında önemli bir performans gösterememiştir.

Şirket'in likidite oranları açısından yapılan analizde, halka arz sonrasında kısa vadeli yabancı kaynak ihtiyacının hızla arttığı, bu sebeple likidite ve nakit oranının da düşüşe geçtiği görülmektedir. Zira uzun vadeli kaynakların bilançodaki payı halka arz sonrasında azalırken, kısa vadeli yükümlülükler ise halka arzın gerçekleştiği 2013 yılından itibaren yaklaşık 4 kat artmıştır.

Şirket'in 2014 yılında yapılan sermaye artırımını ve halka arz sonrası oluşan hisse senedi ihraç primleri öz kaynak yapısı üzerinde olumlu etki yaratmıştır. Ancak firmanın öz kaynak yapısının güçlenmesini sağlayan en önemli etken, 2019 yılında maddi duran varlıkların değerlendirilmesi sonucunda oluşan yaklaşık 15 milyon TL tutarındaki yeniden değerlendirilme artışıdır. Bu durum, halka arz sonrası dönemde finansal kaldıraç ve finansman oranlarının sert bir şekilde düşmesini sağlamıştır.

4.1.5. İzmir Fırça Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fırça imalatı konusunda faaliyet gösteren şirket, halka arz sonrasında 2018 yılı istisna tutulduğunda kârlılık bakımından istikrarlı bir performans sergilemiş olmasına karşın kârlılık büyümesi, aktif ve öz kaynak büyümesi karşısında sınırlı kalmıştır. Bu sebeple firmanın halka arz sonrasındaki kârlılık oranları önemli bir ilerleme gösterememiştir. 2018 yılının zararlı sonuçlanması ise büyük ölçüde kur farkı giderlerinden kaynaklanmıştır. Nitekim kârla sonuçlanan diğer hesap dönemlerinde de dönem net kârını sınırlayan en önemli faktörlerden birisi kambiyo zararlarıdır.

Şirket'in halka arz sonrası dönemde yabancı kaynaklara bağımlılığının da sürekli olarak arttığı görülmektedir. Zira öz kaynaklar, halka arz sonrası 5 yıllık dönemde yaklaşık olarak aynı seviyede kalmasına karşın, yabancı kaynaklar yaklaşık 2 kat artmıştır. Öz kaynak yapısını zayıflatan en önemli sebep, kambiyo zararı nedeniyle 2018 yılsonunda gerçekleşen 2.694.793 TL tutarındaki zarardır. Şirketin uzun vadeli borçlanabilme kapasitesi artmasına rağmen kısa vadeli finansman ihtiyacı daha yüksek seyretmektedir. Tüm bu faktörler, likidite oranlarının halka arz sonrasında olumsuz bir trend izlemesine, finansal kaldıraç ve finansman oranlarının ise sürekli olarak artmasına yol açmıştır. Ayrıca firmanın

yüksek stok bakiyesinin de likidite oranları üzerinde olumsuz etkisi bulunmaktadır.

4.1.6. Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Polietilen ve köpük mamulleri imalatı alanında faaliyet gösteren Şirketin halka arz öncesi dönemde ve halka arzının gerçekleştiği hesap döneminde sürekli olarak zarar ettiği, halka arz sonrası dönemde kârlılığın yükseldiği ve özellikle 2016-2019 hesap dönemlerini kapsayan 4 yıllık zaman diliminde kârlılığın sürekli olarak ve ciddi ölçüde arttığı gözlemlenmiştir. Bu duruma bağlı olarak kârlılık oranları da halka arz sonrasında olumlu bir performans göstermiştir. Diğer yandan firmanın 2019 yılı içerisinde tekstil alanında da faaliyet göstermeye başlaması bilançonun ve satış gelirlerinin yaklaşık 3 kat büyümesi sonucunu doğurmuştur.

Halka arz sonrası dönemde likidite ve nakit oranlarının da yükseldiği görülmektedir. Buna karşın firmanın 2019 yılında tekstil alanında faaliyet göstermeye başlamasıyla birlikte ticari borç ve stok hacmi ciddi ölçüde yükselmiş, bu durum likidite ve nakit oranlarındaki iyileşmenin sınırlı kalmasına neden olmuştur. Aynı şekilde 2019 öncesinde olumlu bir performans gösteren finansal kaldıraç ve finansman oranları da ilave faaliyetlere bağlı olarak artan ticari borçlar sonucunda olumsuz bir seyir izlemiştir.

4.1.7. Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Bireysel ve kurumsal finansal planlama, yatırım ürünlerinin satışı, finansal danışmanlık, yatırım danışmanlığı ve özel varlık yönetimi alanında faaliyet gösteren firmanın halka arz sonrası dönemde kârlılık performansının ciddi ölçüde iyileştiği görülmektedir. Zira firmanın özel sektöre ait borçlanma araçları ile devlet tahvili satışlarından elde ettiği gelirler, yüksek kârlılığı sağlayan en önemli unsurlar arasındadır. Buna karşın net kâr marjındaki sınırlı yükselişin en önemli nedeni firmanın ana faaliyet konusu gereğince borçlanma aracı alış maliyeti ile satış fiyatı arasındaki marjın oldukça dar olmasıdır. Nitekim satışların maliyeti, satış gelirlerinin ortalama %98'ini oluşturmaktadır. Maliyetlerin önemli bir bölümü Euro tahvil alımı, devlet tahvili alımı ve özel sektör borçlanma araçlarının alımından kaynaklanmaktadır. Kârlılık üzerindeki diğer bir baskı unsuru da genel yönetim giderleri içerisinde önemli bir bakiyeye sahip olan personele verilen ücret, prim ve ikramiyelerdir.

Şirket'in faaliyetleri gereği stok bulundurmaması, likidite oranları üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Halka arz sonrası dönemde likidite ve nakit oranının, halka arz öncesi döneme göre ortalama daha yüksek değerler aldığı görülmektedir. Halka arz sonrası dönemde 2013 ve 2015 yıllarında yapılan sermaye artırımlarıyla öz kaynak yapısının güçlenmesi ve kârlı bir yapının bulunması, finansal kaldıraç ve finansman oranlarının da nispeten düşmesini sağlamıştır.

Şirket'in ana faaliyet konusu nedeniyle stok devir hızı hesaplanmamış olup, alacak devir hızında ise önemli bir değişim meydana gelmemiştir.

4.1.8. Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Ambalaj ve paketleme sektöründe faaliyet gösteren firmanın halka arz sonrası dönemde yüksek kârlılık performansı sergilemesine karşın 2019 yılında gerçekleşen yüksek zararın etkisiyle kârlılık rasyoları gerilemiştir. Şirketin 2019 yılsonunda ciddi bir zararla karşılaşması, satış gelirleri aynı seviyede kalmasına karşın satış maliyetlerindeki %26 oranındaki artış ve faiz giderlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. Şirket'in 2018 yılında yeni şube açması ve faaliyetlerini büyümesi sonucunda kısa ve uzun vadeli kredi ile leasing hacminde artış yaşanmıştır. Diğer bir ifadeyle 2018 yılsonu itibarıyla firmanın yabancı kaynak portföyünün yaklaşık 2 kat büyümesi, 2019 yılında faiz giderlerinin 4 kat artmasına ve firmanın 2019 yılsonunu zararla kapatmasına yol açmıştır.

Şirket'in halka arz sonrası dönemde likidite ve nakit oranlarında iyileşme görülmektedir. Finansal kaldıraç oranındaki iyileşmenin sınırlı kalması ise firmanın 2018 ve 2019 yılı içerisindeki yüksek yabancı kaynak ihtiyacı ve halka arz sonrası dönemde bedelli sermaye artırımını gerçekleştirilmemesinden kaynaklanmıştır.

Firmanın halka arz sonrası dönemde alacak devir hızında yükseliş görülmektedir. Bu durumun en önemli nedeni, şirket alacaklarının ağırlıklı ortalama vadesinin 2 ay olmasından ve alacakların yaklaşık %40'ının 1 ay vadeli alacaklardan oluşmasıdır. Diğer bir ifadeyle firmanın ticari alacak portföyünde birikme yaşanmamaktadır. Stok devir hızındaki düşüş ise büyük ölçüde şirketin 2018 yılı içerisindeki faaliyet genişlemesine bağlı olarak yüksek stok ediniminden kaynaklanmıştır.

4.1.9. Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Alüminyum ve alüminyum kimyasalları sektöründe faaliyet gösteren şirketin olumlu bir kârlılık performansı ortaya koymasına karşın aktif ve öz kaynak büyüme hızının gerisinde kalması nedeniyle aktif kârlılığı ve öz kaynak kârlılığı rasyoları halka arz sonrası dönemde düşmüştür. Özellikle öz kaynak kârlılığı rasyosunda görülen sert düşüşün temel nedeni, şirketin geçmiş yıllar kârını öz kaynaklara eklemesinden kaynaklanmaktadır. Net kâr marjındaki sınırlı iyileşme ise şirketin halka arz sonrası dönemde hacimsel olarak daha yüksek kâr elde etmesinden kaynaklanmaktadır.

Firmanın likidite oranlarının halka arz sonrası dönemde olumlu bir performans sergilediği görülmektedir. Duran varlık hacminin sınırlı olması, yüksek ticari alacak bakiyesi ve özellikle banka kredilerine olan sınırlı bağımlılık, likidite ve nakit oranlarının yükselmesini sağlamıştır. Ayrıca şirketin halka arz sonrası dönemde geçmiş yılları kârını öz kaynaklara ekleyerek öz kaynak yapısını güçlendirmesi, finansal kaldıraç ve finansman oranlarında olumlu etki yaratmıştır.

4.1.10. Rodrigo Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Erkek giyim ürünlerinin imalatı ve satışı alanında faaliyet gösteren şirketin halka arz öncesi dönemde kârlılık probleminin mevcut olduğu, halka arz sonrası dönemde ise kârlılık performansının iyileştiği görülmektedir. Özellikle 2018 ve 2019 yılsonunda aktif kârlılığı %5 seviyesine yaklaşmış, öz kaynak kârlılığı %10 seviyesini, net kâr marjı ise %5 seviyesini aşmış bulunmaktadır. Söz konusu kârlılık performansı, şirketin satış gelirlerini yükseltirken maliyetleri sınırlayabilme

gücünden kaynaklanmaktadır. Diğer yandan vadeli satışlardan elde edilen reeskont faiz gelirleri 2018 yılsonunda gerçekleşen kârlılığın en önemli kaynakları arasında yer almaktadır.

Firmanın likidite oranının halka arz sonrası dönemde kademeli olarak düştüğü görülmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynak ve stok hacminin halka arz sonrası dönemde yaklaşık 3 kat artış göstermesi likidite oranının düşmesine neden olmuştur. Diğer yandan şirketin bilançoda nakit varlık tutma isteğinin düşük olması da nakit oranının halka arz sonrası dönemde genel olarak aşağı yönlü bir seyir izlemesine neden olmuştur.

Firmanın halka arz edildiği 2013 yılında gerçekleşen 2.285.000 TL tutarındaki sermaye artırımını dışında analiz konusu dönemde bedelli sermaye artırımını gerçekleştirilmemiştir. Buna ilave olarak halka arz sonrası dönemde kârlılığın sınırlı kalması öz kaynak hacminin büyük ölçüde aynı seviyede seyretmesine neden olmuştur. Buna karşın yabancı kaynak hacminin aynı dönemde yaklaşık 4 kat artış göstermesi, finansal kaldıraç ve finansman oranları üzerinde olumsuz etki yaratmış ve söz konusu rasyo halka arz sonrası dönemde artmıştır.

4.1.11. Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Her türlü gıda maddelerinin özellikle yaş sebze ve meyvelerden yaş veya kuru mamul, yarı mamul ve bu mamul ve yarı mamullerle ilgili bilimum ham ve yardımcı maddelerin üretilmesi alanında faaliyet gösteren şirketin halka arz öncesinde mevcut olan kârlılık probleminin halka arz sonrası dönemde artarak devam ettiği kârlılık rasyolarından görülebilmektedir. Şirket 2016 ve 2017 yılsonlarında elde ettiği sınırlı kâr dışında diğer tüm hesap dönemlerini zararlı kapatmıştır. Ayrıca şirketin son iki dönemdeki zararı öz kaynak hacmini aşmış, bu sebeple öz kaynak kârlılığı rasyosu "1" değerinin üzerine çıkmıştır. Firmanın ticari faaliyetlerinden kâr elde etmesine karşın faaliyetlerin net zararlı sonuçlanması, pazarlama ve satış maliyetlerinin yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Diğer yandan finansman giderleri de kârlılık üzerindeki en önemli baskı unsurlarındandır.

Halka arz sonrası dönemde kısa vadeli yabancı kaynak hacmi ölçülü şekilde yükselen şirketin uzun vadeli borçlanabilme kapasitesi ise ciddi oranda artmıştır. Nitekim 2019 yılsonunda toplam yabancı kaynakların %67'si uzun vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. Bu sebeple firmanın likidite ve nakit oranlarında halka arz sonrası iyileşme görülmektedir.

Şirket'in finansal kaldıraç ve finansman oranında görülen nicel iyileşme yanıltıcıdır. Zira halka arz öncesi dönem olarak kabul edilen 2011 yılsonu öz kaynaklarının negatif değer alması nedeniyle söz konusu dönemde yabancı kaynaklar aktif büyüklüğün üzerine çıkmış ve finansal kaldıraç oranının "1" değerinin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. Olağandışı bir durumun bulunduğu dönemin dikkate alınmaması halinde, finansal kaldıraç oranı ile finansman oranının halka arz sonrası yükseldiği anlaşılmıştır. Nitekim şirketin kârlılık problemi ve halka arz sonrası dönemde yalnızca 2014 yılı içerisinde 100.000 TL tutarında sermaye artırımını gerçekleştirilmesi öz kaynakların ciddi ölçüde zayıflamasına neden olmuştur.

5. SONUÇ

BIST Gelişen İşletmeler Piyasasında yer alan KOBİ niteliğindeki işletmelerin halka arz öncesi dönem ile halka arz edildikten sonraki finansal performanslarının karşılaştırılması ve halka arz sonrasında şirketlerin finansal performanslarında ne yönde değişim olduğunun tespitine yönelik çalışmada, ilgili şirketlerin; aktif kârlılığı, öz kaynak kârlılığı, net kâr marjı, likidite oranı, nakit oranı, finansal kaldıraç ve finansman oranları ile alacak devir hızı ve stok devir hızı rasyoları dikkate alınmıştır. İlgili verilerin halka arz öncesi ve halka arz sonrası değerlerinin karşılaştırılması sonucunda;

- Kârlılık bakımından yalnızca 4 şirketin halka arz sonrası dönemde olumlu performans gösterdiği,
- Likidite yapısı bakımından 8 şirketin likidite ve nakit oranlarının ciddi ölçüde iyileştiği, kalan 3 şirketin ise likidite ve nakit oranlarındaki gerilemenin oldukça sınırlı gerçekleştiği,
- Finansal yapı oranları bakımından 7 şirketin finansal kaldıraç ve finansman oranlarının halka arz sonrası dönemde olumlu yönde düşüş gösterdiği,
- Faaliyet oranları bakımından alacak devir hızının 4 şirkette, stok devir hızının ise 5 şirkette halka arz sonrası dönemde yükseldiği

anlaşılmıştır. Diğer yandan stok devir hızı, ana faaliyet konusu gereğince 2 şirket nezdinde hesaplanmamıştır. Bu açıdan bir değerlendirme yapıldığında, şirketlerin genel olarak kârlılık performansı ile faaliyet oranlarında iyileşmenin sınırlı kaldığı, likidite dengesi ve finansal yapı oranlarının ise olumlu bir trend izlediği sonucuna varılmıştır.

Analiz kapsamındaki şirketlerin büyük çoğunluğunun kârlılık performansında halka arz sonrası dönemde iyileşme görülmemesinin nedenlerini;

- Bazı şirketlerin dönem içerisinde faaliyet konusu değişikliğine ve yeni bir organizasyonel yapılanmaya girmeleri,
- 2016-2019 yıllarını kapsayan dönemde döviz kurundaki yüksek volatilité sonucunda kambiyo zararları ve kur farkı giderlerinin kârlılık üzerinde baskı unsuru oluşturması,
- Tahsil imkânı kalmayan yüksek montanlı ticari alacakların gider hesaplarına yansıtılması,
- Kur farkından kaynaklanan gelirler, maddi duran varlık satış kârları, vadeli döviz mevduatlarından hak kazanılan faiz gelirleri ve fonlara yapılan finansal yatırımların satışından elde edilen gelirler gibi esas faaliyetlerden kaynaklanmayan hususların kârlılık üzerinde belirleyici konumda bulunması,
- Faaliyet alanını ve şubeleşme ağını genişleten şirketlerin artan finansal kaynak ihtiyacı sonucunda yüksek faiz giderlerine maruz kalması

şeklinde belirtmek mümkündür.

Likidite ve finansal yapı oranlarında halka arz sonrası görülen iyileşmenin en önemli nedeni, şirketlerin uzun vadeli borçlanabilme kapasitesinin artması ve halka arzla birlikte hisse senedi ihraç primleri ve sermaye artırımıyla öz kaynakların güçlenmesi olarak değerlendirilmiştir.

Sonuç olarak analiz kapsamındaki Şirketlerin halka arz sonrası dönemde kârlılık ve faaliyet oranları bakımından genel bir iyileşmeden bahsedilemeyeceği, likidite ve finansal yapı oranları açısından ise belirgin bir iyileşmenin bulunduğu kanaatine varılmıştır. İzleyen dönemde konuya ilişkin, halka arz öncesi dönem ile halka arz sonrası dönem rasyoları karşılaştırılarak aralarında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin tespitine yönelik araştırma yapılması önerilmektedir.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Öztin (2013), “Mali Tablolar Analizi”, 15. Baskı, İstanbul: Arayış Basım Yayın, s.360-365.
- BDDK (2019), “Aylık Bankacılık Sektörü Verileri: 2019 Aralık”, <https://www.bddk.org.tr/BultenAylık> Erişim Tarihi: 28.09.2020.
- Bolak, Mehmet (2005), “İşletme Finansı”, 2. Baskı, İstanbul: Birsen Yayınevi, s.34-36.
- Borsa İstanbul (2015), “Gelişen İşletmeler Pazarı”, <https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Gelisen-%C4%B0sletmeler-Piyasasi.pdf> Erişim Tarihi: 30.09.2020.
- Bulut, İbrahim Halil (2002), “Yatırım Bankası İtibarı ve Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı: İMKB Uygulaması”. İMKB Dergisi. Cilt:10. Sayı:39.
- Bulut, İbrahim Halil ve Çankaya, Fikret ve Er, Bünyamin (2009), “Yönetici Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği”, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Karadeniz Teknik Üniversitesi. Sayı 11/1.
- Çetin, Mahfus (2015), “Dünya ve Türkiye Perspektifinde Kobi Borsalarının Gelişiminin Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul A.A. (BİST) Gelişen İşletmeler Piyasasına (GİP) Kote İşletmelerin Borsaya Kote Öncesi ve Sonrası Finansal Performanslarının Karşılaştırılması”, Yüksek Lisans Tezi, Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Osmaniye.
- KOSGEB (2020), “2019 Yılı Performans Programı”, s.iv. https://www.kosgeb.gov.tr/Content/Upload/Dosya/Mali%20Tablolar/Performans%20Program%C4%B1/KOSGEB_2019_Y%C4%B1l%C4%B1_Pperformans_Program%C4%B1.pdf Erişim Tarihi: 28.09.2020.
- Napompech, Kulkanya (2002), “Financial Performance of Insurance Companies Following Initial Public Offerings”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, College Of Administration and Business Louisiana Tech University.
- OECD (t.y.), “Türkiye’deki Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler: Mevcut Durum ve Politikalar”, <https://www.oecd.org/turkey/33705673.pdf> Erişim Tarihi: 27.09.2020.
- Okka, Osman (2009), “Analitik Finansal Yönetim: Teori ve Problemler”, İstanbul: Nobel Yayın Dağıtım, s.108.
- Pereira, Tiago Pinho and Sousa, Miguel (2012), “Is There Still a Berlin Wall in the Post-Issue Operating Performance of Europeans”. Economic and Business Administration. University of Porto. Rua Roberto Frias-2012. Portugal. s.32-33.
- Salur, Mehmet Nuri, Demirci, Mustafa Nihat ve Kesen, Bilal (2018), “Kobi’lerde Halka Açılmanın Finansal Performansa Etkisi: BİST Gelişen İşletmeler Piyasasında Bir Uygulama”, İşletme Araştırmaları Dergisi, 10 (1), s.82-102.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2009), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği”, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/08/20090818-13.htm> Erişim Tarihi: 30.09.2020.
- T.C. Kalkınma Bakanlığı (2018), “On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023): Girişimcilik, Kobi’ler, Esnaf ve Sanatkârlar Özel İhtisas Komisyonu Raporu”, s.16, Ankara, <https://sbb.gov.tr/wp->

content/uploads/2020/04/GirisimcilikKOB%C4%B0lerEsnaf_ve_Sanatk
rlarOzellhtisasKomisyonuRaporu.pdf Erişim Tarihi: 27.09.2020.

Usta, Öcal (2008), “İşletme Finansı ve Finansal Yönetim”, 2. Baskı, Detay
Yayıncılık: Ankara, s. 127.

World Federation of Exchanges (2018), “An Overview of WFE SME Markets”, s.1-
3, [https://www.world-
exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/2018/WF
E%20Overview%20of%20SME%20Markets%20Report%20October%20
2018.pdf](https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/2018/WFE%20Overview%20of%20SME%20Markets%20Report%20October%202018.pdf) Erişim Tarihi: 29.10.2020.

<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim> Erişim Tarihi:
29.10.2020.

<https://www.kap.org.tr/tr/Pazarlar> Erişim Tarihi: 30.09.2020.