

YÖNETİCİ-SAHİPLİK DÜZEYİNİN HALKA ARZ SONRASI FAALİYET PERFORMANSI VE DÜŞÜK FİYATLANDIRMA ÜZERİNE ETKİSİ: İMKB ÖRNEĞİ

Halil İ. BULUT*

Fikret ÇANKAYA**

Büyüamin ER***

Öz:

Gelişen piyasalarda işletmenin sahiplik yapısı kurumsal finansmanda önemli rol oynar(La Porta ve diğerleri, 1999). Öyle ki bu rol gelişmiş ülkelere göre daha önemli olabilir. Gelişmekte olan piyasalarda, piyasa özelliklerinin bir sonucu olarak piyasa iştirakçileri arasında daha yüksek dereceli bilgi asimetrisi vardır(Kim ve diğerleri, 2004). Halka arzla birlikte işletmelerin sahiplik yapılarında oluşan önemli değişiklikler yönetici-sahiplerin işletmeye karşı taşıdıkları teşvikleri etkiler. İşletme performansı bu durumdan olumsuz yönde etkilenebilir.

Temsil hipotezi(Jensen ve Meckling, 1976) ve işaret hipotezi(Leland ve Pyle, 1977), yüksek mülkiyete sahip firmaların düşük mülkiyete sahip firmalara göre daha yüksek performans göstermelerinin beklendiğini ileri sürmektedirler.

Çalışmada, yönetici-sahiplik düzeyinin halka arzlarda hem kısa dönemli hisse senedi fiyat performansına (düşük fiyatlandırma) hem de halka arz sonrası uzun dönemli faaliyet performansına olan etkisi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası için incelenmiştir. Bu amaçla, yüksek yönetici-sahiplik taşıyan firmalar ile düşük yönetici-sahiplik taşıyan firmaların ilk gün getirileri ve halka arz sonrası faaliyet performansları karşılaştırılmıştır. Araştırma, 1992-2000 yılları arasında ilk kez halka arz olmuş 205 firma üzerinden gerçekleştirilmiştir. Yapılan analizde sadece düşük fiyatlandırma ve halka arz sonrası yönetici-sahiplik düzeyi arasında değil, arz sonrası faaliyet performansı ile yönetici-

* Yrd.Doç.Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme, halibo@ktu.edu.tr

** Yrd.Doç.Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme, cankaya@ktu.edu.tr

*** Araş.Gör., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme, ber@ktu.edu.tr

sahiplik düzeyi arasında da anlamlı bir ilişki elde edilmiştir. Çalışmadaki sonuçlara göre, yüksek yönetici-sahiplik düzeyi taşıyan grup düşük yönetici-sahiplik düzeyi taşıyan gruba göre daha az düşük fiyatlandırma göstermiştir. Benzer bir ilişki arz sonrası faaliyet performansı için de söz konusudur. Yüksek-yönetici-sahiplik düzeyi taşıyan grup, düşük yönetici-sahiplik düzeyi taşıyan gruba göre halka arz sonrası dönemde daha iyi faaliyet performansı göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: Yönetici-Sahiplik Düzeyi, Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı, Düşük Fiyatlandırma.

MANAGEMENT OWNERSHIP'S EFFECT ON UNDERPRICING AND THE POST-ISSUE OPERATING PERFORMANCE: THE CASE OF ISTANBUL STOCK EXCHANGE

Abstract:

Ownership structure plays a very important role in corporate finance for emerging markets (LaPorta et al., 1999), perhaps more so than in developed countries (Kim et al., 2004). The degree of information asymmetry among participants is relatively high in emerging market countries due to the relatively undeveloped market structure of these markets. This situation might allow influential managers-owners greater latitude to engage in and act upon their desires.

Going public typically leads to significant changes in the ownership of a company's stock. Thus, an initial public offering of common stock results in separation of managerial control and ownership. Jensen and Meckling (1976) point out that the interest of managers and shareholders diverge as managers' stakes decrease and ownership is dispersed. Their argument implies that a company's performance suffers after going public. Management retention after the initial public offering (IPO) significantly affects the post-issue operating performance. According to both the agency theory hypothesis (Jensen and Meckling, 1976) and the signaling hypothesis (Leland and Pyle, 1977) we can expect relatively superior operating performance from firms with higher ownership retained by entrepreneurs in comparison to the firms with lower ownership retained. For instance, Jain and Kini (1994)'s results of relatively superior post-issue operating performance of firms with high-ownership retention after the initial public offering by entrepreneurs are consistent with the implications of agency and signaling models.

This study analyses the effect of management ownership level on both the initial-day return (underpricing) and the post-issue operating performance of

205 initial public offerings listed on the İstanbul Stock Exchange during 1992 to 2000. In so doing, we compare both underpricing and the post-issue operating performance of high-ownership and low-ownership initial public offering firms. We split the sample into two groups based median alpha. Alpha is the fraction of the firm retained by the pre-issue shareholders after the IPO. The above median alpha subsample is referred to as the high-ownership group and the below median alpha subsample is referred to as the low-ownership group.

To measure the operating performance of the high-ownership and low-ownership initial public offering firms, six different performans measures are employed. The first measure is the operating return on assets, which is operating income before interests and taxes divided by total assets. The second measure of operating performance is also operating return on assets, which is operating income divided by total assets. The third measure is the operating profit margin, which is operating income deflated by net sales. Another ratio we employed is equity capital turnover, which is net sales deflated by stakeholders' equity. Asset turnover is used as the fifth operating performance measure. The last operating performance measure is a ratio which divides operating cash flows by total assets.

Underpricing is taken as the raw initial return from the offering price to the market price at the end of the first trading day.

Besides, a cross-sectional regression model is used to examine the effect of ownership concentration on the post-issue operating performance. Cash flows are used as dependent variable while management ownership level is used as independent variable in the regression analysis. Investment bank and auditing firm reputation, offer size, and pre-IPO capital expenditures are also used as independent variables in the regression model.

In our analysis, a significant relation is found not only for the relation between underpricing and equity retention by the original owners but also between post-issue operating performance and equity retention by the original owners after the IPO at the İstanbul Stock Exchange. High-ownership IPO group exhibits relatively less underpricing compared to low-ownership IPO group. Additionally, a relatively superior post-issue operating performance occurs for the high-ownership group in comparison to low-ownership group.

Keywords: Management ownership, Post-issue operating performance, Underpricing

GİRİŞ

Gelişen piyasalarda işletmenin sahiplik yapısı kurumsal finansmanda önemli rol oynar(La Porta ve diğerleri, 1999). Öyle ki bu rol gelişmiş ülkelere göre daha önemli olabilir. Gelişmekte olan piyasalarda piyasa özelliklerinin bir sonucu olarak piyasa iştirakçileri arasında daha yüksek dereceli bilgi asimetrisi vardır(Kim ve diğerleri, 2004). Buna bağlı olarak; yüksek dereceli bilgi asimetrisi, yönetici-sahiplere kendi menfaatleri doğrultusunda hareket etme alanı sağlar.

Halka arzla birlikte işletmelerin sahiplik yapılarında önemli değişiklikler olur. İşletme yönetici-sahiplerinin pay sahipliğindeki bir azalmanın, Jensen ve Meckling(1976) tarafından tanımlanan temsil problemini harekete geçirmesi muhtemeldir. Jensen ve Meckling'in temsil teorisine göre işletmeye yeni ortaklar alındığı zaman, yönetici-sahiplerin işletmeye karşı taşıdıkları teşvikler değişir. Söz konusu teoride; yönetici-sahiplerinin pay sahipliklerindeki bir azalmanın, işletmenin yönetici-sahipleri ile yeni ortakların çıkarlarını birbirinden uzaklaştırabileceğine işaret edilir. Yönetici-sahiplerin pay sahipliğindeki azalmanın sonucu olarak, işletmenin değerini artırmaya yönelik olmayan kişisel harcamaları artırma eğilimi içine girerler ve buna bağlı olarak yönetici-sahiplerle yeni ortaklar arasında çıkar çatışması ortaya çıkar. İşletme performansı bu durumdan olumsuz yönde etkilenir.

Sahiplik yapısı, halka arzlarda düşük fiyatlandırma gibi birçok finansal olayı açıklamada bir değişken olarak kullanılmaktadır. Leland ve Pyle(1977) tarafından ortaya konan işaret hipotezi tüm bu çalışmaların dayanak noktasını oluşturur. İşaret hipotezi halka arz firmalarının, sahiplik yapısını halka arzın bir kalitesi olarak kullanacaklarını ifade eder. Sahiplik yapısı bazı çalışmalarda halka arz kalitesinin bir işareti olarak kullanılırken, diğer bazı çalışmalarda ise özellikle gelişen piyasalarda düşük fiyatlandırma derecesini etkileyen bir faktör olarak dikkate alınmıştır. Örneğin Allen ve Faulhaber(1989) yüksek sahiplik düzeyine sahip firmaların, sahiplik yapısını yatırımcılar için bir kalite işareti olarak kullandıklarını ve bu durumun düşük fiyatlandırmaya etki ettiğini ileri sürmüşlerdir.

Yukarıda işaret edildiği gibi, temsil hipotezi(Jensen ve Meckling, 1976) ve işaret hipotezi(Leland ve Pyle, 1977), yüksek mülkiyete sahip firmaların düşük mülkiyete sahip firmalara göre daha yüksek performans göstermelerinin beklendiğini ileri sürmektedirler. Ayrıca işaret hipotezi yönetici-sahiplik düzeyini halka arzda bir kalite göstergesi olarak ortaya koyar ve yönetici sahiplik düzeyinin halka arzın ilk getirisini etkileyeceğini ifade eder. Her iki durumu test etmek amacıyla bu çalışmada halka arz sonrası yönetici-sahiplerin elinde kalan mülkiyet yüzdesi ile düşük fiyatlandırma ve halka arz sonrası faaliyet performansı arasındaki ilişki İMKB için ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Çalışmada, yönetici-sahiplik düzeyinin halka arz sonrası faaliyet performansı üzerindeki etkisini ortaya koymak amacıyla yapılan regresyon analizinde, literatürde yaygın olarak kullanılan yatırım bankası itibarı, denetim firması itibarı, halka arz

miktarı, halka arz öncesi yatırım harcaması şeklinde 4 ayrı değişken de açıklayıcı değişken olarak analize dahil edilmiştir.

Yatırım bankaları ya da yatırım bankacılığı hizmeti veren benzer kuruluşlar, halka arz piyasalarında yatırımcılarla olan uzun süreli iş ilişkilerine bağlı olarak bir itibar geliştirirler. Yatırım bankaları, geliştirdikleri itibar sermayesinin bir sonucu olarak, halka arz piyasalarında güvenilir bilgi üreticileri olarak görülürler ve işletmeler ile yatırımcılar arasında var olan bilgi asimetrisi problemini hafifletirler. Buna bağlı olarak bu kurumlar halka arz piyasalarında güvenilir bir onaylama rolü taşırlar. Yatırımcılar, yatırım bankalarının itibar kaygıları taşıdıklarını bilirler ve halka arzda itibarı yüksek bir yatırım bankasının varlığını olumlu bir sinyal olarak alırlar. Halka arz işletmeleri de sahip oldukları içsel bilginin güvenilir olduğuna dair yatırımcıyı emin kılmak için yüksek itibara sahip bir yatırım bankasını görevlendirmekle, bu bankanın taşıdığı itibar sermayesinin arkasındaki markayı kiralamış olurlar. Buna bağlı olarak halka arz piyasalarında yatırım bankası itibar etkisini arz sonrası faaliyet performansı üzerinden açıklamaya çalışan bazı çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalardan birinde Jain ve Kini (1994), finansal araçlar olarak risk sermayesi şirketlerinin halka arzlardaki varlığının arz sonrası faaliyet performansı üzerindeki etkisini risk sermayesi destekli halka arzlar ile risk sermayesi destekli halka arzları karşılaştırarak çalışmışlardır. Jain ve Kini, risk sermayesi destekli halka arzların risk sermayesi destekli halka arzlarla göre arz sonrasında daha yüksek faaliyet performansı gösterdiklerini bulmuşlardır.

İhraççılar ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi, bir denetçi firma tarafından sunulan bazı hizmetlerin kullanılması yoluyla azaltılabilir. Bir ihraç işlemi gerçekleştirilmeden ilk halka arz izahnamelerinin bir denetçi firma tarafından denetlenmesi gerekmektedir. Denetçi, diğer tüm gerekli belgelerin açıklanmasının teminine ilave olarak bilgilerin doğruluğunu da kontrol eder. Bu denetleme işinin kalitesi yüksek olduğunda, ilk halka arzın değerine ilişkin belirsizlik azaltılır. Bu şekilde bir işaret Dopuch ve Simunic (1982) tarafından yapılan çalışmada da dile getirilmiştir. Söz konusu araştırmacılar yapmış oldukları çalışmada denetçi kalitesinin ekonomik rolünü tepe yönetimi ile firma hisselerinin potansiyel alıcıları arasındaki söz konusu bilgi asimetrisi sorununu giderme olarak tanımlarlar. Balvers ve diğerleri (1988) ise yüksek kaliteli denetçi seçimini ilave bir bilgi ediniminden ziyade güvenilirlik başvurusu olarak dikkate almaktadırlar. Bu araştırmacılar, denetçi kalitesinin gözlemlenmesi daha zor olan aracı yüklenici kalitesinin bir işareti olduğunu ileri sürerler. Dolayısıyla, daha itibarlı bir denetim firmasının varlığı daha itibarlı bir yatırım bankasını işaret ettiği için itibarlı denetim firmaları ile çalışan firmalarda halka arz sonrası faaliyet performanslarının daha yüksek olması beklenir.

Diğer taraftan Jain ve Kini(1994) çalışmalarında, ilk halka arzlarda halka arz sonrası faaliyet performansı ile halka arz miktarı arasında güçlü pozitif bir ilişki elde etmişlerdir. Holthausen ve Larcker(1993) ise halka arz sonrası faaliyet performansı ile halka arz öncesi sermaye harcamaları arasında güçlü pozitif bir ilişki elde etmişlerdir.

Loughran ve Ritter(1997) ise halka arz öncesi sermaye harcamalarında artış görülen firmalarda halka arz sonrası faaliyet performansının daha yüksek olacağını ifade etmişlerdir. Söz konusu araştırmacılar pozitif net bugünkü değere sahip projelerin yatırımcılar açısından firmanın gelecekteki kârlılık durumu hakkında pozitif bir işaret ortaya koyduğunu ileri sürmüşlerdir.

Bu açıklamalar temelinde yapılan çalışmanın ikinci bölümünde, konu ile ilgili önceki çalışmalara ve elde edilen bulgulara ve sonrasında ise çalışmada kullanılan veri seti ve araştırma yöntemi hakkında bilgi verilmiştir. Daha sonraki kısımlarda ise sırasıyla yönetici-sahiplik düzeyinin düşük fiyatlandırma ve halka arz sonrası faaliyet performansı ile ilişkisi ortaya konmuştur. Çalışma elde edilen bulguların değerlendirildiği sonuç bölümü ile sonlandırılmıştır.

D) LİTERATÜR

Chen ve Strange(2004) ise Çin piyasası için yapmış oldukları çalışmada yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmaların daha yüksek ilk halka arz getirisi taşıdıkları sonucuna ulaşmışlardır.

Jain ve Kini(1994) Amerikan piyasası için yapmış oldukları çalışmada, arz sonrası faaliyet performanslarında önemli düşüşler bulmuşlardır. Jain ve Kini' nin araştırması, Jensen ve Meckling(1976)'in temsil hipotezi için güçlü kanıtlar ortaya koyar. Jain ve Kini, arz sonrası faaliyet performansındaki düşüşü kısmen, halka arzla birlikte ortaya çıkan yönetici-sahiplerin taşıdıkları teşviklerdeki azalmaya bağlarlar. Söz konusu araştırmacıların halka arz sonrası faaliyet performanslarındaki düşüşü açıklamaya çalışan bu iddiaları, yönetici-sahiplerin arz sonrasında taşıyacakları pay sahipliği seviyesinin, firmanın performans seviyesini belirleyeceği şeklinde yorumlanabilir. Jain ve Kini, ayrıca, arz sonrası faaliyet performanslarındaki değişimleri açıklamada fırsat pencereleri ve muhasebe kayıtlarında süsleme yaklaşımlarını da kullanırlar.

Coakley ve diğerleri(2004), İngiltere'deki halka arzlar(Londra borsası) için yapmış oldukları çalışmada arz sonrası faaliyet performanslarında düşüşler tespit etmişlerdir. Araştırmacılar bu durumu, yönetici-sahiplerin halka arz zamanlamasını bir yandan sıcak piyasa dönemlerini ve diğer yandan da işletmelerin geçici olarak parlak bir durum gösterdikleri dönemleri seçmelerine bağlarlar.

Cai ve Wei(1997), Tokyo borsası için yaptıkları çalışmada halka arz sonrası faaliyet performansındaki düşüşün halka arzla birlikte ortaya çıkan yönetici-sahiplerin sahiplik yapılarındaki değişimlere bağlanamayacağını iddia etmişlerdir. Cai ve Wei'ye göre Japonya'da, işletmelerin kapalı bir yapıdan halka açık hale gelmelerinin, işletmelerin arz sonrası faaliyet performanslarındaki düşüş üzerinde bir etkisi yoktur. Aynı araştırmacıların elde ettikleri bu bulgular temsil teorisini destekler bir nitelik taşımamaktadır. Bununla birlikte, Cai ve Wei'nin elde ettikleri sonuçlar, Loughran ve

Ritter(1995)'in halka arzlar için ortaya koydukları fırsat pencereleri yaklaşımı ile benzerlikler göstermiştir.

Katsuna ve diğerleri(2002) ve Yan ve Cai(2003), JASDAQ'daki halka arzlarda arz sonrası faaliyet performanslarında düşüşler olduğunu ortaya koymuşlardır. Yan ve Cai, arz sonrası sahiplik yapısındaki değişim ile faaliyet performansındaki düşüş arasında Cai ve Wei(1997)'nin Tokyo borsası için buldukları sonuçlara benzer şekilde herhangi bir ilişkiye ulaşmamışlardır. Bununla birlikte; Katsuna ve diğerleri ise Cai ve Wei' nin bulgularının aksine, arz sonrası faaliyet performansındaki düşüşün kısmen yönetici sahiplerin sahiplik yapısındaki değişimlere bağlanabileceğine işaret etmişlerdir. Yan ve Cai ise temsil hipotezi üzerine oturtulan açıklamaların JASDAQ'daki arz sonrası faaliyet performanslarındaki düşüşleri açıklamada etkisiz olduğunu iddia etmişlerdir. Yan ve Cai'nin bulguları, fırsat pencereleri yaklaşımını destekler nitelikte sonuçlar ortaya koymuştur.

Kim ve diğerleri(2004)'ne göre, gelişen piyasalardaki az gelişmiş piyasa yapısının sonucu olarak, daha yüksek bilgi asimetrisinden oluşan çevre koşulları söz konusudur. Bu düşünceye bağlı olarak, gelişen piyasalarda temsil probleminin daha yoğun yaşanabileceği hükmüne varmışlardır. Ancak, Kim ve diğerleri(2004) gelişen bir piyasa olarak Tayland piyasası için yaptıkları çalışmada, arz sonrası faaliyet performansındaki düşüş ile yönetici-sahiplerin arz sonrası sahiplik yapısındaki değişim arasında, beklenenlerin aksine, herhangi bir ilişkiye ulaşmamışlardır.

ABD piyasası için araştırma yapan Mikkelson ve diğerleri(1997), halka arzla birlikte ortaya çıkan sahiplik yapısındaki değişim ile faaliyet performansı arasında herhangi bir ilişkiye ulaşmamışlardır. Bu araştırmacılarca elde edilen sonuçlar, Jain ve Kini'nin elde ettikleri bulgular ile örtüşmemekte ve dolayısıyla temsil hipotezi için herhangi bir kanıt ortaya koymamaktadır. Mikkelson ve diğerleri örneklemelerindeki işletmelerin yaşı ve büyüklüklerini faaliyet performansı ile ilişkili bulmuşlardır.

II) VERİ ve YÖNTEM

Çalışmada, 1992 – 2000 döneminde halka arz olan firmalar esas alınmıştır. Söz konusu dönemde Tablo 1'de görüldüğü gibi toplam 205 halka arz gerçekleştirilmiştir. 2001, 2002 ve 2003 yıllarında 2001 yılındaki finansal kriz nedeniyle sadece 7 halka arz gerçekleştirilmiştir. Hem halka arz sayısının az olması ve hem de finansal tablolar üzerinde krizin olası etkilerinden dolayı söz konusu dönem çalışma kapsamı dışında bırakılmıştır. Ayrıca, faaliyet performansı ölçümü olarak alınan göstergelerin hesaplanmasındaki veri eksikliklerinden dolayı söz konusu dönemde halka arzı gerçekleştirilen toplam 30 yatırım bankası ve yatırım ortaklığı çalışmaya dahil edilmemiştir. Bu durum göz önüne alındığında, halka arz edilen şirketlerin büyük çoğunluğunun yatırım bankası ve yatırım ortaklıklarından oluşması nedeniyle 1999 yılı

çalışmanın geneli açısından temsil yönü en zayıf yıl olduğunu söylemek mümkündür. Yine bu dönemde en fazla halka arz 2000 yılında gerçekleştirilmiştir.

Tablo : 1
Araştırmaya İlişkin Özet İstatistikler

Yıllar	Halka Arz Sayısı	Performansı Hesaplanan Halka Arz Sayısı	Yüksek Sahiplik	Düşük Sahiplik
1992	14	8	8	-
1993	16	11	7	4
1994	25	24	11	13
1995	29	22	14	8
1996	27	18	10	8
1997	29	27	11	16
1998	20	14	4	10
1999	10	2	2	-
2000	35	30	13	17
Toplam	205	156	80	76

Çalışma, yatırım bankaları ve yatırım ortaklıklarının çıkarılması ile geri kalan 175 halka arz edilmiş firma verileri üzerine oturtulmuştur. Bununla birlikte veri eksikliği veya var olan verilere ulaşmadaki zorluklardan dolayı farklı yıllarda performans ölçüleri hesaplanamayan farklı firmalar da yine çalışma dışında bırakılmıştır. Çalışmada kullanılan performans ölçülerinin hesaplanmasında gerekli firma bilanço ve gelir tabloları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) tarafından hazırlanan çeşitli yayınlardan elde edilmiş olup performans göstergelerinin tümü tarafımızca hesaplanmıştır.

Araştırma kapsamındaki firmalarda halka arz sonrası medyan yönetici-sahiplik düzeyi %83,33 olarak tespit edilmiştir. 80 firma bu oranın üzerinde yönetici-sahiplik (yüksek sahiplik) düzeyine sahip iken, 76 firma ise bu oranın altında yönetici-sahiplik (düşük sahiplik) düzeyine sahip olduğu Tablo 1'de görülmektedir. Bununla birlikte yukarıda ifade edildiği gibi gerek halka arz sonrası faaliyet performansı ve gerekse düşük fiyatlandırma düzeyinin belirlenmesinde bazı verilere ulaşamadığından dolayı nihai gözlem sayısı 130'a kadar düşmüştür.

A) Düşük Fiyatlandırma Oranı'nın Hesaplanması

Halka arzların fiyatlandırılması zor bir süreçtir. Çünkü halka açılan birçok firmanın kısa faaliyet geçmişine sahip olması nedeniyle gözlenlenebilir piyasa fiyatları oluşmamaktadır. Düşük fiyatlandırma, i'inci halka arzın ilk getirisi şeklinde şöyle hesaplanır:

$$IR_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}} \quad (1)$$

Burada; P_{i0} ihraç fiyatını, P_{i1} ilk işlem günü kapanış fiyatını göstermektedir. Bu şekilde hesaplanan ilk getiriler, hisse senedi piyasasında gün içinde meydana gelen hareketlenmelere göre düzeltilmiş değerler değillerdir. Bununla birlikte eşitlik (1)'de hesaplanan getiri, başvuru dönemi sonu ile ilk işlem günü arasında bir zaman farkı olmayan piyasalar için geçerli olacaktır. Eğer söz konusu bu dönemde piyasa koşullarında dikkate değer değişikliklerin olması durumunda eşitlik (1) de hesaplanan getirinin piyasa getirisine göre düzeltilmesi gerekmektedir. Bu durumda ilk getiri şu şekilde hesaplanır:

$$IR_i = \left(\frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}} \right) - \left(\frac{M_{i1} - M_{i0}}{M_{i0}} \right) \quad (2)$$

Burada; P_{i0} ihraç fiyatını, P_{i1} ilk işlem günü kapanış fiyatını, M_{i1} ilk işlem günü sonundaki piyasa endeksini, M_{i0} başvuru dönemi sonundaki piyasa endeksini göstermektedir. Ritter (1991), bu tür bir düzeltmenin işleminin ilk getirileri üzerinde etkisinin çok küçük olduğunu sonucuna ulaşmış ve bu nedenle ihmal edilebilir bir etki olduğunu iddia etmiştir. Buradan hareketle bu çalışmada düşük fiyatlandırma oranının hesaplanması sadece eşitlik (1) üzerinden yapılmıştır.

B) Faaliyet Performansının Hesaplanması

Firmaların arz sonrası yıllara göre faaliyet performanslarını karşılaştırmak amacı ile performans ölçüsü olarak altı ayrı oran kullanılmıştır. Bunlardan ilki, Aktif Karlılık Oranı'dır. Aktif Karlılık Oranı iki şekilde ölçülmüştür. Birinci ölçüm şeklinde, Faiz ve Vergi Öncesi Kar Toplam Aktiflere bölünmüştür. İkinci hesaplama şekli olarak Esas Faaliyet Karının Toplam Aktiflere oranı kullanılmıştır. Üçüncü oran, Esas Faaliyet Kâr Marjı'dır. Bu oran, Esas Faaliyet Kârının net satışlara bölünmesiyle hesaplanmıştır. Diğer bir faaliyet performans ölçüsü olarak, Net Satışların Özsermayeye bölünmesiyle hesaplanan Özsermaye Devir Hızı kullanılmıştır. Beşinci performans ölçüsü Aktif Devir Hızı'dır. Bu oran Net Satışların Toplam Aktiflere

bölünmesiyle elde edilmiştir. Son performans ölçümü olarak, Faaliyet Nakit Akışı / Toplam Aktifler oranı kullanılmıştır.

Faaliyet performansındaki değişim, halka arz öncesi yıla göre halka arz sonrası yıllara ait faaliyet performansı değişimin medyanı olarak hesaplanmıştır. Örneğin t-1 yılına ait aktif karlılığı ile t+1 yılına ait aktif karlılığı arasındaki değişim, firmanın halka arz öncesi yıl ile halka arzdan bir yıl sonrası yıldaki aktif karlılık değişimini göstermektedir.

III) BULGULAR

A) Yönetici-Sahiplik Düzeyi ve Düşük Fiyatlandırma

Leland ve Pyle(1977) tarafından ortaya konan *sinyal hipotezi*, sahiplik yapısının yöneticiler tarafından halka arzla ilgili bir kalite işareti olarak kullanılacağını ileri sürer. Diğer taraftan, fiyatlandırmanın daha doğru yapılması halka arz kalitesinin bir gereği olarak karşımıza çıkar. Daha doğru yapılan fiyatlandırma ise olağandışı ilk getirilerin daha az olmasına ve dolayısıyla düşük fiyatlandırma derecesinin daha düşük gerçekleşmesine neden olur. Bu kısımda, Leland ve Pyle(1977)'in sinyal hipotezinden hareketle sahiplik yapısına göre halka arzların ilk gün getirilerinde herhangi bir farklılık olup olmadığı incelenmiştir. Bu amaçla firmalar yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalar ve düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalar şeklinde iki gruba ayrılmıştır. Daha sonra her iki gruba ait firmalara ilişkin ortalama düşük fiyatlandırma oranları ve tüm firmalara ilişkin ortalama düşük fiyatlandırma oranları hesaplanmıştır. Sonuçlar Tablo : 2'de gösterilmiştir.

Tablo : 2'ye göre, araştırma döneminde Türkiye'de ilk kez halka arz olmuş firmaların hisse senetlerini % 9,76 oranında düşük fiyatlandığı görülmektedir. Yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmaların, düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalara göre hisse senetlerini daha doğru fiyatlandıkları (düşük fiyatlandırma düzeyleri %1,11'ya karşılık %21,43) analizde ortaya çıkan diğer bir sonuçtur. Ortaya çıkan bu farklılık istatistiki olarak 0,01 düzeyinde anlamlı bir farklılıktır.

Tablo : 2
Halka Arzdan Sonra Firma Yöneticilerinin Ellerinde Kalan Sahiplik Düzeyine Göre Düşük Fiyatlandırma

		İlk İşlem Fiyatı	İhraç Fiyatı	İlk Getiri	Düşük Fiyatlandırma (%)	Z istatistik (p değeri)
Yüksek Sahiplik (Alfa \geq %83.33)	Medyan Değeri	11 500	11.500	50	1.11	
	Gözlem Sayısı	65	65	65	65	.9.841*** (0.000)
Düşük Sahiplik (Alfa < %83.33)	Medyan Değeri	10 100	8 500	1 900	21.43	
	Gözlem Sayısı	65	65	65	65	
Tüm Halka Arzlar	Medyan Değeri	10 250	9 500	650	9.76	
	Gözlem Sayısı	130	130	130	130	

***0.01 düzeyinde anlamlı

B) Yönetici-Sahiplik Düzeyi ve Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı Değişimi

Bu kısımda yönetici-sahiplik düzeyinin halka arz sonrası firma faaliyet performansı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu amaçla araştırma kapsamındaki firmalar halka arz sonrasındaki medyan yönetici-sahiplik düzeyine (Alfa) göre iki gruba ayrılmıştır. Medyan yönetici-sahiplik düzeyi üzerindeki firmalar *yüksek sahiplik*, medyan yönetici-sahiplik düzeyi altındaki firmalar ise *düşük sahiplik* grubu olarak ele alınmıştır.

Yüksek yönetici-sahiplik ve düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmaların halka arz öncesi yıla ilişkin belirli performans özellikleri Tablo : 3’de verilmiştir. Tabloya göre yüksek yönetici-sahiplik düzeyi taşıyan firmalar düşük yönetici-sahiplik düzeyi taşıyan firmalara göre halka arz öncesi yılda daha yüksek aktif kârlılığı, daha yüksek faaliyet nakit akışı / toplam aktifler ve daha yüksek aktif devir hızı oranına sahiptirler. Halka arz öncesi yılda yüksek yönetici-sahiplik düzeyi taşıyan firmalarda medyan aktif kârlılığı oranı %28,3 iken düşük yönetici-sahiplik düzeyi taşıyan firmalarda bu oran %22 olarak gerçekleşmiştir. Bu farklılık istatistiki olarak 0,05 düzeyinde anlamlıdır.

Tablo : 2
Halka Arzdan Sonra Yönetici-Sahiplerin Elllerinde Kalan Sahiplik Oranına Göre Hesaplanmış Özet İstatistikler

Tanımlama	Yüksek Sahiplik (Alfa \geq %83.33)	Düşük Sahiplik (Alfa < %83.33)	Mann-Whitney U Test Z istatistik (p değeri)
Medyan Halka Arz Büyüklüğü (log)	7.556	7.929	-2.744***
Gözlem Sayısı	80	76	(0.006)
Medyan Yönetici-Sahiplik Oranı (Alfa) (%)	85.00	75.00	-10.901***
Gözlem Sayısı	80	76	(0.000)
Medyan Düşük Fiyatlandırma (%)	1.11	21.43	-9.841***
Gözlem Sayısı	65	65	(0.000)
Medyan Aktif Kârlılığı (t-1)	0.283	0.220	-1.986**
Gözlem Sayısı	80	76	(0.047)
Medyan Faaliyet Nakit Akışı/Toplam Aktif(t-1)	0.423	0.211	-3.381***
Gözlem Sayısı	70	69	(0.001)
Medyan Aktif Devir Hızı (t-1)	1.409	1.092	-1.999**
Gözlem Sayısı	69	69	(0.046)
Medyan Özsermaye Devir Hızı (t-1)	2.780	3.830	-2.161**
Gözlem Sayısı	74	65	(0.031)
Medyan Faaliyet Kâr Marjı (t-1)	0.191	0.176	-0.721
Gözlem Sayısı	69	71	(0.471)
Medyan Faaliyet Kârı/Toplam Aktif (t-1)	0.241	0.185	-1.810*
Gözlem Sayısı	70	72	(0.070)

***0.01 düzeyinde anlamlı **0.05 düzeyinde anlamlı *0.1 düzeyinde anlamlı.

Benzer şekilde yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalarda medyan faaliyet nakit akışı / toplam aktifler oranı %42,3 iken, aynı oran düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalarda %21,1 olarak gerçekleşmiştir ve bu farklılık istatistiki olarak 0,01 düzeyinde anlamlıdır. Bununla birlikte, yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalar için düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalara göre daha yüksek faaliyet kar marjı oranı gerçekleşmiş olmasına karşın bu farklılık istatistiki olarak anlamlı değildir. Diğer taraftan özsermaye devir hızı açısından farklı bir durum söz

konusudur. Zira, yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmaların düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalara göre daha düşük öz sermaye devir hızı oranı taşıdıkları ve bu farklılığın istatistiki olarak 0,05 düzeyinde anlamlı olduğu ortaya çıkmaktadır. Özsermaye devir hızı, şirket yönetimin öz sermayeyi ne kadar efektif kullandığının bir göstergesidir. Özsermaye devir hızı oranı'nın yüksek olmasının sebebi, özsermayenin etkin bir şekilde kullanımının bir sonucu olabileceği gibi, özsermayenin yetersiz (fazla yabancı kaynak kullanımı) oluşundan da olabilir. Kesin bir yargıya varabilmek için firmanın mali yapısı ile ilgili oranlarla birlikte değerlendirme yapmak gerekir. Bununla birlikte özsermaye devir hızının düşüklüğünün firmanın özsermaye karlılığını da etkileyeceği gözardı edilmemelidir.

Tablo : 4'te sahiplik düzeyi açısından firmaların halka arz öncesi yıla göre halka arz sonrası faaliyet performanslarındaki değişimler gösterilmiştir. Asimetrik bilgi yaklaşımına göre yönetici-sahiplik düzeyi yüksek firmaların halka arz sonrası faaliyet performanslarının yönetici-sahiplik düzeyi düşük olan firmalara göre daha yüksek olması beklenmelidir(Leland and Pyle, 1977). Buna göre; halka arz sonrası faaliyet performanslarında bir yükseliş olması durumunda, bu yükselişin yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalarda göreceli olarak daha yüksek olması gerekir. Aksi durumda ise, yani, halka arz sonrası faaliyet performanslarında bir azalış varsa bu azalışın yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalarda göreceli olarak daha düşük olması beklenmelidir.

Tablo : 4'teki sonuçlar incelendiğinde; halka arz öncesi yıla göre halka arz sonrası yıllar için hesaplanmış performans değişimlerinde yıllara göre artan oranda düşüşlerin olduğu görülmektedir. Yine tablodaki sonuçlara göre; yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalardaki halka arz sonrası performans değişimlerindeki düşüşlerin düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalara göre daha düşük olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, tablodan görüleceği gibi, bazı performans göstergelerinde tersi durumlar da karşımıza çıkmaktadır.

Tablo : 4 panel A'da halka arz sonrası aktif karlılığı oranındaki değişimler gösterilmiştir. Halka arz öncesi yıla(-1) göre halka arz yılı(0) ve halka arzdan

Tablo : 4
Halka Arzdan Sonra Yönetici-Sahiplerin Elllerinde Kalan Sahiplik Düzeyine Göre
Firmaların Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı Değişimleri

Halka Arz Yılına Göre Performansı Hesaplanan Yıllar												
		-1 den 0'ya			-1 den +1'ye			-1 den +2'ye			-1 den +3'ye	
Faaliyet Performans Ölçüsü	Alın >= %83.33	Alın < %83.33	Z istatistik (p-değeri)	Alın >= %83.33	Alın < %83.33	Z istatistik (p-değeri)	Alın >= %83.33	Alın < %83.33	Z istatistik (p-değeri)	Alın >= %83.33	Alın < %83.33	Z istatistik (p-değeri)
Panel A: Aktif Karlılığı												
Medyan Değişim Gözlem Sayısı	-0.102 80	-0.043 76	-0.252 (0.211)	-0.171 80	-0.186 76	-0.089 (0.929)	-0.173 80	-0.419 74	-1.761** (0.078)	-0.228 78	-0.402 70	-1.229 (0.219)
Panel B: Faaliyet Kârı / Toplam Aktifler												
Medyan Değişim Gözlem Sayısı	-0.190 70	-0.056 72	-2.261*** (0.024)	-0.279 69	-0.269 72	-0.008 (0.993)	-0.412 68	-0.539 72	-1.126 (0.260)	-0.305 67	-0.552 68	-0.482 (0.630)
Panel C: Faaliyet Kâr Marjı												
Medyan Değişim Gözlem Sayısı	-0.133 69	-0.013 71	-1.853** (0.064)	-0.203 69	-0.275 71	-1.359 (0.174)	-0.205 69	-0.445 69	-1.665** (0.096)	-0.339 66	-0.396 63	-0.865 (0.387)
Panel D: Özgüven Değer Hızı												
Medyan Değişim Gözlem Sayısı	-0.183 73	-0.325 65	-2.329*** (0.020)	-0.171 73	-0.232 65	-1.418 (0.156)	-0.153 73	-0.298 65	-2.629*** (0.009)	0.135 73	-0.308 56	-0.399 (0.690)
Panel E: Aktif Devir Hızı												
Medyan Değişim Gözlem Sayısı	-0.069 68	-0.052 69	-0.260 (0.795)	-0.071 69	-0.121 69	-0.328 (0.743)	-0.106 69	-0.063 66	-0.068 (0.946)	-0.124 69	-0.091 59	-1.107 (0.268)
Panel F: Faaliyet Nâkıt Akışı / Toplam Aktifler												
Medyan Değişim Gözlem Sayısı	-0.082 58	-0.048 81	-1.038 (0.299)	-0.102 58	-0.146 81	-0.583 (0.560)	-0.102 57	-0.189 81	-1.2954 (0.195)	-0.037 53	-0.243 75	-0.994 (0.320)

*** 0.01 düzeyinde anlamlı **0.05 düzeyinde anlamlı *0.1 düzeyinde anlamlı.

sonraki birinci (+1), ikinci (+2), ve üçüncü (+3) yıllara kadar olan dönemde aktif karlılığı değişimleri yüksek yönetici-sahiplik grubundaki firmalar için sırasıyla %-10.2, %-17.1, %-17.3 ve %-22.8 olarak gerçekleşmiştir. Aynı performans ölçüsündeki değişimler düşük yönetici-sahiplik grubundaki firmalar için sırasıyla %-4.3, %-18.6, %-41.9 ve %-40.2 şeklinde gerçekleşmiştir. Tablo : 4'te gösterilen diğer performans ölçümleri de benzer bir durumu ortaya koymaktadır.

Yüksek ve düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalara ilişkin hesaplanan performans değişimleri arasında farklılıklar görülmekle birlikte bu farklılıklar istatistikî olarak anlamlı farklılıklar değildir. Bu nedenle yönetici-sahiplik düzeyinin halka arz sonrası faaliyet performansı üzerinde ilk aşamada anlamlı bir etki taşımadığı görülmektedir. Bir sonraki kısımda yapılan regresyon analizinde yönetici-sahiplik düzeyinin halka arz sonrası faaliyet performansı üzerindeki etkisi tekrar değerlendirilecektir.

C) Yatay Kesit Regresyon Analizi

Bu kısımda, yönetici-sahiplik düzeyinin halka arz sonrası faaliyet performansı üzerinde herhangi bir etki taşıyıp taşımadığını ortaya koymak amacıyla bir regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon analizinde bağımlı değişken olarak nakit akışları dikkate alınmış ve performans ölçümlerinden Faaliyet Nakit Akışı /Toplam Aktifler oranı kullanılmıştır. Faaliyet performansı üzerindeki etkisini ölçmeye çalıştığımız yönetici-sahiplik düzeyinin bağımsız değişken olarak yer aldığı regresyon denkleminde; ilave olarak yatırım bankası itibarı, denetim firması itibarı, halka arz miktarı ve halka arz öncesi yıla ilişkin sermaye harcaması şeklinde 4 ayrı bağımsız değişken modele dahil edilmiştir. Bağımsız değişkenlerin belirlenmesinde Jain ve Kini (1994)'nin yapmış oldukları çalışmadan yararlanılmıştır. Söz konusu bağımsız değişkenlerle birlikte analizde şu regresyon modeli kullanılmıştır.

$$PER = \beta_0 + \beta_1REPAF + \beta_2REPIB + \beta_3DALPHA + \beta_4LSIZE + \beta_5CAP + \alpha$$

Bu regresyon analizinde REPAF, halka arz firmasının halka arzda çalıştığı denetim firmasının itibarını göstermektedir. Değişken, modelde kukla değişken olarak yer almıştır. Çankaya ve Er(2007)'in yapmış oldukları itibar sıralaması dikkate alınmıştır. Değişken, modelde eğer firma halka arzda itibarı yüksek denetim firmaları ile çalışmışsa (en büyük sekiz denetim firması – big eight-) 1, diğer firmalarla çalışmışsa 0 değerini almıştır. REPIB, halka arz firmasının halka arzına aracılık eden yatırım bankasının itibarını göstermektedir. Değişken, modelde kukla değişken olarak yer almıştır. Bulut (2007)'un yapmış olduğu itibar sıralaması dikkate alınmıştır. Değişken, modelde eğer firma halka arzda itibarı yüksek yatırım bankası ile çalışmışsa (en büyük 6 yatırım bankası – big six-) 1, diğer yatırım bankaları ile çalışmışsa 0

değerini almıştır. DALPHA, halka arz firmasında yöneticilerin elinde kalan sahiplik oranını (yönetici-sahiplik oranı) göstermektedir. Değişken, modelde kukla değişken olarak yer almıştır. Eğer firma yönetici-sahiplerinin sahiplik oranı medyan sahiplik değeri olan 0.83 üzerinde ise 1 ve 0.83'ün altında ise 0 değerini almıştır. LSIZE, halka arz miktarının logaritmik değerini göstermektedir. CAP ise firmanın halka arz öncesi yıla ilişkin sermaye harcaması tutarını göstermektedir. Jain ve Kini(1994), yönetici-sahiplik ve halka arz miktarı değişkenlerini halka arz sonrası faaliyet performansını açıklamada anlamlı bir açıklayıcı değişken olarak elde etmişlerdir. Holthausen ve Larcker(1996) ise sermaye harcamaları ile halka arz sonrası faaliyet performansı arasında güçlü anlamlı bir ilişki elde etmişlerdir.

Tablo : 5
Bağımsız Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Ortalama	Medyan	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Dağılım =1
AFREP						48,921
IBREP						41,727
LSIZE	7,830	7,779	0,887	5,875	10,40	
DALPHA						50,359
CAP (%)	284,62	67,85	336,231	-32,93	391,99	

Tablo : 5'te regresyon analizinde kullanılan bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Tablodaki sonuçlar; araştırma kapsamındaki firmaların % 48.92'sinin itibarı yüksek denetim firmaları ve %41.73'ünün ise itibarı yüksek yatırım bankaları ile çalıştıklarını göstermektedir. Analizde elde edilen sonuçlar, ayrıca, firmaların medyan halka arz miktarının logaritmik değerinin 7.79 olduğunu ortaya koymaktadır. Diğer taraftan, firmaların halka açılırken halka arz öncesi yıla göre medyan değer olarak %67,85 oranında sermaye harcaması yaptıkları diğer bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Regresyon analizi sonucunda, araştırma döneminde yönetici-sahiplik düzeyi ile halka arz sonrası faaliyet performansı arasında güçlü anlamlı bir ilişki elde edilmiştir. Bu sonuç yönetici-sahiplerinin ellerinde kalan sahiplik oranının yüksek olması durumunda firmaların halka arz sonrasında daha iyi performans gösterdikleri şeklinde yorumlanabilir. Diğer taraftan bu sonuç, Jensen ve Meckling(1976) tarafından tanımlanan temsil problemi ve Leland ve Pyle(1977) tarafından ortaya konan sinyal hipotezi ile uyumluluk göstermektedir.

Halka arz sonrası faaliyet performansı üzerinde etkisi araştırılan yönetici-sahiplik oranı dışında, modele dahil edilen diğer bağımsız değişkenlerin (denetim firması itibarı, yatırım bankası itibarı, halka arz miktarı, sermaye harcaması) performans üzerinde herhangi bir etkisi tepit edilememiştir.

Tablo : 6
Yatay Kesit regresyon Analizi

Değişken	Katsayı	Standart Sapma	t istatistik	Olasılık
Denklem Sabiti	0,136	0,194	0,702	0,484
AFREP	0,026	0,042	0,626	0,532
IBREP	-0,063	0,043	-1,452	0,149
LSIZE	0,014	0,024	0,558	0,578
DALPHA	0,173	0,042	4,103	0,000***
CAP	0,000	0,000	0,705	0,482
R ² (%)	12,7			
Düzeltilmiş R ² (%)	9,4			
F-değeri (p değeri)	3,861 (0,003)***			
N	138			

***0.01 düzeyinde anlamlı

SONUÇLAR

Bu çalışmada yönetici-sahiplik düzeyinin halka arzlarda kısa dönemli hisse senedi fiyat performansı ile halka arz sonrası uzun dönemli faaliyet performansı üzerine etkisi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası için araştırılmıştır. Araştırma, 1992-2000 yılları arasında ilk kez halka arz olmuş 205 firma üzerinden gerçekleştirilmiştir. Tüm örnekleme için halka arz sonrası medyan yönetici-sahiplik oranı dikkate alınarak, firmalar yüksek yönetici-sahiplik ve düşük yönetici-sahiplik düzeyi taşıyan firmalar olarak iki gruba ayrılmıştır. Yapılan analizde, yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmaların halka arz öncesi yıla ilişkin faaliyet performanslarının düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalara göre daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Analizde ulaşılan diğer önemli bir sonuç ise düşük fiyatlandırma ile ilgilidir. Yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmaların, bilgi asimetrisi teorisi ile uyumlu olarak, hisse senetlerini halka arzlarda daha doğru fiyatlandırmış olmalarıdır. Bu duruma bağlı olarak; ilk gün kapanış fiyatları dikkate alınarak hesaplanmış olan düşük fiyatlandırma

oranları, yüksek yönetici-sahiplik düzeyi taşıyan firmaların düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalara göre daha düşük gerçekleşmiştir.

İlave olarak; yönetici-sahiplik düzeyinin arz sonrası uzun dönemli firma performansı üzerinde etkisi olup olmadığını ortaya koymak amacıyla yapılan regresyon analizinde, yönetici-sahiplik düzeyinin uzun dönemli faaliyet performansı üzerinde önemli bir etkisi olduğu görülmüştür. Yönetici-sahiplik oranı ile birlikte regresyon analizine dahil edilen denetim firması itibarı, yatırım bankası itibarı, halka açılma miktarı ve yatırım harcaması gibi diğer bağımsız değişkenlerin halka arz sonrası uzun dönemli faaliyet performansı üzerinde anlamlı herhangi bir etkisine ulaşılmamıştır.

Çalışmada elde edilen sonuçlar doğrultusunda, temsil ve sinyal verme hipotezlerinde ileri sürüldüğü gibi, yüksek mülkiyet düzeyine sahip firmaların düşük mülkiyet düzeyine sahip firmalara göre çoğu yılda daha iyi performans gösterdikleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası için de söylenebilir. Bu durum, ayrıca, arzdan sonra firmanın ilk sahiplerinde kalan daha yüksek sahiplik yüzdesinin, firmanın değerini daha da artıracığı şeklindeki Ritter (1984)' in servet etkisi hipotezi ile de uyumluluk göstermektedir.

SONNOTLAR

1.Jensen ve Meckling(1976) tarafından ileri sürülen temsil teorisi, yöneticilerin işletme üzerindeki pay sahipliklerindeki değişiminin yöneticiler ile ortakların çıkarlarını birbirinden uzaklaştırabileceğini ortaya koyar.

2.İşaret hipotezi ilk olarak Leland ve Pyle (1977) tarafından gündeme getirilmiştir. Söz konusu araştırmacılar yapmış oldukları çalışmada finansal piyasalarda, satıcıların genelde ürün veya projelerini alıcılardan daha iyi bilmelerinden dolayı bilgi asimetrisinin var olduğunu ileri sürmüşlerdir. Araştırmacılara göre, eğer bilgi transferi yoksa, alıcılar açısından özellikle kalitenin önemli bir değişken olduğu finansal ürünlerde, düşük kaliteli ürünler ile yüksek kaliteli ürünleri ayırmak zorlaşır. Sonuçta alıcılar sadece, belirli bir varlık sınıfı için ortalama kalitede bir ürünün değerine eşit bir fiyat ödemeye istekli olurlar. Daha iyi bir fiyat elde etmek için, yüksek kaliteli ürün veya proje sahipleri bu bilgi asimetrisini azaltma yönünde hareket etmelidirler.

3.İşletmelerin; halka arzın zamanlaması olarak, işletmenin içinde bulunduğu parlak duruma bir daha ulaşmanın yakın bir gelecekte mümkün görülmediği zaman dilimlerini ya da halka arz piyasasının normalden öte ilgi gördüğü zaman dilimlerini seçmeleri fırsat pencereleri yaklaşımını ifade eder.

4.İşletmelerin; finansal ve faaliyet durumlarını olduğundan daha iyi gösterecek şekilde muhasebe kayıtlarında düzeltmeler yapmaları süsleme olarak ifade edilir.

KAYNAKÇA

- ALLEN, F. and FAULHABER, G.R., (1989), "Signaling by Underpricing in the IPO Market", *Journal of Financial Economics* (23): 303-323.
- BALVERS, R. J., McDONALD, B., MILLER, R. E., (1988), "Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation". *Accounting Review*, 63 (4): 605-622.
- BULUT, H.I., (2008), "Yatırım Bankası İtibarı ve Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı: İMKB Uygulaması", *İMKB Dergisi* (10): 17-40.
- CAI, J. and WEI, J., (1997), "The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings", *Pacific-Basin Finance Journal* (5): 389-417.
- ÇANKAYA, F., ve ER, B., (2007), "Denetim Firması İtibarı, Düşük Fiyatlandırma ve İlk Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı İlişkisi: İMKB Uygulaması", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi* (9): 51-74.
- CHEN, J., and STRANGE, R., (2004), "The Effect of Ownership Structure on the Underpricing of Initial Public Offering: Evidence from Chinese Stock Markets", *The Management Centre Research Papers*, Kings College London.
- COAKLEY, J., HADASS, L., WOOD, A., (2004), "Post-IPO Operating Performance, Venture Capitalists and Market Timing", *University Essex, Discussion Paper*, No: 04-16.
- DOPUCH, N., and SIMUNIC, D., (1982), "Competition in Auditing: An Assessment", *Symposium on Auditing Research IV*, pp. 403-450.
- HOLTHAUSEN, R.W., and LARCKER, D.F., (1996), "The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts", *Journal of Financial Economics* (42): pp. 293-332.
- JAIN, B., and KINI, O., (1994), "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms", *Journal of Finance* (49): pp. 1699-1726.
- JENSEN, M., and MECKLING, W., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* (3): pp. 305-360.
- KIM, K., KITSABUNNARAT, P., and NOFSINGER, J., (2004), "Ownership and Operating Performance in an Emerging Market: Evidence from Thai IPO Firms", *Journal of Corporate Finance* (10): pp. 355-381
- KUTSANA, K., OKAMURA, H., and COWLING, M., (2002), "Ownership Structure Pre and Post-IPOs and the Operating Performance of JASDAQ Companies", *Pacific-Basin Financial Journal* (10): pp. 163-181.
- La PORTA, R., SILANES, F.L., and SHLEIFER, A., (1999), "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance* (54): pp. 471-517.

LELAND, H., and PYLE, D., "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", *Journal of Finance* (32): pp. 371-387.

LOUGHRAN, T., and RITTER, J., (1995), "The New Issue Puzzle", *Journal of Finance* (50): pp. 23-51.

MIKKELSON, W., PARTCH, M., and SHAH, K., (1997), "Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public", *Journal of Financial Economics* (44): pp. 281-307.

RITTER, J., (1984), "Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues: A Comment", *Journal of Finance*, 39: pp. 1231-1237.

RITTER, J., (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance* (1991): pp. 3-27.

YAN, D., CAI, J., (2003), "Long-Run Operating Performance of IPOs in Japanese Over-the-Counter Market (1991-2001): Evidence and Implications", *Asia-Pacific Financial Markets* (10): pp. 239-274.