

TÜRKİYE'DE HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZI ÖNCESİ KÂRI YÜKSEK GÖSTERME EĞİLİMLERİ *

Dr. Osman YÜKSELTÜRK**

ÖZET

Bu çalışmada ülkemizde hisse senetlerini ilk defa halka arz eden işletmelerin halka arz dönemlerinde tahakkuklarını kullanarak kârlarını yüksek gösterip göstermedikleri incelenmiştir. Çalışmada, 1994-2001 yılları arasında halka açılan işletmelerden belirli kriterler gözetilerek 95 adedi seçilmiş ve bu işletmelerin takdire bağlı tahakkuklar olarak adlandırılan işletmenin normal faaliyet seviyelerin gerektirdiği tahakkukların dışındaki, işletme yöneticilerinin seçtikleri muhasebe politikaları sonucunda oluşan tahakkuklarının halka arz dönemleri itibariyle değişimi incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre işletmelerin halka arz döneminden önce tahakkuklarını artırarak kârlarını yükseltmeye başladıkları, halka arz yılında ise tahakkuklarını en yüksek seviyelere çıkardıkları görülmüştür. Halka arz döneminden sonra ise tahakkukların halka arz öncesi seviyelerine yakın seviyelere düştüğü görülmüştür. Bu durum, ülkemizde hisse senetlerini halka arz eden işletmelerin tahakkuklarını kullanarak kârlarını yüksek gösterdiğine dair hipotezleri destekler niteliktedir.

Anahtar Kelimeler: Halka Arz, Kârın Yüksek Gösterilmesi, Tahakkuklar

ABSTRACT

This study examines whether companies in Turkey overstate their profits during initial public offerings. In this study, 95 IPO's between the years 1994-2001 were selected and the variations of accruals ensuing from their accounting policies, namely discretionary accruals, during the IPO periods were examined. According to the results, companies increase their discretionary accruals before the IPO periods and in the IPO year their accrual levels peak. During the two years period following the IPO periods, accruals fall to their levels before the IPO periods. These observations support the hypothesis that in Turkey IPO companies overstate their profits by increasing their accruals.

Keywords: Initial Public Offerings, Earnings Management, Accruals

* Bu çalışma İstanbul Üniversitesi Muhasebe Ana Bilim Dalı doktora programında kabul edilen "İşletmelerde Kârı Yüksek Gösterme Yöntemleri ve Türkiye'de Hisse Senetlerinin Halka Arzı Öncesi Kârı Yüksek Gösterme Eğilimleri" başlıklı doktora tezinden uyarlanmıştır.

** İstanbul Bilgi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Öğretim Görevlisi

1. GİRİŞ

İşletme faaliyetlerinin gün geçtikçe karmaşıklaşması işletme yöneticilerinin finansal tabloların sonuçlarını kısmen de olsa kendi istedikleri yönde oluşturabilmelerine olanak sağlayabilmektedir. Bu işlemlerin bazıları genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine aykırı olabilmekle beraber, bazıları bu ilkelerin mümkün olan en yaratıcı ve önceden belirlenmiş olan hedeflere ulaşabilmek için kullanılması sonucunda oluşabilmektedir. Muhasebe yazınında hesapların manipüle edilmesi olarak adlandırılan bu olgu, kârı farklı göstermek (earnings management), kârların düzleştirilmesi (income smoothing), hesapların temizlenmesi (big bath accounting) ve yaratıcı muhasebe olarak sınıflandırılmıştır.

Kârı farklı göstermek, daha önceden belirlenmiş bir kâr hedefini tutturmak amacıyla kârların aktif bir şekilde değiştirilmesi olarak tanımlanabilir (Mulford ve Comiskey, 2002: 3). Daha ayrıntılı bir tanımla, işletmenin ekonomik performansı hakkında çıkar gruplarının hepsini ya da bir kısmını yanıltmak ya da muhasebe rakamlarına dayalı sözleşme sonuçlarını etkilemek amacıyla finansal raporlardaki kâr rakamlarını değiştirecek ve muhasebe kayıtları ile ilgili yönetsel kararları da içerecek her türlü faaliyet, kârı farklı göstermek olarak adlandırılmaktadır (Healy ve Wahlen, 1999: 368). Kâr hedefi çeşitli nedenlerle belirlenmiş olabilir; yöneticilerin kârlardan belli oranda prim elde etme olanaklarının bulunması, analistler tarafından yapılan kâr tahminlerine ulaşabilme, halka arz öncesi işletmenin hisse senedi fiyatını yükselterek elde edilebilecek nakit miktarını artırmak, işletmenin değerini artırmak, ödenecek vergi miktarını azaltmak, bu nedenlerden bazılarıdır.

Bu çalışmada işletmelerin halka arz döneminde kârlarını yüksek gösterip göstermedikleri incelenecektir.

2. HALKA ARZ VE KÂRIN YÜKSEK GÖSTERİLMESİ

Uluslararası muhasebe ve finans yazınında, halka arz dönemlerinde kârın yüksek gösterilip gösterilmediğine dair birçok çalışma gerçekleştirilmiştir.

Bu konuda öncü sayılan bir çalışmada (Friedlan, 1994), halka arz dönemi öncesinde işletmelerin halka arz öncesi tahakkuklarını yükseltmek yoluyla kârlarını yüksek gösterdikleri ortaya çıkarılmıştır. İzahnamelerde ara döneme ait finansal tablolar bulunduğu, işletmelerin ara döneme ait finansal tablolarda kârlarını yükselttikleri, yıllık finansal tablolarda ise kârı yüksek gösteremedikleri bulunmuştur. Ara finansal tabloların bulunmadığı durumlarda ise, en son yıllık finansal tablolarda kârın yüksek gösterildiğini ortaya çıkarılmıştır. Bir başka çalışmada (Teoh, Welch ve Wong, 1998), halka arz döneminde takdire bağlı tahakkukların önemli ölçüde yüksek olduğu ve daha sonra bu tahakkukların üç yıl içinde sıfıra yaklaştığı ortaya çıkarılmıştır. Aynı konudaki bir başka çalışmada ise (Teoh, Wong ve Rao, 1998), halka arz dönemlerinde işletmelerin kârlarının ve anormal tahakkuklarının dikkat çekecek ölçüde yüksek olduğu bulunmuştur. Halka arz dönemi sonrasındaki kârların ise işletmelerin içinde buldukları sektörün ortalamasından daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yazarlar, halka arz döneminde yüksek seviyede anormal çalışma sermayesi tahakkukları olan işletmelerin, daha sonra daha düşük kârlılık performansı gösterdiği yönünde bulgulara ulaşmışlardır. Çalışmada, halka arz dönemindeki takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları ile üç yıllık

1 Yazarlar örneklem grubu ile kontrol grubu takdire bağlı tahakkukları arasındaki fark için anormal tahakkuklar terimini kullanmaktadır.

dönemdeki kârlılık oranları arasında ters yönde bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır

Yukarıda bahsedilen çalışmaların tamamı ABD verileri kullanılarak yapılan çalışmalardır. Hollanda'da gerçekleştirilen çalışmada (Rosenboom, Van Der Goot ve Mertens, 2003), işletmelerin halka açık oldukları ilk yılda tahakkuklarını yükseltmek yoluyla kârlarını yüksek gösterdikleri sonucuna varılmıştır. Diğer çalışmalardan farklı olarak, halka arz dönemi öncesinde bu yönde bir eğilim gözlenmemiştir. Daha sonraki yıllarda ise, işletme yöneticilerinin çalışma sermayesi tahakkuklarının tersine dönerek kârı yüksek oranlarda düşürmesini engellemek için ayırmış oldukları karşılıkları düşürdükleri ortaya çıkarılmıştır. İkincil halka arzlarla ilgili Kore'de gerçekleştirilen çalışmada (Yoon ve Miller, 2002), bir sonraki yıl hisse senetlerinin ikincil halka arzını gerçekleştirilmeyi planlayan işletmelerin, özellikle benzer işletmelere oranla performansı daha düşük olduğunda, kârlarını yüksek göstermek için tahakkuklarını yükselttikleri gözlenmiştir. Bu işletmelerin, halka arz sonrası dönemlerdeki performanslarının benzer işletmelere oranla daha kötü olmadığı da çalışmada elde edilen sonuçlardandır.

3. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ, HİPOTEZLER, ÖRNEKLEM, VE DEĞİŞKENLER

3.1. Araştırma Yöntemi

Araştırmacılar, kullandıkları araştırma yöntemlerinde iki temel noktayı incelemektedirler; seçilen muhasebe yöntemleri (politikaları) ve tahakkukların yönetimi. Muhasebe yöntemlerindeki değişiklikler analistler tarafından daha kolay ortaya çıkarılabilirken, tahakkukların yönetimi sonucu gerçekleşen kârın farklı gösterimi uygulamasını ortaya çıkarabilmek daha detaylı istatistikî çalışma gerektirmektedir. Ayrıca tahakkuklar, muhasebe yöntemlerinin seçimi, gelirlerin ve giderlerin tanınmasının zamanlaması, tahminler de yapılan değişikliklerin de göstergesi olarak

karşımıza çıkmaktadır (DuCharme, Malatesta, ve Sefcik, 2001: 379).

Tahakkukların kârın yüksek gösteriminin ortaya çıkarılmasında kullanılmasının nedeni, yöneticilerin gelirlerin ve giderlerin zamanlarındaki takdirlerini kullanarak kârlarını değiştirebilmeleridir. Kârını yüksek göstermek isteyen bir işletme yöneticisi bir sonraki dönemde gerçekleşmesi beklenen geliri içinde bulunulan döneme aktarabilir ya da içinde bulunulan dönemde gerçekleşme olasılığı bulunan bir gideri erteleyerek bir sonraki döneme aktarabilir. Bu anlamda tahakkuk esasları ile nakit esasları arasındaki farklılıklar önemlidir. Her iki yöntem arasındaki fark zamanla ilgilidir. Bir işletmenin faaliyet süresinin toplamında tahakkukları ile nakdi arasında fark olmayacaktır (Jones, 1991: 211). Kısa vadede ise gelirler ve giderler dönemsellik ilkesine göre ele alındığında tahakkuk esasları ile nakit esasları arasında belli bir miktarda fark olması kaçınılmazdır. Eğer bir işletmenin tahakkuklarının tutarı kârını yüksek göstermek istediği dönemde önemli ölçüde yüksek çıkıyorsa, bu durumda o işletmenin kârını yüksek gösterdiği düşünülebilir. Burada dikkat edilmesi gereken bir nokta da tahakkukların işletmenin normal faaliyetlerinin sonucu olarak ortaya çıkıp çıkmadığıdır. Araştırmacılar işletmenin normal faaliyetleri sonucu ortaya çıkan tahakkukları takdire bağlı olmayan (nondiscretionary) tahakkuklar olarak adlandırmışlar, tahakkukların normal faaliyetlere bağlı olmayıp kârı yüksek gösterme amacıyla şekillendirilen kısmını da takdire bağlı (discretionary) tahakkuklar olarak adlandırmışlardır.

Takdire bağlı tahakkuklar, işletme yöneticilerinin kârı yüksek gösterme amacı ile yaptıkları işlemler sonucu oluşan tahakkuklarındaki artıştır. Örneğin, satışların yüksek gösterilmesi sonucu alacaklarda oluşan artışlar, giderlerin aktifleştirilmesi sonucu oluşan varlık artışları, satışların maliyetinin düşük gösterilmesi sonucu oluşan borçlardaki azalışlar takdire bağlı tahakkukların

doğmasına neden olmaktadır. Takdire bağlı olmayan tahakkuklar ise, işletmelerin normal ekonomik faaliyetlerindeki değişim sonucu oluşan tahakkuklardır. Örneğin, satışları artan bir işletmenin satışlarına paralel olarak alacaklarının artması, satışların maliyetinin artması sonucu ticari borçların artması beklenir.

Takdire bağlı tahakkuklar ve takdire bağlı olmayan tahakkuklar dışarıdan yapılan gözlemle ayırt edilemeyeceği için işletmenin takdire bağlı olmayan tahakkukları tahmin edilerek toplam tahakkuklardan çıkarılacak ve aradaki fark işletmenin takdire bağlı tahakkukları olacaktır.

Çalışmada takdire bağlı olmayan tahakkukların tahmini tutarının hesaplanması için Jones Modeli (Jones, 1991) uygulanacaktır. Modelde işletmenin toplam tahakkukları bağımlı değişken olarak regresyon denklemine alınmakta ve tahakkukların takdire bağlı olmayan kısmının satışlardaki değişim ve maddi duran varlıklardaki değişim tarafından açıklanacağı önerilmektedir. İşletmeler arasındaki büyüklük farkının etkisini ortadan kaldırmak için denklemdeki tüm değişkenler işletmenin dönem başı varlıklarının toplamına bölünmektedir.

$$TTAH_{it} / TV_{it-1} = \beta_0 [1 / TV_{it-1}] + \beta_1 [\Delta SATIŞ_{it} / TV_{it-1}] + \beta_2 [MDV_{it} / TV_{it-1}] + \epsilon_{it}$$

TTAH_{it} : i işletmesinin t yılındaki toplam tahakkukları

TV_{it-1} : i işletmesinin t-1 yılındaki toplam varlıkları

ΔSATIŞ_{it} : i işletmesinin t yılındaki satışları ile t-1 yılındaki satışları arasındaki fark

MDV_{it} : i işletmesinin t yılındaki maddi duran varlıklarının brüt tutarı

ε_{it} : i işletmesinin t yılındaki regresyon hata katsayısı

t : Tahmin dönemindeki yıl endeksi

Modele göre, herhangi bir işletmenin takdire bağlı olmayan tahakkuklarının tahmini tutarı, $[1 / TV_{it-1}] + \beta_1 [\Delta SATIŞ_{it} / TV_{it-1}] + \beta_2 [MDV_{it} / TV_{it-1}]$ şeklinde gösterilen tahmin denkleminde elde edilecektir. Bu durumda işletmenin takdire bağlı tahakkuklarını gösterecek olan kısım, işletmenin toplam tahakkukları ile takdire bağlı olmayan tahakkuklarının arasındaki fark, yani denklemdeki hata katsayısı, ϵ_{it} , olacaktır.

3.2. Hipotezler

Çalışmada önce ülkemizde halka arz dönemi ve ondan önceki dönemde takdire bağlı tahakkukların yüksek olup olmadığı incelenecektir. Buna bağlı olarak çalışmanın birinci hipotezi aşağıdaki gibi olacaktır:

H₁ : Halka arz dönemi öncesindeki yılda takdire bağlı tahakkuklar bir önceki yıla göre önemli ölçüde artmaktadır.

Halka arzın gerçekleştiği yılın sonunda oluşacak finansal tablolar halka arz sırasında mevcut değildir. Ancak halka arz dönemindeki son ara finansal tablolar izahnamelerde yayımlanmak zorundadır. Ayrıca, işletmelerin halka arz sonrasında hemen kârlarını düşürecekleri beklenmemektedir. İşletmeler halka arz döneminin hemen sonrasında hisse senetlerinin değerlerinin düşmesini istemezler. Bunun nedenlerinden bir tanesi halka arzın başarısız görünmesini istemeleridir. Böylece işletme daha sonra gerçekleştireceği ikincil halka arzlarında daha önce yaşanan halka arz süreci sonucunda yaşanan olumsuzluklar nedeniyle talebin düşmesini istemezler. Bir diğer neden halka arz dönemi sonrasındaki altı aylık zorunlu bekleme süresidir. Buna göre işletme ve ortaklar 180 gün boyunca hisse senetlerini satamayacaklardır. Ellerindeki hisseleri bu süreç sonunda satmayı düşünen ortaklar ve yöneticiler hisse senetlerinin fiyatlarının bu sürecin sonuna kadar düşmesini istemeyebilmektedirler. Bu nedenle halka arz dönemindeki yılsonu finansal tablolarda kârın yük-

sek gösterileceği beklenmektedir. Çalışmanın ikinci hipotezi aşağıdaki gibi olacaktır:

H₂: *Halka arz yılında takdire bağlı tahakkuklar önemli ölçüde artmaktadır.*

Uzun vadede işletmelerin nakit akışları ile kârları birbirlerine eşit olmaktadır. Bu nedenle takdire bağlı tahakkuklar nakde dönüşmedikleri için belirli bir dönem içinde negatif olacaktır. Bu beklentiye bağlı olarak çalışmanın üçüncü hipotezi aşağıdaki gibi olacaktır:

H₃ : *Halka arz sonrasındaki yıllarda takdire bağlı tahakkuklar önemli ölçüde azalmaktadır.*

3.3. Örnek Seçimi

Çalışmada 1994 – 2001 yılları arasında hisse senetleri halka arz edilen işletmeler seçilmiştir. Araştırma yöntemi gereği halka arz dönemi sonrasındaki iki yıllık finansal tablo verileri de kullanılacağı için ve 2003 yılı finansal tabloları enflasyona göre düzeltilmiş, konsolide veya UFRS'ye uygun yayımlandığı için 2001 yılı sonrası halka arz edilen işletmeler örnekleme dahil edilmemiştir.

İlgili dönem içinde ülkemizde toplam 176 adet birincil halka arz gerçekleşmiştir. Bu işletmelerden holdingler, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, bankalar, finansal kiralama şirketleri, risk sermayesi

yatırım ortaklıkları, menkul değerler aracı kurumları, faktoring şirketleri ve finans kurumları olarak sınıflandırılan 60 adedi çıkarılmıştır. Ayrıca halka arz dönemi öncesinde üç tam yıllık ve halka arz dönemi sonrasında da iki tam yıllık finansal tablo verilerine ve açıklamalarına sağlıklı olarak ulaşılamayan 21 adet işletme de örneklemeden çıkarılmıştır. Araştırmada kullanılan örneklemedeki işletme sayısı 95'e düşürülmüştür. Örnekleme yer alan işletmelerin halka arz dönemi öncesi finansal tablo verileri IMKB kütüphanesinde bulunan günlük bültenlerde yer alan halka arz izahnameleri taranarak elde edilmiştir.

3.4. Değişkenler

3.4.1. Bağımlı Değişkenler

Çalışmada Jones tarafından kullanılan tahakkuk hesaplaması kullanılacaktır. Ödenecek vergilerin tutarları vergi kanunları tarafından belirlendiği için ve işletme yöneticilerinin takdirine bağlı olmadığı için bu çalışmada da ödenecek vergilerdeki değişim tahakkuklardan çıkarılmaktadır. Çalışmada ayrıca, çalışma sermayesi tahakkukları (ÇSTAH) olarak adlandırılan ve toplam tahakkuklardan farklı olarak amortisman giderlerinin dahil edilmediği tahakkuklar kullanılarak da hesaplamalar yapılacaktır. Aşağıdaki kutuda toplam tahakkuklar ve çalışma sermayesi tahakkuklarının hesaplanması gösterilmektedir.

$TTAH = (\Delta \text{Dönen Varlıklar} - \Delta \text{Hazır Değerler}) - (\Delta \text{Kısa Vadeli Borçlar} - \Delta \text{Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri} - \Delta \text{Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler}) - \text{Amortisman Giderleri}$

$\text{ÇSTAH} = (\Delta \text{Dönen Varlıklar} - \Delta \text{Hazır Değerler}) - (\Delta \text{Kısa Vadeli Borçlar} - \Delta \text{Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri} - \Delta \text{Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler})$

TTAH : Toplam tahakkuklar

ÇSTAH : Çalışma sermayesi tahakkukları

Δ : İlgili dönemle bir önceki dönem arasındaki farkı ifade eden değişim işareti.

3.4.2. Bağımsız Değişkenler

Hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin halka arz döneminden önceki üç mali yıl ile halka arz sonrasındaki iki mali yıl olmak üzere her işletme için toplam altı yıllık veri toplanmıştır. Bu veriler kullanılarak işletmenin bağımsız değişkenleri hesaplanmıştır.

İşletmenin tahakkuklarının satışlarındaki değişimle doğru orantılı olarak artması beklendiği için regresyon denkleminde satışların katsayısının işaretinin pozitif olması beklenmektedir. Maddi duran varlıklar ise işletmenin faaliyet giderlerini artıracak ve aynı zamanda da amortisman giderlerini artıracak için tahakkuklarda azaltıcı etkiye neden olacaktır. Bu nedenle de maddi duran varlıklar ile ilgili bağımsız değişkenin işaretinin negatif olması beklenmektedir.

Hipotez 1'e göre işletmelerin takdire bağlı tahakkukları halka arzdan iki yıl önce artmaya başlamaktadır. Hipotez 2'ye göre ise halka arz dönemindeki takdire bağlı tahakkuklar halka arzdan bir dönemde halka arzdan bir dönem öncesine ve halka arzdan bir dönem sonrasına göre önemli ölçüde daha yüksek olacaktır. Buna göre, T-2, T-1 ve T0 dönemlerine ait regresyon denklemlerindeki hata katsayılarının artış yönünde bir eğilim göstermesi beklenmektedir. Hipotez 3'e göre ise halka arz dönemi sonrasında ise tahakkukların normal düzeyine geri dönmesi beklenmektedir. Bu nedenle, T+1 ve T+2 dönemlerine ait regresyon denklemlerindeki hata katsayılarının azalış yönünde bir eğilim göstermesi beklenmektedir.

4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

4.1. Tahakkukların İncelenmesi

Bu bölümde toplam tahakkuklar ve çalışma sermayesi tahakkuklarının satışlardaki değişim ve maddi duran varlıkların seviyeleri tarafından açıklanamayan bölümleri incelenerek takdire bağlı tahakkukların halka arz döneminde önemli ölçüde artıp artmadığı belirlenecektir.

4.1.1. Toplam Tahakkuklar

Tablo 1'de toplam tahakkuklar ile bağımsız değişkenlerin ilişkisini gösteren regresyon denkleminin sonuçları verilmektedir.

Modelin anlamlılığı incelendiğinde F olasılık değerinin 0,001'den düşük olacak şekilde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durumda modelin oldukça anlamlı düzeyde çıktığı söylenebilir. Modelin belirlilik katsayısını ölçen Düzeltilmiş R2 değerine bakıldığında bu değer %3,67 olduğu görülmektedir.

Bağımsız değişkenler incelendiğinde ise, satışlardaki değişimin işaret olarak beklendiği gibi pozitif yönde çıktığı ve anlamlı olduğu (0,0001) görülmektedir. Buna karşılık, maddi duran varlıkların işaretinin beklendiği gibi negatif çıkmasına rağmen bu değişkenin anlamlı olmadığı sonucu çıkarılmıştır. Bu durumda örnekteki işletmelerin toplam tahakkuklarının satışlarındaki değişimden etkilendiği, buna karşılık ise maddi duran varlıkların seviyesinin tahakkuklara etkisinin olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Tablo 1: Toplam tahakkuklar regresyon denklemleri sonuçları

Bağımlı Değişken: TTAH

N: 475

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
1/TV	-14904.10	10407.52	-1.432050	0.1528
ΔSATIŞ	0.122535	0.030360	4.036125	0.0001
MDV	-0.053362	0.080002	-0.667000	0.5051
C	-0.092387	0.141735	-0.651831	0.5148
R ²	0.042779	F-Değeri		7.016397
Düzeltilmiş R ²	0.036682	Olasılık (F-Değeri)		0.000127

Modeldeki hata katsayıları ilgili dönemler itibarıyla takdire bağlı tahakkukların tutarlarını gösterecektir. Takdire bağlı tahakkuklar halka arzla ilişkili dönemler itibarıyla ayrılmış ve ortalama değerleri ile ortanca değerleri hesaplanmıştır. *Tablo 2*'de takdire bağlı tahakkukların halka arz dönemi etrafındaki ortalama ve ortanca değerleri gösterilmektedir.

lı tahakkukların seviyesi 0,29668 azalmıştır. Halka arzdan iki yıl sonra (T+2) ise takdire bağlı tahakkuklar bir önceki döneme göre çok az (0,0099) bir artış göstermiştir. Ortanca değerler incelendiğinde de aynı eğilimin varlığı görülecektir. Buna göre işletmelerin takdire bağlı tahakkukları halka arz dönemlerinde halka arzdan bir önceki dönemdeki aktif toplamalarının %32,73'ü

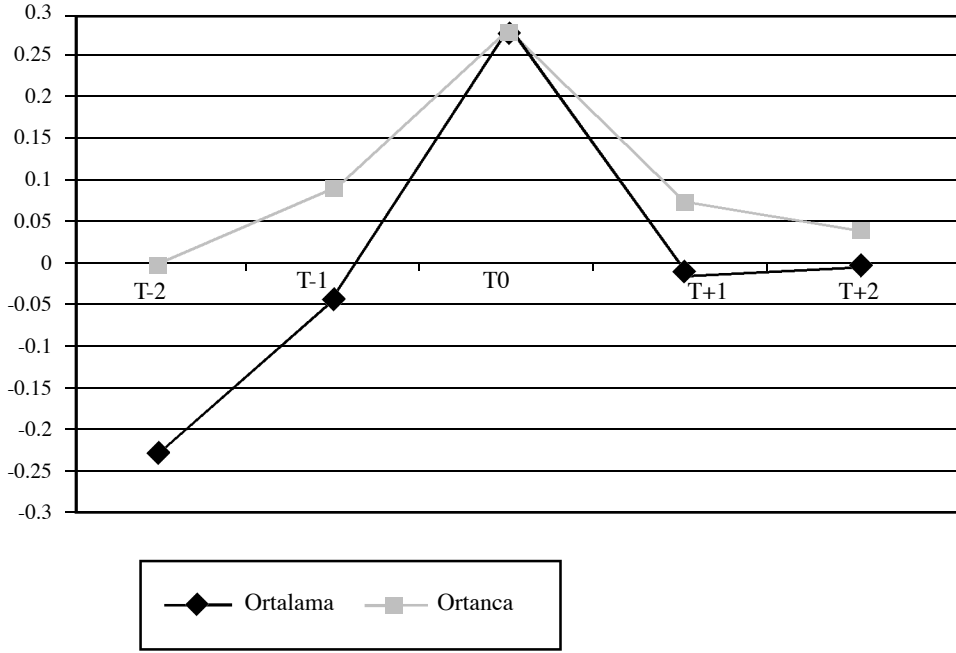
Tablo 2: Takdire bağlı tahakkukların ortalama ve ortanca değerleri

	T-2	T-1	T0	T+1	T+2
Ortalama	-0.22514	-0.04333	0.283975	-0.0127	-0.0028
Ortanca	-0.00123	0.088037	0.2787	0.072827	0.039179

Çalışmanın hipotezlerine göre, halka arz öncesi dönemlerde ve halka arz döneminde takdire bağlı tahakkukların yükselmesi, halka arz sonrası dönemlerde ise takdire bağlı tahakkukların azalması beklenmektedir. Ortalama değerler incelendiğinde, T-2 döneminden T-1 dönemine geçildiğinde takdire bağlı tahakkuklarda 0,181815 tutarında bir artış gerçekleşmiş, bu artış halka arz dönemine geçildiğinde daha da yükselerek 0,327305 olmuştur. Halka arz döneminden sonraki dönemde ise (T+1) takdire bağ-

kadar artmakta, halka arz döneminden bir sonraki dönemde ise, bir önceki dönemin aktiflerinin %29,67'si kadar azalmaktadır. Halka arz dönemlerinde bu yönde hareketin oluşması, işletmelerin halka arz döneminde tahakkukları kullanarak kârlarını olması gerekenden daha yüksek gösterdiğine dair kanıt sunmaktadır

Yukarıda elde edilen sonuçlara göre, takdire bağlı tahakkuklardaki dönemler itibarıyla değişim *Şekil 1*'de gösterilmektedir.



Şekil 1: Tüm dönemlere ait takdire bağlı tahakkukların ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.

Çalışmanın hipotezlerinin test edilmesi için takdire bağlı tahakkukları ifade eden regresyon hata katsayılarının dönemler itibarıyla önemli ölçüde değişiklik gösterip göstermediği t-test'i yoluyla incelenecektir. Buna göre, sıfır hipotezi

dönemler arasında farklılık olmadığı, alternatif hipotez ise dönemler arasında önemli ölçüde farklılık olduğu yönünde belirlenmiştir. Buna göre aşağıdaki elde edilen sonuçlar *Tablo 3*'de sunulmuştur.

Tablo 3: Takdire bağlı tahakkuklar t-testi sonuçları.

	$H_0 : T-2 = T-1$ $H_1 : T-2 < T-1$	$H_0 : T-1 = T_0$ $H_1 : T-1 < T_0$	$H_0 : T_0 = T+1$ $H_1 : T_0 > T+1$	$H_0 : T+1 = T+2$ $H_1 : T+1 > T+2$
T değeri	0,86	2,40	3,82	-0,17
P-Olasılık değeri	0,20	0,0088	0,0001	0,57
Sonuç	H_0 : Reddedilemez	H_0 : Red	H_0 : Red	H_0 : Reddedilemez

Elde edilen sonuçlara göre, halka arzdan iki dönem öncesindeki (T-2) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) takdire bağlı tahakkuklar arasında önemli farklılıklar bulunmamaktadır Aynı şekilde, halka arzdan bir dönem sonrasındaki (T+1) ve halka arzdan iki dönem sonrasındaki (T+2) takdire bağlı tahakkuklar arasında da önemli ölçüde farklılıklar bulunmamaktadır Buna karşılık, halka arz dönemindeki (T0) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) takdire bağlı tahakkuklar arasında T0 dönemi lehinde önemli farklar bulunmaktadır Aynı şekilde, halka arz dönemindeki (T0) ve halka arzdan bir dönem sonrasındaki (T+1) takdire bağlı tahakkuklar arasında yine T0 dönemi lehinde önemli farklılıklar bulunmaktadır

4.1.2. Çalışma Sermayesi Tahakkukları

Bağımlı değişken olarak toplam tahakkuklar yerine çalışma sermayesi tahakkukları kullanıldığında ortaya çıkan regresyon sonuçları *Tablo 4*'te sunulmaktadır.

Modelin anlamlılığı yükselmiştir (F olasılık değeri: 0,000). Aynı zamanda düzeltilmiş R2 değeri de yükselmiş ve %13,18 olmuştur. Bağımsız değişkenler incelendiğinde ise, satışlardaki değişimin aynı şekilde pozitif işaretli ve aynı düzeyde (0,0001) anlamlı olduğu görülmektedir. Maddi duran varlıkların seviyesi de beklendiği gibi negatif işaretli çıkmıştır Bir önceki modelin aksine, maddi duran varlıkların seviyesinin çalışma sermayesi tahakkuklarını açıkladığı bu değişkenin anlamlı (0,0065) olmasından anlaşılmaktadır.

Tablo 4: Çalışma sermayesi tahakkukları regresyon sonuçları

Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 475

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
1/TV	-5596.658	5127.852	-1.091423	0.2756
ΔSATIŞ	0.097629	0.024926	3.916805	0.0001
MDV	-0.091994	0.033682	-2.731226	0.0065
C	0.154343	0.054754	2.818863	0.0050
R ²	0.137258	F-Değeri		24.97790
Düzeltilmiş R ²	0.131763	Olasılık(F-Değeri)		0.000000

Çalışma sermayesi tahakkuklarının incelendiği modeldeki hata terimleri de takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarını gösterecektir Takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle ortalama ve ortanca değerleri hesaplandığında *Tablo 5*'de sunulan sonuçlara ulaşılmaktadır.

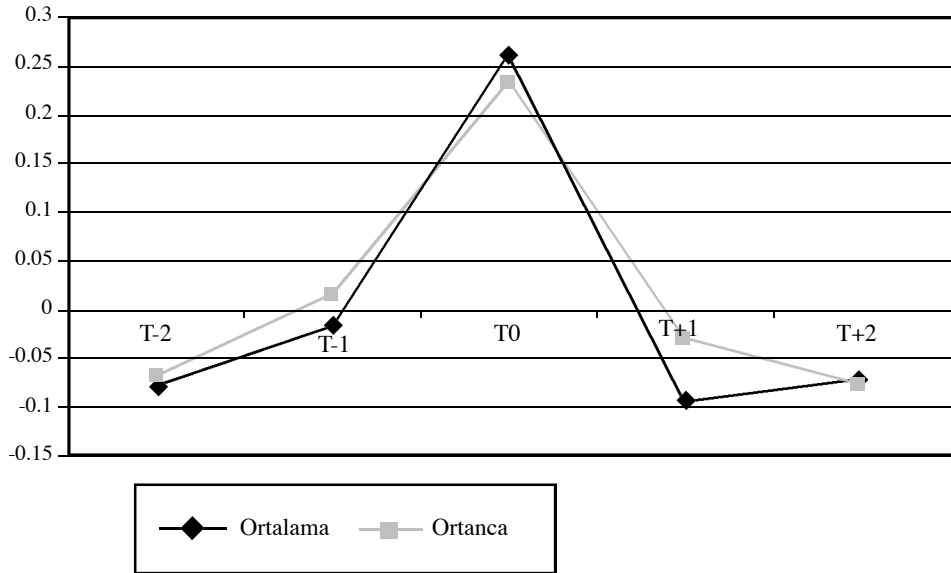
Tablo 5: Takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerleri

	T-2	T-1	T0	T+1	T+2
Ortalama	-0.07808	-0.01687	0.260425	-0.09449	-0.071
Ortanca	-0.06653	0.016018	0.232611	-0.03032	-0.07563

Ortalama değerler incelendiğinde halka arz öncesi negatif olan takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının halka arz döneminde önemli ölçüde yükselerek pozitif olduğu, halka arz sonrası dönemlerde ise tekrar negatife döndüğü görülmektedir. Ortanca değerler de benzer bir eğilim göstermektedir. Halka arz döneminde takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları 0,277295'lik bir artış göstermiş, halka arzdan sonraki dönemde ise 0,35495'lik azalma gerçekleşmiştir. Bu da işletmelerin halka arz dönemine girdiklerinde çalışma sermayesi tahakkuklarını bir önceki dönemin aktiflerinin %27,73'ü

kadar artırdıkları ve daha sonra ise halka arz döneminin aktiflerinin %35,50'si kadar düşürdüklerini göstermektedir. Modelde işletmenin ekonomik seviyesini gösteren satışlardaki değişim ve maddi duran varlıkların seviyesi kontrol altında tutulduğunda bile böyle bir sonuç elde edilmesi, işletmelerin kârlarını çalışma sermayesi tahakkukları yoluyla yüksek gösterdiklerini kanıtlamaktadır

Şekil 2'de sunulan grafik takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarındaki değişimin hangi şekilde olduğunu göstermesi açısından faydalı olacaktır.

**Şekil 2: Takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarındaki değişim.**

Grafikte de görüldüğü üzere, takdire bağlı tahakkuklar halka arz öncesi dönemlerde artmaya başlamakta, halka arz döneminde önemli ölçüde yükseldikten sonra halka arz sonrası dönemlerde tekrar eski haline dönmektedir.

Çalışmanın hipotezlerinin test edilmesi için takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarını ifade eden regresyon hata katsayılarının dönemler itibariyle önemli ölçüde değişiklik gösterip göstermediği t-test'i yoluyla incelenecektir. Buna göre elde edilen sonuçlar *Tablo 6*'da sunulmaktadır.

4.2. Duyarlılık Analizi

Modelden elde edilen sonuçların doğruluğunu kontrol etmek amacıyla, modelde kullanılan regresyon denklemleri kontrol grubu kullanılarak tekrar hesaplanmıştır. Böylece, aynı dönemlerde hisse senetlerini halka arz etmeyen işletmelerde tahakkukların aynı dönemlerde hangi yönde eğilim gösterdikleri incelenmiştir. Bu amaçla, örnekleme yer alan her işletme aynı sektörde yer alan ve benzer işleri yapan işletmelerle eşleştirilmiştir. Kontrol grubunda yer alan

Tablo 6: Takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları t-testi sonuçları.

	$H_0 : T-2 = T-1$ $H_1 : T-2 < T-1$	$H_0 : T-1 = T_0$ $H_1 : T-1 < T_0$	$H_0 : T_0 = T+1$ $H_1 : T_0 > T+1$	$H_0 : T+1 = T+2$ $H_1 : T+1 > T+2$
T değeri	0,96	3,71	4,099	-0,51
P-Olasılık değeri	0,17	0,0001	0,0000	0,69
Sonuç	H_0 : Reddedilemez	H_0 : Red	H_0 : Red	H_0 : Reddedilemez

Elde edilen sonuçlara göre, halka arzdan iki dönem öncesindeki (T-2) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında önemli farklılıklar bulunmamaktadır. Aynı şekilde, halka arzdan bir dönem sonrasındaki (T+1) ve halka arzdan iki dönem sonrasındaki (T+2) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında da önemli ölçüde farklılıklar bulunmamaktadır. Buna karşılık, halka arz dönemindeki (T₀) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında T₀ dönemi lehinde önemli farklar bulunmaktadır. Aynı şekilde, halka arz dönemindeki (T₀) ve halka arzdan bir dönem sonrasındaki (T+1) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında yine T₀ dönemi lehinde önemli farklılıklar bulunmaktadır.

işletmelerin örneklemedeki işletmelerin halka arz edildikleri tarihten en az üç yıl önce halka arz edilmiş olmaları ek bir seçim kriteri olarak alınmıştır. Örnekleme, ülkemizde halka arzın yoğun olduğu dönemleri kapsadığı için kontrol grubuna dahil edilebilen ve gerekli seçim kriterlerini yerine getiren işletmelerin sayısı düşük olmuştur. Bu nedenle örnekleme eşleşme sağlanabilen işletmelere indirgenmiştir. Örneklemin 70 adetlik bölümü eşleştirilebilmiştir. Bu nedenle, regresyon denklemleri örnekleme ve kontrol gruplarında 70'er adet işletmeyle hesaplanacaktır.

Kontrol grubundaki işletmeler de örnekleme grubundaki işletmeler gibi halka arz ediliyormuş gibi sınıflandırılmış ve her işletme eşleştirildiği işletmenin halka arz döneminden önceki iki yıl

önceki veriler, halka arz yılı verileri ve halka arz sonrasındaki iki yıllık veriler elde edilmiştir. Böylece, kontrol grubu örneklem grubuna mümkün olduğunca benzer bir hale getirilmiştir.

Analizi basitleştirmek için, bağımlı değişken olarak modelde bir önceki bölümde daha an-

lamlı regresyon sonuçları elde edilen çalışma sermayesi tahakkukları kullanılmıştır

4.2.1. Çalışma Sermayesi Tahakkuklarının Karşılaştırılması

Örneklem ve kontrol grupları için hesaplanan regresyon denklemi sonuçları *Tablo 7*'de sunulmaktadır.

Tablo 7: Örneklem grubu ile kontrol grupları çalışma sermayesi tahakkukları regresyon sonuçları

Örneklem Grubu

Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 350

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
1/TV	2416.767	5429.322	0.445132	0.6565
ΔSATIŞ	0.073196	0.032916	2.223714	0.0268
MDV	-0.023799	0.035360	-0.673034	0.5014
C	0.081932	0.056618	1.447095	0.1488
R ²	0.048215	F-Değeri		5.842.465
Düzeltilmiş R ²	0.039962	Olasılık(F-Değeri)		0.000667

Kontrol Grubu

Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 350

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
1/TV	11851.62	5836.653	2.030552	0.1007
ΔSATIŞ	0.033292	0.014591	2.281665	0.0357
MDV	-0.008801	0.023842	-0.369154	0.8079
C	0.099579	0.037135	2.681533	0.0413
R ²	0.032011	F-Değeri		3.814026
Düzeltilmiş R ²	0.023618	Olasılık(F-Değeri)		0.010337

Her iki regresyon denkleminin F değerleri incelendiğinde, örneklem grubunun 0,0001'den düşük olacak şekilde, kontrol grubunun ise 0,05'den düşük olacak şekilde anlamlı olduğu görülmektedir. Örneklem grubunun düzeltilmiş R² değeri %4 olmuş, buna karşılık kontrol grubunda aynı değer %2,36 olmuştur. Örneklem ve

kontrol grubunda satışlardaki değişim 0,05'den düşük olacak şekilde anlamlıdır. Buna karşılık maddi duran varlıkların seviyesi anlamlı çıkmamıştır.

Her iki denklemin hata katsayılarına dayanarak hesaplanan takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları *Tablo 8*'de sunulmaktadır.

Tablo 8: Örneklem ve kontrol grubu takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları.

Örneklem Grubu:

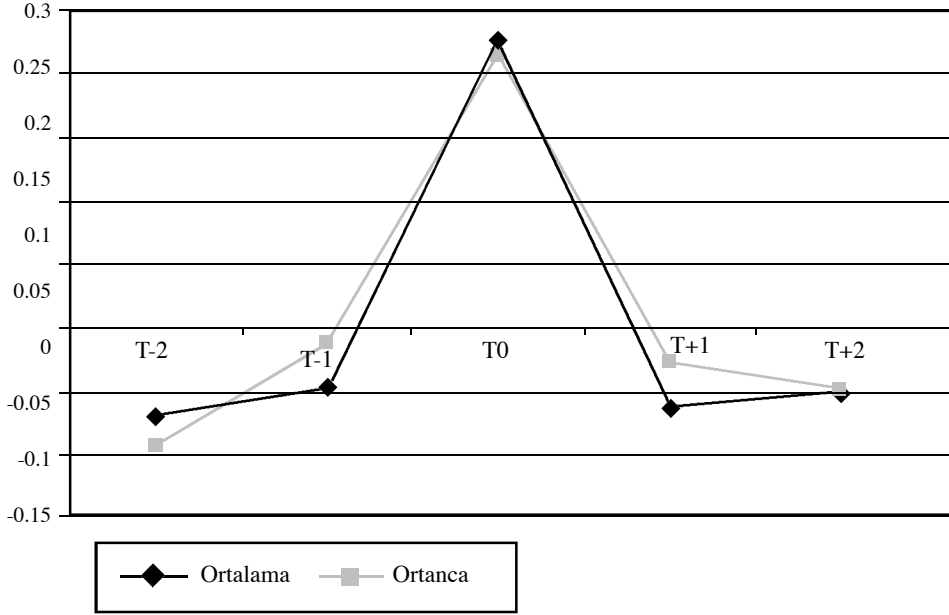
	T-2	T-1	T0	T+1	T+2
Ortalama	-0.06928	-0.04744	0.229305	-0.06175	-0.05083
Ortanca	-0.09318	-0.01259	0.215439	-0.02694	-0.04924

Kontrol Grubu:

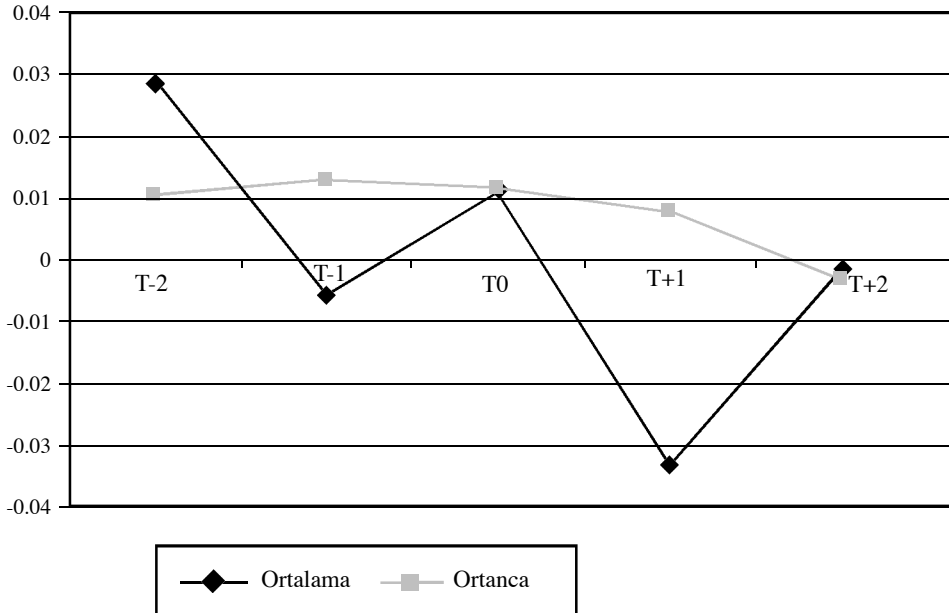
	T-2	T-1	T0	T+1	T+2
Ortalama	0.028956	-0.00562	0.011144	-0.03321	-0.00126
Ortanca	0.010451	0.012938	0.011534	0.0077	-0.00322

Örneklem grubunun takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları halka arz dönemine kadar yükselmekte, daha sonra bu eğilim tersine dön-

mektedir. Kontrol grubunda ise, aynı eğilim gözlenmemektedir. Şekil 3 ve Şekil 4'te bu değişim görülmektedir.



Şekil 3: Örneklem grubunun takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.



Şekil 4: Kontrol grubunun takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.

Dönemler arasındaki takdire bağlı tahakkuklar arasında istatistiki olarak anlamlı farklılıklar olup olmadığı t-testi ile yoluyla incelenmiştir. Buna göre örneklem grubu ve kontrol grubunun takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları ile ilgili *Tablo 9*'daki sonuçlar çıkmıştır. Daha önce olduğu gibi sıfır hipotezi dönemler arasında farklılık olmadığı, alternatif hipotez ise dönemler arasında önemli ölçüde farklılık olduğu yönünde belirlenmiştir.

Daraltılmış örneklem grubundan elde edilen sonuçlar, örneklem grubu ile benzer çıkmıştır. İşletmelerin takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının halka arzdan iki dönem öncesindeki (T-2) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) seviyeleri birbirlerinden istatistiki olarak farklılık göstermemektedir. Buna karşılık halka arzdan bir dönem öncesi (T-1) ile halka arz dönemine (T0) ait takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Halka arzdan bir dönem sonrası

Tablo 9: Örneklem grubu ve kontrol grubu t-testi sonuçları.

Örneklem Grubu:

	$H_0 : T-2 = T-1$ $H_1 : T-2 < T-1$	$H_0 : T-1 = T_0$ $H_1 : T-1 < T_0$	$H_0 : T_0 = T+1$ $H_1 : T_0 > T+1$	$H_0 : T+1 = T+2$ $H_1 : T+1 > T+2$
T değeri	-0,33	-4,04	4,71	-0,23
P-Olasılık değeri	0,37	0,0000	0,0000	0,59
Sonuç	H_0 : Reddedilemez	H_0 : Red	H_0 : Red	H_0 : Reddedilemez

Örneklem Grubu:

	$H_0 : T-2 = T-1$ $H_1 : T-2 < T-1$	$H_0 : T-1 = T_0$ $H_1 : T-1 < T_0$	$H_0 : T_0 = T+1$ $H_1 : T_0 > T+1$	$H_0 : T+1 = T+2$ $H_1 : T+1 > T+2$
T değeri	0,68	-0,34	0,98	-0,70
P-Olasılık değeri	0,75	0,37	0,16	0,76
Sonuç	H_0 : Reddedilemez	H_0 : Reddedilemez	H_0 : Reddedilemez	H_0 : Reddedilemez

ile (T+1) halka arz dönemi (T0) arasında da aynı farklılıklar devam etmektedir. Buna karşılık halka arzdan bir dönem sonrası (T+1) ile iki dönem sonrası (T+2) arasında farklılığın olduğu istatistiki olarak kanıtlanamamaktadır. Kontrol grubu aynı şekilde t-testine tabi tutulduğunda ise dönemlerin birbirlerinden önemli ölçüde farklı olduğuna dair sonuç çıkmamaktadır. Bu sonuçlar, takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının halka açılan işletmelerde halka arz dönemlerinde diğer dönemlere göre farklılıklar gösterdiğini, halka açılmayan işletmelerde ise bu anlamda bir farklılık gözlenmediğini ortaya koymaktadır. Bu durum çalışmanın hipotezlerini güçlü bir şekilde desteklemektedir.

5. SONUÇLARIN YORUMLANMASI VE TARTIŞILMASI

Çalışmada, ülkemizde hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin halka arz dönemlerinde kârlarını yüksek gösterip göstermedikleri incelenmiştir.

Toplam tahakkukların incelendiği modelde, işletmelerin tahakkuklarının bir bölümünün satışlardaki değişimle açıklanabildiği görülmektedir. Satışlarla tahakkuklar arasında aynı yönde bir ilişki bulunmaktadır. Satışlar arttığında buna bağlı olarak tahakkuklarda artış oluşmaktadır. Buna karşılık, işletmelerin faaliyet düzeyinin bir başka göstergesi olarak kullanılan maddi duran varlıklarla tahakkuklar arasında bir ilişki bulunamamıştır. Buna karşılık çalışma sermayesi tahakkuklarının incelendiği modelde satışlardaki değişim ile birlikte maddi duran varlıkların tutarının çalışma sermayesi tahakkuklarındaki değişimi açıkladığı görülmüştür. Toplam tahakkuklar ile çalışma sermayesi tahakkukları arasındaki fark dönemin amortisman giderleridir. Toplam tahakkukların hesaplanmasında amortisman giderleri hesaba katılırken, çalışma sermayesi tahakkuklarında amortisman giderleri yer almamaktadır. Bu sonuçlara göre, amortis-

man giderlerinin farklı hesaplanma yöntemleri, yeniden değerlendirme uygulaması ve giderlerin aktifleştirilmesi gibi uygulamaların maddi duran varlıkların tutarları ile amortisman giderleri arasındaki ilişkide tahmin aracı olarak kullanılmasını olumsuz bir biçimde etkilediği yargısına varılabilir.

Her iki modelde de işletmelerin takdire bağlı olmayan tahakkuklarını tahmin eden regresyon denklemi tarafından açıklanamayan ve takdire bağlı tahakkukların göstergesi olarak alınan hata katsayılarının dönemler itibarıyla ayrı ayrı incelenmesiyle işletmelerin bu dönemlerde kârlarını tahakkukları yoluyla artırıp artıramadıkları incelenmiştir. Çalışmanın birinci hipotezi, takdire bağlı tahakkukların halka arzdan iki dönem öncesinden (T-2) bir dönem öncesine (T-1) geçildiğinde takdire bağlı tahakkukların artmaya başladıklarını öne sürmektedir. Bu hipotezin toplam tahakkuklar ve çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortancalarına göre doğrulandığı görülmektedir. Ancak bu değişim t-testi sonuçlarına göre doğrulanmamaktadır. Buna göre çalışmanın birinci hipotezi doğrulanmamaktadır. Çalışmanın ikinci hipotezi, halka arzın gerçekleştiği yılda (T0) bir önceki yıla oranla (T-1) tahakkukların önemli ölçüde arttığını öne sürmektedir. Gerek ortalama ve ortanca değerler, gerekse t-testi bu hipotezi güçlü bir şekilde desteklemektedir. Aynı şekilde, halka arzdan bir sonraki döneme (T+1) geçildiğinde de tahakkukların önemli ölçüde azaldığı görülmektedir. Bu da işletmelerin halka arz dönemlerinde tahakkuklarını artırarak kârlarını yüksek gösterdiklerini kanıtlamaktadır. Çalışmanın üçüncü hipotezi halka arz sonrası yıllarda takdire bağlı tahakkukların önemli ölçüde azaldığını öne sürmektedir. Bu hipotez de ilk yıl için desteklenmektedir. Bu sonuçlara göre, işletmelerin tahakkuklarını halka arz yılında yükselttikleri ve halka arzdan hemen sonra da bu tahakkukları azaltarak kârlarını tekrar eski düzeylerine indirdiklerini öne sürmek mümkündür. Çalışma sermaye-

si tahakkuklarının halka arz dönemi itibariyle bir önceki ve bir sonraki döneme oranla toplam tahakkuklardan daha fazla dalgalanma göstermesi işletmelerin amortisman giderlerini azaltma yoluna başvurmadıkları, buna karşılık diğer tahakkuklarını artırmaya çalıştıklarını ortaya koymaktadır. Bunun nedeni, amortisman giderlerinin izahnamelerde açıklanması ve bu giderleri düşürmenin gerek bağımsız denetimde, gerekse de kamu denetiminde ortaya çıkarılmasının daha kolay olmasıdır.

Çalışmada kullanılan modellerden elde edilen sonuçların sadece örneklem seçimine bağlı olarak çıkıp çıkmadığını ve bu sonuçların sınamasının yapılabilmesi amacıyla örnekleme yer alan işletmeler halka arz döneminde olmayan ve aynı sektörde yer alan işletmelerle eşleştirilmiştir. Kontrol grubu olarak adlandırılan bu işletmelerde de aynı analizler tekrar gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın hipotezlerinin doğrulanabilmesi için bu işletmelerin halka arz dönemlerindeki takdire bağlı tahakkuklarının örneklem grubunda yer alan işletmelerle aynı şekilde bir değişim göstermemesi gerekmektedir. Seçilen dönemler kontrol grubunda yer alan işletmeler açısından özellikli dönemler olmadığı için tahakkukların da farklı bir eğilimde hareket etmesi gerekmektedir.

Elde edilen sonuçlar hem toplam tahakkukların hem de çalışma sermayesi tahakkuklarının takdire bağlı bölümlerinin farklı şekilde hareket ettiğini göstermektedir. Kontrol grubunda yer alan işletmelerin takdire bağlı tahakkukları dönemler itibariyle dalgalanmaktayken, örneklem grubunda yer alan işletmelerin takdire bağlı tahakkuklarının halka arz döneminde beligen bir şekilde yükseldiği gözlenmektedir. Dönemler arasındaki farklılıkların t-testine tabi tutulması sonucunda kontrol grubundaki işletmelerin takdire bağlı tahakkuklarının bir önceki döneme göre önemli farklılıklar gösterdiğine dair sonuç el-

de edilememiştir. Buna karşılık örneklem grubundaki işletmelerde halka arz döneminin halka arz dönemi öncesine göre önemli ölçüde yükseldiği ve halka arz dönemi sonrasında ise önemli ölçüde düştüğüne dair istatistiki olarak yüksek derecede anlamlı sonuçlar çıkmıştır.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmada ülkemizde hisse senetlerini ilk defa halka arz eden işletmelerin halka arz dönemlerinde tahakkuklarını kullanarak kârlarını yüksek gösterip göstermedikleri incelenmiştir. İşletmelerin kârları, nakit olarak gerçekleşen ve tahakkuk eden kârlar olarak iki ayrı bileşenden oluşmaktadır. Nakit olarak gerçekleşen kârlar, tahsil edilmiş gelirler ve ödenmiş giderlerden oluşmaktadır. Tahakkuk eden kârlar ise, nakit olarak tahsil edilmemiş gelirler ve ödenmemiş giderlerden oluşmaktadır. Nakit karşılığı oluşan işlemler seçilen muhasebe politikalarından etkilenmemektedir. Buna karşılık, tahakkuklar seçilen muhasebe politikaları, uygulanan yöntemler ve gelir ve giderlerin tanıma zamanına göre değişebilmektedir. Kârını yüksek göstermek isteyen yöneticiler, muhasebe politikalarını kârlarını yüksek gösterecek şekilde değiştirerek ve gelir ve giderin tanıma zamanını değiştirerek belirli dönemlerde bu amaçlarına ulaşabilmektedirler.

Halka arzlarda kârın yüksek gösterilmesinin engellenmesi veya yatırımcıların kârını yüksek gösteren işletmeler ile göstermeyen işletmeler arasında ayırım yapabilmelerinin sağlanması gerekmektedir. Finansal raporlama sürecine etkili olan tüm tarafların bu konuda önlemler almaları finansal piyasaların daha etkin bir şekilde çalışmasına katkıda bulunacaktır. Bu konudaki önerilerimiz aşağıda sunulmaktadır.

1. TMSK'nın muhasebe standartlarının hazırlanması ve yayımlanması işlevinin güçlendirilerek devam etmesi gerekmektedir. SPK'nın muhasebe standartlarını oluşturan kuruluş olmaktan çı-

karak asli görevi olan halka açık işletmeler ile ilgili düzenleme ve denetleme görevine geri dönmesi gerekmektedir.

2. Hukuki bir belge olan halka arz izahnamele-
rinin içeriklerinde bazı değişiklikler yapılması
halka arzlarda yatırımcıların bilgilendirilmesi
açısından faydalı olacaktır Mevcut durumda bu
bilgilerin bazıları izahnamelerde yer almaktadır
Ancak bu bilgiler izahnamelerde yer alan bilgi-
lerin yoğunluğu içinde dikkati çekemeyebil-
mektedir. Bu bilgilere izahnamelerde özellikle
vurgu yapılması gerekmektedir Önerilen deği-
şiklikler şöyledir:

a. İzahnamelerde işletme yönetiminin işletme
hakkında öngördükleri finansal, ekonomik ve
pazar durumu ile ilgili riskleri belirten bir bölü-
mün yer alması yatırımcıların bu konularda bil-
gilendirilmesi açısından faydalı olacaktır Yatı-
rımcılar böylece, işletmenin geleceği hakkında
ki risklerin işletmenin tarafından öngörüldüğü
şekliyle inceleme fırsatı bulacaklardır

b. İzahnamelerde yer alan finansal analiz bilgi-
lerine kârın nakit ve tahakkuk unsurlarının da
eklenmesi işletmelerin kârlarının sürdürülebilir-
liği açısından bilgilendirici olacaktır Bu anlam-
da tahakkukların dönem kârına oranı ve tahak-
kukların satışlara oranı bilgilerinin dönemler iti-
barıyla değişimi kârın yüksek gösterilip göste-
rilmedięi konusunda da bilgilendirici olacaktır.

c. İzahnamelerle ilgili önerilen bir başka deği-
şiklik de muhasebe politikalarındaki değişiklik-
ler ve bu değişimlerin işletme kârına olan etki-
lerinin ayrı bir bölüm altında sunulmasıdır Mu-
hasebe politikalarında kârı etkileyen önemli de-
ğişikliklerin yatırımcıların dikkatini çekecek bir

şekilde sunulması yatırımcıların bu değişiklikler
konusunda daha açık bir şekilde faydalanmalarını
sağlayacaktır

d. İzahnamelerde yer alabilecek bir başka bilgi
ise işletmelerin iç kontrol yapılarıyla ilgili bilgi-
lerdir. İç kontrol işlevini etkin bir şekilde yerine
getiren işletmelerde kârın yüksek gösterilmesi
gibi uygulamalarla daha az karşılaşılmaktadır
Bu açıdan izahnamelerde iç kontrol işlevinden
sorumlu olanlar, bu sorumluluğun ölçüsü, yöne-
tim kurulu ve genel kurula hangi ölçülerde he-
sap verildięi bilgilerinin izahnamelerde yer al-
ması gerekmektedir.

e. İşletmelerin kurumsal yönetim ilkelerine
uyumu ile ilgili bilgilerin izahnamelerde yer al-
ması yatırımcıların hisse senetlerini aldıkları iş-
letmelerin kurumsallığı açısından bilgilendiril-
mesini sağlayacaktır Şu anda gönüllülük esasına
göre geçerli olan kurumsal yönetim ilkeleri-
ne uygunluk bilgilerinin izahnamelerde yer al-
ması işletmelerin bu konulardaki çabalarını artı-
racaktır.

3. Aracı kurumlar ile halka açılan işletmeler ara-
sındaki ilişkilerin düzenlenmesi de kârın yüksek
gösterilmesinin engellenmesi konusunda önem-
li olmaktadır Bu anlamda halka arzlarda aracılık
yapacak olan işletmelerin, halka arz edilecek
olan işletme ile doğrudan veya dolaylı olarak
organik bağının bulunmaması, halka arzda olu-
şacak fiyatın ve yapılacak değerlemelerin daha
bağımsız olmalarını sağlayacaktır Böylece, aracı
kurumun halka arzla ilgili riskleri üstlendięi du-
rumlarda fiyatlamaları daha gerçekçi yapacaktır
Bu da işletmelerin kârı yüksek göstermelerini
engelleyecektir.

KAYNAKÇA

DuCharme, Larry L., Malatesta Paul H. ve Sefcik Stephan E. "Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance," **Journal of Accounting, Auditing, and Finance**, Vol. 16, No. 4, 2001, ss. 369-396

Friedlan, John M., "Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings", **Contemporary Accounting Research**, Vol.11, No.1, 1994, ss.1-31

Jones, Jennifer J. "Earnings Management During Import Relief Investigations", **Journal of Accounting Research**, Vol.29, No.2, 1991, ss.193-228

Mulford, Charles W. ve Comiskey, Eugene E., **The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices**, John Wiley & Sons Inc., New York:2002

Rosenboom, Peter, Van Der Goot, Tjalling ve Mertens, Gerard, "Earnings Management and Initial Public Offerings: Evidence from the Netherlands", **The International Journal of Accounting**, 2003, No.38, ss: 243-266

Teoh, Siew Hong, Welch, Ivo ve T.J. Wong, "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings", **The Journal of Finance**, Vol. 52, No. 6, 1998, ss. 1935-1974

Teoh, Siew Hong, T.J. Wong, G. Rao, "Are Accruals During an Initial Public Offerings Opportunistic?", **Review of Accounting Studies**, Vol. 3, 1999, ss 175-208

Yoon, Soon Suk ve Miller, Gary, "Earnings Management of Seasoned Equity Offering Firms in Korea", **The International Journal of Accounting**, No: 37, 2002, ss:. 57-58

