

HALKA AÇIK PİYASA DEĞERİ VE PİYASA DEĞERİNİN İŞLETME PERFORMANSINDAKİ ROLÜ: BİST HALKA ARZ ENDEKSİ'NDE BİR UYGULAMA

THE ROLE OF MARKET VALUE AND MARKET VALUE INITIAL PUBLIC OFFERING IN BUSINESS PERFORMANCE: AN APPLICATION IN THE ISTANBUL STOCK EXCHANGE PUBLIC OFFERING INDEX

Haşim BAĞCI 
M. A. İbrahim SARIAY 

Öz

Küresel finansal sistem ve sermaye piyasaları işletmelere kaynak arayışında yeni fırsatlar sunmaktadır. Bu sisteme entegre olamayan işletmeler yoğun rekabet koşullarında varlıklarını sürdürebilmek için kaynak sorunlarını borçlanma yoluyla çözebilmektedir. Borçlanmanın maliyeti yükseldiğinde ise finansman giderleri işletmelerin finansal tablolarını tahrip etmekte ve işletmelerin iyi olan performanslarını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Halka arz, işletmelerin borçlanma maliyetlerini azalttığı gibi, işletmelere kurumsallaşma, ek kaynak sağlama, piyasa değeri ve halka açık piyasa değerini tespit edebilme gibi birçok yeni olanaklar sağlamaktadır. Bu çalışmanın amacı, işletmelerin paylarını halka arz etmesiyle birlikte ortaya çıkan, piyasa değeri ve halka açık piyasa değerinin işletme performansındaki rolünü ortaya koymaktır. Bu bağlamda, piyasa değeri ve halka açık piyasa değerinin işletme performans göstergesi olarak belirlenen; faaliyet karı, özkaynak toplamı, yatırılan sermaye, Tobin Q ve net borç ile birlikte işletme performansındaki önemi ve rolü incelenmiştir. Araştırmada önem düzeyi belirleme ve firma karşılaştırması yapabilmek için 2 yöntem kullanılmıştır. İlk yöntem, performans göstergelerini karşılaştırmak için kullanılan “Normalize Edilmiş Maksimum Değerler” yöntemidir. Araştırmada kullanılan ikinci yöntem ise çok kriterli karar verme tekniklerinden birisi olan MOORA tekniğidir. Borsa İstanbul Halka Arz Endeksi'nde listelenen işletmelerin ele alındığı çalışmadan elde edilen bulgulara göre, halka açık piyasa değerinin, piyasa değerinden daha yüksek öneme sahip olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca halka açılma düzeyi yüksek olan işletmelerin, halka açılma düzeyi nispeten düşük olan diğer işletmelere göre daha iyi

* Dr. Öğr. Üyesi, Aksaray Üniversitesi Sağlık Bilimleri Fakültesi Sağlık Yönetimi Bölümü, E-mail: hasimbagci1907@hotmail.com, ORCID: 0000-0002-5828-2050

** Dr. Öğr. Üyesi, Aksaray Üniversitesi Sağlık Bilimleri Fakültesi Sağlık Yönetimi Bölümü, E-mail: ibrahimsariay@gmail.com, ORCID: 0000-0003-4632-3289

performans gösterdiği saptanmıştır. Sonuç olarak bu çalışmada, halka arz endeksinde işlem gören tüm işletmelerinin halka açık piyasa değerinin, işletme performansını arttırdığı ortaya konmuştur. Dolayısıyla, çalışmadan elde edilen bulgular işığında, halka açılmanın işletmeler için faydalı olacağını ifade etmek mümkündür.

Anahtar Kelimeler: Halka Açık Piyasa Değeri, Piyasa Değeri, İşletme Performansı

Jel Kodları: G32, L25, M40

Abstract

The global financial system and capital markets offer new opportunities for businesses seeking resource. Businesses that cannot integrate with this system can solve their resource problems by borrowing in order to survive in intense competitive conditions. When the cost of borrowing increases, financial expenses destroy the financial statements of the companies and may negatively affect the good performance of the companies. Public offering not only reduces the borrowing costs of businesses, but also provides many new opportunities for businesses such as institutionalization, providing additional resources, determining market value and market value initial public offering. The aim of this study is to reveal the role of market value and market value initial public offering in business performance, which arises when businesses offer their shares to the public. In this context, determined as the business performance indicator of market value and market value initial public offering, along with operating profit, total equity, invested capital, Tobin Q and net debt, its importance and role in business performance were examined. In the research, 2 methods were used to determine the level of importance and to compare companies. The first method is the “Normalized Maximum Values” method used to compare performance indicators. The second method used in the research is the MOORA technique, which is one of the multi-criteria decision making techniques. According to the findings obtained from the study dealing with the businesses listed in the Istanbul Stock Exchange Public Offering Index, it is determined that the market value initial public offering is of higher importance than the market value. In addition, it is determined that the companies with high level of public offering perform better than other enterprises with low level of public offering. As a result, in this study, it is revealed that the market value initial public offering of all the companies traded in the public offering index increases the performance of the company. Therefore, In the light of the findings obtained from the study, it is possible to state that public offering will be beneficial for businesses.

Key Words: Market Value Initial Public Offering, Market Value, Business Performance

Jel Codes: G32, L25, M40

Giriş

Gnmzde kreselleşmenin yavaşlama eğiliminde olduğunun ifade edilmesine karşın haliha-zırda; bilgi, iletişim, muhasebe, finans ve ekonomi gibi birçok alanda küresel sistemin yoğun bir şekilde etkili olduğu grlmektedir. Ekonominin vazgeçilmez unsurlarından olan işletmeler kreselleşebilme açısından değerlendirildiğinde, küresel sisteme entegre olmayı başaramayan kendi içine kapalı işletmelerin; finansal piyasalar, sermaye piyasaları ve genel ekonomi içerisinde ilişkiler ağı kurmakta zorlandıklarını ifade etmek mümkündür. Küresel sistemin dışında kalan işletmeler, varlıklarını sürdürebilmek ve rakip işletmelerle rekabet edebilmek için ihtiyaç duydukları fonları ve potansiyel yatırımcıları çekebilme konusunda sorunlarla karşılaşmaktadır.

Hızla gelişen teknolojinin yeni üretim ve yatırım fırsatları sunması, işletmelerin bu potansiyelden faydalanma noktasında sağlam bir finansal yapıya sahip olmalarını zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda, işletmelerin karlılığını artırarak büyüyebilmeleri ve maksimum işletme performansını ortaya koyabilmeleri için, yeni kaynak arayışlarına girmeleri kaçınılmaz olmaktadır. Özellikle döviz kuru, yüksek enflasyon ve yüksek faiz gibi çeşitli nedenlerle makroekonomide meydana gelen dalgalanmaların yaşandığı ekonomik kriz dönemlerinde, işletmelerin yatırımlarını ve faaliyetlerini borçla finanse etmeleri, finansman giderlerinin yüksek düzeylerde gerçekleşmesine ve işletmelerin iyi olan performanslarının düşüş eğiliminde görünmesine neden olmaktadır. Ayrıca faiz getirisine dayalı finansman sistemleri aracılığıyla elde edilen kaynaklar, özellikle sermaye birikiminin yetersiz ve risk algısının yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde finansman maliyetlerinin yüksek olmasına yol açmaktadır. Bu durum işletmelerin yüksek finansman maliyetleri nedeniyle kaynaklara ulaşmakta sorunlarla karşılaşmasına neden olmaktadır (Okur, Çatıkkaş ve Ersoy, 2018, 391). Yeni ve ek kaynak bulma noktasında karşılaşılan tüm bu sorunlar nedeniyle, işletmelerin daha uygun ve daha verimli koşullar altında finansman ihtiyaçlarını karşılamaları sorunu gündeme gelmektedir. İşletmelerin makroekonomik göstergelerde meydana gelen dalgalanmalardan daha az etkilenmesine ve daha güçlü bir sermaye yapısına sahip olmasına olanak sağlayan yöntemlerden biri ise halka arzıdır. Sermaye piyasası araçlarını borsaya kote olma koşullarını sağlayarak halka arz eden işletmelerin, hisse senetleri borsada işlem görmeye başlamasıyla birlikte, halka açık piyasa değerleri ve piyasa değerleri ortaya çıkmaktadır.

İşletmeler başarılı olabilmek ve gelecek dönemlere ilişkin doğru kararlar ve politikalar belirleyebilmek için performanslarını gözden geçirmek ve gerekli düzeltmeleri yapmak zorundadırlar. İşletme performansını olumlu ya da olumsuz etkileyen faktörlerin tespit edilmesi, en uygun kaynakların nereden ve nasıl temin edilebileceğinin saptanması, kaynakların ne zaman, hangi koşullarda ve hangi alanlara dağıtılacağına ortaya konulması, işletmelerin daha önceden belirledikleri hedeflere ulaşmaları açısından yol gösterici olmaktadır (Bayyurt, 2007, 578). Peter F. Drucker'ın "ölçemediğiniz şeyi yönetemezsiniz" sözünde ifade ettiği üzere, işletme performansının ve işletme performansını etkileyen faktörlerin ortaya konulabilmesi ise çeşitli ölçüm modelleriyle mümkün olabilmektedir. Bu bağlamda, işletmelerin paylarını halka arz ederek halka açık piyasa değerleri ve piyasa değerinin saptanması ve ortaya çıkan bu değerlerin işletme performansı ile olan ilişkisinin incelenmesi önemli bir araştırma konusu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu çalışmanın organizasyonunda ilk olarak halka arz, işletmelerin halka açık piyasa değeri ve piyasa değeri konuları incelenmiştir. Bir sonraki aşamada halka açıklık ve işletme performansına ilişkin literatür değerlendirildikten sonra, halka açık piyasa değeri ve piyasa değerinin işletme performansındaki rolü, Borsa İstanbul (BİST) Halka Arz Endeksi'nde işlem gören işletmeler üzerinde ele alınmıştır. Literatür incelendiğinde, işletmelerin halka açıklık oranının işletme performansı ile ilişkisi konusunda çalışmalar olmasına karşın, halka açık piyasa değeri ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen her hangi bir çalışma bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu çalışmanın literatüre en önemli katkısı, işletmelerin piyasa değerinin halka açık piyasa değeriyle birlikte işletme performansındaki rolünün araştırılmasıdır.

1. Halka Arz

İşletmelerin küresel finans sistemi içerisinde yer alabilmelerinin en kolay yöntemlerinden biri, sermaye piyasası enstrümanlarının borsa kotuna alınarak işletme paylarının halka arz edilmesidir. Halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için yapılan genel bir çağrıyla pay veya payların satışı olarak ifade edilmektedir (Mevzuat Bilgi Sistemi, 2012, sayı 28513).

İşletmeler; halka arz yoluyla küresel finansal sisteme dahil olmanın yanı sıra, varlıkların ve yatırımların finansmanı, faaliyetlerin sürdürülebilmesi için gerekli olan likiditenin sağlanması, ilk halka arz ve sermaye artırımına giderek ek finansman kaynağı sağlama, işletmenin herhangi bir ödemede bulunmaksızın medyada yer alarak yurt içinde ve yurt dışında tanıtımı, kredibilite, işletme değerinin saptanması ve artırılması, itibar, imaj, prestij ve kurumsallaşma gibi, işletmenin büyümesine ve daha sağlıklı bir finansal yapıya sahip olmasına katkı sağlamayı amaçlamaktadırlar. İşletme paylarının halka arz edilmesiyle birlikte, işletmeler farklı finansman tekniklerine göre daha düşük maliyetli ve daha uzun dönemlere yayılabilen ek bir kaynak sağlamaktadır. Halka arz yoluyla kaynak sağlamada işletmeler, prim ödemesi dışında faiz ve anapara maliyetinden kurtulmaktadır. Bu yüzden, halka arzın varlıkların borçla finansmanı ile elde edilen kaynaklara göre önemli avantajları bulunmaktadır. Ayrıca halka arz, hisse senedi piyasasında ortaya çıkan fiyatlar üzerinden pay satışına olanak sağlayarak işletmelerin ve ortakların fon bulamama sorununa alternatif czmler sunmaktadır.

Sağlıklı bir finansal yapıda büyümenin gerçekleştirilebilmesi için, işletme içerisinde üretilen ya da sahip olunan mevcut i kaynaklar yeterli düzeyde olmayabilir. Dolayısıyla, maksimum işletme performansının sağlanabilmesi, kaynakların çeşitlendirilerek dış kaynaklardan da uygun finansman olanaklarının bulunmasına bağlıdır. Bu noktada, işletmelerin varlıklarını ve faaliyetlerini finanse etme konusunda dışarıdan kaynak sağlama araçlarından biri olarak halka arz yöntemi ortaya çıkmaktadır.

SPK'nın Seri: I, No: 26 sayılı tebliğine göre halka arz  yöntemle gerçekleştirilebilmektedir. Ortakların paylarının satışı yönteminde, ortakların sahip olduğu hisse senetleri halka arz edildiği için, işletmeye herhangi bir nakit girişi olmamaktadır. Sermaye artırımı şeklinde halka arz yönteminde, ortakların yeni pay alma hakları kısmen veya tamamen kısıtlanarak hisse senetleri halka arz edilmektedir. Dolayısıyla, bu yöntemde işletmeye nakit girişi sağlanırken ortaklara kaynak sağlanmaktadır. Karma yöntemde ise, ortakların paylarının satışı ve sermaye artırımını birlikte uygulanmaktadır. Bu yöntemde ortaklar nakit elde ederken aynı zamanda işletmeye de nakit girişi söz konusu olmakta ve ek kaynak ortaya çıkmaktadır (Başınar, 2008, 14-15).

BİST Halka Arz Endeksi; hisseleri Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Gelişen İşletme Pazarında işlem görmeye başlayan işletmelerin paylarından oluşmaktadır. Hisse senetleri işlem görmeye başladığı ilk gün BİST Halka Arz Endeksi kapsamına alınmakta ve 2 yıl bu endeks kapsamında işlem görmektedir. BİST Halka Arz Endeksi'nde işlem gören işletmeler, endeks kapsamına alındığı tarihi takip eden 25. ayın ilk iç günü geçerli olacak şekilde endeksten çıkarılmaktadır (www.borsaistanbul.com).

2. Halka Açık Piyasa Değeri ve Piyasa Değeri

İşletmeler; faaliyetlerini sürdürebilmek, yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek ve varlıklarının değerini yükselterek büyüebilmek için yeni kaynaklara ihtiyaç duyarlar. İşletmelerin ek kaynak ihtiyacını karşılayabilmek amacıyla pay ya da paylarının halka arz edilmesi, sermaye piyasalarının işletmeyi bir bütün olarak değerlemesini sağlamıştır. Bu bağlamda, piyasadaki yatırımcıların işletmenin bütününe biçtiği değer işletmelerin piyasa değeri olarak ifade edilmektedir. Stewart'a göre herhangi bir şeyin değeri, başkalarının onun için ödemeye hazır oldukları bedel kadardır (Stewart, 1997, 250).

Potansiyel yatırımcılar piyasa değerini işletmenin rekabet içerisinde olduğu diğer işletmelerle karşılaştırmak ve işletmenin büyüklüğünü ölçmek için kullanmaktadır. Ortaklar, işletmeye kredi veren finans kuruluşları ve diğer paydaşlar ise, işletmenin finansal tablolarında yer alan ve tarihi maliyet bedeliyle değerlendirilmiş olan defter değerinin dışında hisse senetlerinin gerçeğe uygun değerlerini sermaye piyasasında ortaya çıkan fiyatla görebilme imkanı elde etmektedir.

Piyasa değeri bir bütün olarak işletmenin değerini göstermekle birlikte, işletmenin hangi tutarda sermaye yatırdığına ilişkin bir bilgiyi içermemektedir. Ortaya çıkan toplam değer, işletmenin sadece piyasa değeri değil, aynı zamanda piyasa değeri ile yatırımcıların işletmeye koydukları sermaye farkını da göstermektedir. Bir başka ifade ile piyasa değeri, işletmenin uzun dönemde elde etmesi beklenen nakit girişlerinin bugünkü değerini ortaya koymaktadır (Ertuğrul, 2009, 31-32). Dolayısıyla piyasa değeri işletmenin iç bünyesi hakkında bilgi vermekten ziyade, işletme dışındaki diğer paydaşların işletmeye verdiği önemi göstermektedir.

Türkiye Finansal Raporlama Standardı (TFRS) 13'de gerçeğe uygun değer, piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat olarak tanımlanmıştır. TFRS 13 borsada oluşan kapanış fiyatlarını kolayca erişilebilen ve genellikle gerçeğe uygun değeri yansıtan fiyatlar olarak nitelendirmiş ve Londra Menkul Kıymetler Borsasını, bu tür piyasalara örnek olarak göstermiştir (Kamu Gözetimi Kurumu, 2020, TRFS 13). Dolayısıyla işletmelerin bir bütün olarak gerçeğe uygun değerini, özellikle hisse senetleri borsa da işlem gören işletmelerin piyasa değeri olarak ifade etmek mümkündür. Hisse senetleri halka arz edilen bir işletmede piyasa değeri, sermayeyi temsil eden toplam pay sayısının pay fiyatıyla çarpılmasıyla bulunmaktadır. Bir başka ifade ile piyasa değeri, borsanın son işlem günündeki kapanış hisse fiyatıyla toplam hisse sayısının çarpılmasıyla hesaplanmaktadır (Stewart, 1997, 298-299). Bu hesaplamadaki toplam hisse sayısı işletmelerin finansal durum tablolarında yer alan ödenmiş sermayeleridir. Sermaye piyasalarında meydana gelen spekülasyon dalgalarının etkisini en aza indirmek için, hisse fiyatlarının yıllık değerlerinin aritmetik ortalaması alınarak ortalama bir hisse fiyatı tespit edilebilmekte ve yıllık ortalama hisse fiyatıyla işletmenin ödenmiş sermayesi çarpılarak piyasa değerinin hesaplanması, tercih edilen yöntemlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Toplam piyasa değeri, işletmenin bütününe dolaşımda olan hisse senetlerini satın almak için ihtiyaç duyulan para miktarını göstermektedir. Halka açık piyasa değeri ise, sadece halkın ulaşabildiği hisseler üzerinden hesaplanmaktadır. BİST'te işlem gören payların halka açıklık oranları, işletmelerin fiili dolaşımdaki pay oranlarıdır. Fiili dolaşımdaki payların piyasa değerini gösteren halka açık piyasa değeri, toplam piyasa değerinin fiili dolaşımdaki pay oranı ile çarpılmasıyla hesaplanmaktadır.

Bir başka ifade ile halka açık piyasa değeri, işletmenin toplam piyasa değerinin halka açıklık oranıyla çarpılmasıyla tespit edilmektedir. Örneğin; 1.000.000 hissesi olan bir işletmenin hisse fiyatı 6 TL ise bu işletmenin piyasa değeri 6.000.000 TL olarak gerçekleşecektir. Aynı işletmenin halka açıklık oranının %20 olduğu varsayımında işletmenin halka açık piyasa değeri 1.200.000 TL olarak hesaplanacaktır. Tablo 1'de 25 şubat 2020 tarihinde BİST Halka Arz Endeksi'ne kayıtlı işletmelerin halka açık piyasa değeri ve piyasa değerinin hesaplanmasına ilişkin bir örnek verilmiştir.

Tablo 1: BİST Halka Arz Endeksi İşletmelerinin Halka Açık Piyasa Değerleri ve Piyasa Değerleri

İşletme	Sektör	Hisse Fiyatı	Toplam Hisse Sayısı (mn TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	Halka Açık-lık Oranı (%)	Halka Açık Piy. Değeri (mn TL)
şok Marketler	Perakande Ticaret	8,8	611,9	5.385	36,9	1.987,06
Enerjisa	Elektrik	8,09	1.181,1	9.554,8	20	1.910,96
MLP Sağlık	Sağlık ve İlaç	16,8	208	3495	33,5	1.170,82
Naturel Enerji	Diğer	19,85	33	655,1	36,4	238,45
Kafein Yazılım	Teknoloji	14,4	19,8	284,4	75,3	214,15
Smartiks Yazılım	Teknoloji	9,26	31,9	295	48,8	143,96
Yükselen elik	Demir-elik	9,52	43,3	412,3	29,4	121,21
ARD Bilişim	Teknoloji	14,81	22	325,8	34,1	111,09
Papilon Savunma	Teknoloji	10,48	34,4	360,3	27,3	98,36
Peker GYO	GYO	3,08	73,1	225,1	36,5	82,16
Derlüks Deri	Deri Giyim	3,86	27,8	107,1	49,5	53,01
Event Medya	Diğer	7,12	18,8	133,9	36,2	48,47
Formet elik Kapı	Diğer	2,3	76	174,8	26,7	46,67
Trend GYO	GYO	2,32	30	69,6	29,7	20,67
Endeks Ortalaması	Halka Arz Endeksi	9,33	172,2	1534,1	37,1	446,22

Not: Tablo 1 ham veriler kullanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.

BİST Halka Arz Endeksi'nde farklı sektörlerde faaliyet gösteren 14 işletmenin hisse senetleri işlem görmektedir. Tablo 1 incelendiğinde 25 şubat 2020 tarihinde bu endekste işlem gören işletmelerden Naturel Enerji işletmesinin en yüksek (19,85) ve Formet elik Kapı işletmesinin ise en düşük (2,3) hisse fiyatıyla değerlendiği grlmektedir. Buna karşın, Enerjisa işletmesinin toplam hisse sayısı bir başka ifade ile denmiş sermayesi tüm işletmelerden yüksek olmasına rağmen (1181,1(mn TL)) halka açıklık oranı düşük olduğu için (%20), halka açık piyasa değeri açısından hisse fiyatları hemen hemen aynı olmasına rağmen şok Marketler işletmesinin gerisinde kalmıştır. Halka açık piyasa değeri en yüksek olan şok Marketler işletmesi değerlendirildiğinde, işletmenin hisse fiyatının endeks ortalamasının altında olduğu ve halka açıklık oranının endeks ortalamasından biraz yüksek olduğu grlmektedir. İşletmelerin halka açıklık oranları incelendiğinde ise, Kafein Yazılım işletmesinin dikkate değer bir oranda halka açıldığı (%75,3) tespit edilmiştir. Kafein Yazılım işletmesinin toplam hisse sayısı (19,8(mn TL)) endeksteki işletmeler içerisinde Event Medyadan sonra en düşük ikinci işletme olmasına rağmen, halka açık piyasa değerinin endekste yer alan 9 işletmeden daha yüksek olduğu grlmektedir. Dolayısıyla halka açık piyasa değeri ve piyasa değeri, işletmelerin halka arz oranlarında meydana gelen farklılıklara bağlı olarak değişkenlik göstermektedir.

Çalışmanın uygulama bölümünde ilgili literatür değerlendirildikten sonra, bu farklılıkların işletmelerin halka açık piyasa değeri ve piyasa değerlerinin işletme performansında nasıl bir rol aldığı ele alınmıştır.

3. Literatür

İşletmelerin piyasa değeri ve halka açıklık oranları aracılığıyla ölçülebilen halka açık piyasa değerinin işletme performansında nasıl bir rolü olduğunu inceleyen bir çalışma, yerli ve yabancı literatürde bulunmamaktadır. Ancak literatür incelendiğinde işletmelerin halka açıklık oranlarının ve ilk halka arz oranlarının işletme performansı ile olan ilişkisinin incelendiği çok sayıda çalışma yapıldığı görülmektedir. Bu bağlamda, çalışmayla ilişkilendirilebilen literatür aşağıda değerlendirilmiştir.

Mhagama ve Topak (2019) halka arz ve işletme performansını inceledikleri çalışmada, 2013-2011 döneminde BİST’te halka arz edilen 38 işletmeyi ele almışlardır. Çalışmada işletme performansı olarak; aktif getirisi, özkaynak karlılığı ve faaliyet kar marjı kullanılmıştır. Panel veri analizi ve ortalama değişim analizi yöntemlerinin kullanıldığı çalışmadan elde edilen bulgulara göre, halka arzdan önceki yıllarla karşılaştırıldığında, halka arzın gerçekleştiği yıl ve sonraki ilk yıl boyunca işletme performansının düştüğü ve genel olarak halka arz ile işletme performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu tespit edilmiştir.

Kesbiç ve Taşdemir (2019) hisse senetleri BİST’te işlem gören 89 işletmenin 2010-2018 dönemine ilişkin finansal performansıyla halka açıklık oranları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan çalışmada işletmelerin halka açıklık oranları bağımsız değişken olarak değerlendirilmiştir. İşletmelerin aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, yıllık hisse getirileri, Tobin Q oranı bağımlı değişken ve kaldıraç oranı ise kontrol değişkeni olarak kabul edilmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, Tobin Q oranı ile işletmelerin halka açıklık oranı arasında negatif yönlü ancak anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Çalışmada kullanılan diğer değişkenler ile anlamlı bir ilişki ortaya konulmamıştır.

Horasan, Meydan ve Yılmaz (2019) işletmelerin sahiplik yapılarının performans göstergeleri üzerinde etkili olup olmadığını inceledikleri çalışmalarında, BİST’te işlem gören imalat sanayi işletmelerinin 2011-2017 dönemine ilişkin verilerini ele almışlardır. Regresyon analizinin yapıldığı çalışmada halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, işletme yaşı ve halka açıklık süresi bağımsız değişken, piyasa katma değeri ve ekonomik katma değer ise bağımlı değişkenler olarak değerlendirilmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, piyasa katma değerinin halka açıklık oranına anlamlı bir etkisinin olduğu saptanmıştır.

Batool (2018) Pakistan’da ilk halka arzda işletmelerin uzun dönem performanslarını incelemiştir. 2016-2011 dönemi için 15 işletmenin ele alındığı çalışmada, hisselerini halka arz eden işletmelerin hisse senedi getirileri bağımsız değişken olarak kabul edilmiş; işletme büyüklüğü, firma yaşı, karlılık ve kaldıraç oranları ise, işletmelerin uzun dönem performans göstergeleri olarak değerlendirilmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, işletmenin büyüklüğü ve karlılığı halka arzların uzun dönem performansı ile önemli bir pozitif korelasyona sahipken, kaldıraç oranı ve işletme yaşı ise, halka arzların uzun dönemli performansı ile negatif korelasyon göstermiştir.

Shukla ve Saw (2018) ilk halka arzdan sonra Hindistan'da 2000-2011 döneminde faaliyet gösteren 413 halka arz işletmesinin performanslarında nasıl bir değişim olduğunu incelemişlerdir. Çalışmada oklu değişken yaklaşımı benimsenmiş ve işletme performansı göstergesi olarak; varlık devir hızı, satışlar, ROA, RCFA ve ROS kullanılmıştır. ROA; faiz, vergi, amortisman ve itfa payından önceki karın toplam aktiflere oranı olarak hesaplanmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, varlıklar (varlıkların getirisi), satış hacimleri (satış getirisi) ve kar gibi işletme performans göstergelerinin halka arz sonrasında bozulmadığı saptanmıştır. Ayrıca benzer diğer çalışmalarda ortaya konulan, varlıkların getirisinde belirgin bir düşüşün aksine, bu çalışmada istikrarlı bir satış getirisi bulunmuştur.

şenol ve Ulutaş (2018) muhasebe bilgi sistemi aracılığıyla saptanan performans ltleriyle, piyasa esaslı ltler arasında fark olup olmadığını incelemişlerdir. CRITIC ve ARAS yöntemlerinin kullanıldığı çalışmada, BİST'te işlem gören Kimya, Petrol, Kavuçuk ve Plastik Ürünler sektöründe yer alan işletmeler ele alınmıştır. Çalışmada muhasebe temelli performans göstergesi olarak; yatırılan sermayenin getirisi, aktif karlılığı, zsermaye karlılığı ve hisse başına kar kullanılmıştır. Piyasa temelli göstergeler ise, Tobin Q, Piyasa Değeri/Defter Değeri, Fiyat Kazanç Oranı ve Piyasa Katma Değeri olarak değerlendirilmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgular incelendiğinde, muhasebe bilgi sistemi aracılığıyla tespit edilen performans ölümlerine göre gerçekleştirilen işletmelerin sıralaması ile piyasa temelli performans ltlerine göre gerçekleştirilen işletme sıralamasının farklı olduğu ortaya konmuştur.

Munisi (2017) Tanzanya'daki Dar es Salaam Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen işletmelerin halka arz öncesi ve halka arz sonrasında ilişkin finansal performans farkını incelemiştir. İşletmelerin finansal performans oranlarının kullanıldığı çalışmadan elde edilen bulgulara göre, halka arz öncesi ve halka arz sonrası finansal performans arasında önemli bir fark olduğu saptanmıştır. Buna göre özellikle, işletmelerin halka arz sonrasında finansal performanslarında önemli bir artış olduğu tespit edilmiştir.

Cao ve Montezano (2016) Brezilya'da faaliyet gösteren 47 işletmenin hisselerini halka arz ettikten sonra finansal performanslarında meydana gelen değişiklikleri 2002-2008 döneminde incelemişlerdir. Halka arz döneminde ilişkin 3 yıl ve halka arzdan sonraki 3 yıla ilişkin verilerin ele alındığı çalışmada; büyüklük, büyüme oranı, karlılık, finansal kaldıraç, yatırım seviyesi ve yatırım oranı olmak üzere 6 finansal performans göstergesi kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, ortalama olarak büyüklük, karlılık, yatırım seviyesi ve yatırım oranında istatistiksel olarak önemli iyileşmeler olduğu saptanmıştır. Ancak, Brezilya işletmelerinin halka arzından sonra büyüme oranı ve finansal kaldıraçta istatistiksel olarak önemli bir değişiklik bulunamamıştır.

Pastusiak, Bolek, Malaczewski ve Kacprzyk (2016) işletmelerin halka arz öncesi ve halka arz sonrası farklı performans gösterip göstermediğini işletme karlılığı açısından inceledikleri çalışmada, Varşova Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 527 işletmeyi ele almışlardır. Çalışmada işletme performansının etkinliğini saptamak için karlılık göstergesi olarak, aktif getirisi (ROA) ve zkaynak getirisi (ROE) kullanılmıştır. Ayrıca, halka arz ncesi ROE ve ROA'daki artışın halka arzdan sonra piyasa manipülasyonunun bir sonucu olup olmadığını tespit etmek için, faaliyet kar marjı ve net kar marjı olan iki gösterge daha dikkate alınmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, ilk halka arzdan önceki yılda karlılık oranları bir önceki yıla göre yükselmiş, halka arzdan sonra ise düşmüştür.

Ayrıca halka arzı gerçekleştiren işletmelerin; ROE, ROA, net kar marjı ve faaliyet kar marjı performanslarının halka arzdan önceki dönemlere göre daha olumlu olduğu tespit edilmiştir.

Çam (2016) BİST tekstil sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin halka açıklık oranlarının işletme karlılığına etkisini panel regresyon modeli ile araştırmıştır. Çalışmada tekstil sektöründe yer alan işletmelerin 2010-2014 dönemine ilişkin hisse başına kar, öz sermaye karlılığı, net karlılık, aktif karlılığı bağımlı değişken olarak tespit edilmiştir. Finansal kaldıraç, işletme yaşı ve işletmelerin halka açıklık oranlarının bağımsız değişken olarak ele alındığı çalışmadan elde edilen bulgulara göre, işletmelerin karlılığıyla halka açıklık oranları arasında negatif yönlü ancak anlamlı bir ilişkinin olduğu saptanmıştır.

Bostancı ve Kılıç (2012) işletmelerin halka açıklık oranlarının piyasa performansına etkisini BİST’te işlem gören 199 hisse senedi üzerinde incelemiştir. Regresyon modelinin kullanıldığı çalışmada, işletmelerin halka açıklık oranıyla, bağımlı değişkenler olarak ele alınan; günlük ortalama işlem miktarı, günlük ortalama kapanış fiyatı ve fiyat oynaklığı arasındaki ilişki değerlendirilmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, oransal olarak yüksek düzeyde halka açılan işletmelerin hisse senetlerinin kapanış fiyatlarının dikkate değer bir şekilde yüksek olduğu ancak, hisse senedi riskinin ve oynaklığının halka açıklık oranı yükseldikçe arttığı tespit edilmiştir.

Zaluki (2008) Malezya’da 1990-2000 dönemlerine ilişkin halka arzı gerçekleştiren 254 işletmenin halka arzdan önce, halka arz dönemi ve halka arzdan sonra işletme performanslarını incelemiştir. Çalışmada; piyasa değeri, faaliyet karı, toplam satışlar, toplam varlıklar, özkaynaklar, toplam borç, borçların özkaynağa oranı ve işletmelerin halka arz oranları kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, halka arz yılını takip eden üç yılda ortalama halka arz işletmelerinin deneyimli işletmelere göre daha düşük işletme performansı ortaya koydukları ve işletme performanslarında meydana gelen bozulmanın en önemli nedeninin halka arz yöneticisinin kısa vadeli kazanç manipülasyonundan kaynaklandığı ifade edilmiştir.

4. Veri ve Metodoloji

Araştırmada BİST’e kayıtlı Halka Arz Endeksi’nde faaliyet gösteren işletmelerin 2019 yılına ilişkin veriler incelenmiştir. Halka arz endeksi, geçici bir endeks olup normal koşullar altında bu endekse giren işletmeler 2 yıl boyunca işlem görmektedir. İşletmeler borsaya yeni kayıt olduklarında bu endekse alınmakta ve ilerleyen süreçte endeksten çıkarılmaktadır. Dolayısıyla, endekste yer alan işletmeler yıldan yıla değişkenlik gösterdiği için, en fazla veriye ulaşılabilen yıl olan 2019 yılı değerlendirilmiştir. Araştırma yapıldığı dönemde halka arz endeksinde bulunan işletmeler Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2: Halka Arz Endeksi İşletmeleri

Borsa Kodu	Şirket Adı
ARDYZ	ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.
CEOEM	CEO Event Medya A.Ş.

DERAS	Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.ř.
ENJSA	Enerjisa Enerji A.ř.
FORMT	Formet elik Kapı Sanayi ve Ticaret A.ř.
KFEIN	Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.ř.
MPARK	MLP Sağlık Hizmetleri A.ř.
NATEN	Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.ř.
PAPIL	Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hzmt. İthalat İhracat San. ve Tic. A.ř.
PEKGY	Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.ř.
SMART	Smartiks Yazılım A.ř.
SOKM	şok Marketler Ticaret A.ř.
TDGYO	Trend Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.ř.
YKSLN	Yükselen elik A.ř.

Tablo 2'ye göre; araştırmanın yapıldığı tarihte halka arz endeksinde 14 işletme bulunmaktadır. Ancak 14 işletme içerisinden 13'ünün verilerine ulaşılabilmektedir. NATEN işletmesi 2020 yılında halka açıldığı için 2019 yılına ait mali tabloları bulunmamaktadır. Araştırmada ele alınan işletmelerin verilerine BİST ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan erişim sağlanmıştır.

Çalışma kapsamına alınan işletmelerin performanslarını karşılaştırabilmek için literatür incelemesi yoluyla belirlenen işletme performans göstergeleri; faaliyet karı, özkaynak toplamı, net borç, yatırılan sermaye, Tobin Q değeri, piyasa değeri ve halka açık piyasa değeri olarak belirlenmiştir. Faaliyet karı, özkaynak toplamı, net borç ve yatırılan sermaye performans göstergeleri işletmelerin finansal tablolarından elde edilmiştir. Piyasa değeri yönteminin geliştirilmiş bir şekli olan Tobin Q değerinin hesaplanmasında Chung ve Pruitt (1994) tarafından geliştirilen model kullanılmıştır. Buna göre Tobin Q hesaplanırken işletmenin piyasa değeriyle net borçları toplanmaktadır. Elde edilen sonuç varlıkların yerine koyma maliyeti varsayılan aktif toplama oranlanarak Yaklaşık Tobin Q oranına ulaşılmaktadır. Araştırmada kullanılan Tobin Q dışındaki performans göstergeleri oransal değil, rakamsal bir değerle ifade edilmektedir. Dolayısıyla piyasa değeriyle net borçlar toplanıp aktif toplamdan çıkarılarak Tobin Q rakamsal bir değer olarak ele alınmıştır.

Tespit edilen değişkenler ve işletmeler bağlamında; çalışmanın temel amacı, işletme performansında bu değişkenlerin ne derece önemli olduğunu saptamak ve özellikle piyasa değeri-halka açık piyasa değeri önem düzeylerini karşılaştırmaktır. Çalışmanın alt amacı ise, işletme performans göstergelerine göre halka arz endeksinde hangi firmanın daha iyi performans gösterdiğini ortaya ıkarılmaktır.

Araştırmada önem düzeyi belirleme ve firma karşılaştırması yapabilmek için birbirinin alternatif olmayan ancak birbirini tamamlayan 2 yöntemden faydalanılmıştır. İlk yöntem, performans göstergelerinin önem düzeyini belirlemek için kullanılan "Normalize Edilmiş Maksimum Değerler" yöntemidir. İkinci yöntem ise firma karşılaştırması yapabilmek için kullanılan "MOORA" yöntemidir.

Bulut (2017) tarafından geliştirilen ilk yöntemin literatürdeki adı "Normalized Maximum Values Method" (NMV)'dir. Yöntemin uygulama kısmı, diğer yöntemlerin aksine kısa ve kullanıma uygundur. Tevfik Bulut'un geliştirdiği ve kişisel web sayfasında yayınladığı bu yöntem literatürde ilk kez bu

çalışmada kullanılmaktadır. İlk adımda her yöntemde olduğu gibi karar matrisi oluşturulmakta ve 1 numaralı formülde görülmektedir.

$$X = \begin{bmatrix} x_{11} & x_{12} & \dots & x_{1n} \\ x_{21} & x_{22} & \dots & x_{2n} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ x_{m1} & x_{m2} & \dots & x_{mn} \end{bmatrix} \quad (1)$$

İkinci adımda tüm veriler oransal değerlere dönüştürülmektedir. Bu dönüşüm süreci verinin kendisinin kriter toplamına oranlanmasıyla gerçekleşmekte ve 2 numaralı formülle gösterilmektedir.

$$X_{ij} = X_i / \sum X \quad (2)$$

Üçüncü adımda maksimum kriter belirlenerek, normalizasyon matrisi oluşturulmaktadır. Normalizasyon matrisi oluşturulurken ikinci adımda hesaplanmış değerlerden yararlanılmakta ve bu değerlerin önce maksimumu ardından ortalaması ve son olarak da standart sapması alınmaktadır. Bu işlem her kritere ayrı ayrı uygulanmaktadır. Bu üç işlemin birleştirilmesi sürecinde ise maksimum, ortalama ve standart sapmaları alınan kriterlere standartlaştırma işlemi uygulanmaktadır. Bu işlemin diğer adı, verilerin normalize edilmesidir.

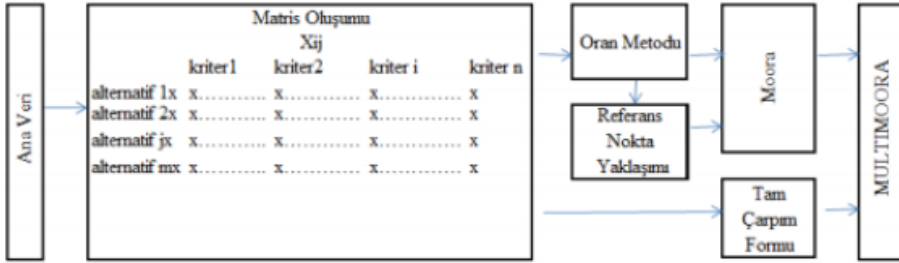
$$\text{Max (Xij), Ortalama (Xij), StdSapma.S(Xij)} ; \text{Standartlaştırma (Max, Ortalama, Std.Sapma)} \quad (3)$$

Son adımda ise, kriter ağırlıkları belirlenerek önem dereceleri hakkında yorum yapılabilmektedir. Bu belirleme işleminde normalize edilmiş kriter değerleri toplam normalizasyon değerine oranlanmakta ve ağırlıklar bulunmaktadır. Ağırlıkların bulunmasının ardından kriterler büyükten küçüğe sıralanarak önem düzeyleri tespit edilmektedir.

$$W_{ij} = \text{Normalize Edilmiş Kriter} / \text{Toplam Normalize Edilmiş Kriter} \quad (4)$$

Araştırmada kullanılan ikinci yöntem ise MOORA tekniğidir. MOORA tekniği oran analizine dayalı çok kriterli karar verme tekniklerinden biridir. MOORA yönteminin seçilmesinin nedeni ise, ilk yöntemdeki değerlerin oransal değerlere dönüşümüyle uyumlu olmasıdır. MOORA yöntemi, 2006 yılında Brauers ve Zavadskas'ın geliştirmiş olduğu ve yeni kullanılmaya başlanan güncel yöntemlerden biridir. MOORA yönteminin MOORA-Oran, MOORA-Referans Noktası, MOORA-Önem Katsayısı, MOORA-Tam Çarpım Formu ve MULTIMOORA gibi türleri bulunmaktadır (Özbek, 2017, 183). Bu türlere ait diyagram Şekil 1'de gösterilmiştir.

şekil 1: Multimoora



Kaynak: Brauers ve Zavadskas, 2012, 8.

şekil 1’de MULTIMOORA yönteminin nasıl oluştuğu grlmektedir. Oran metodu ve referans nokta yaklaşımlarının birleşimiyle MOORA yöntemi ortaya çıkarken, MOORA yönteminin tam çarpım formuyla birleşimi ise MULTIMOORA yöntemini vermektedir.

Oran metodu yapılmadan önce 5 numaralı denklemden grlen karar matrisi oluşturulmuştur (Brauers ve Zavadskas, 2006, 445-469).

$$X = \begin{bmatrix} x_{11} & x_{12} & \dots & x_{1n} \\ x_{21} & x_{22} & \dots & x_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_{m1} & x_{m2} & \dots & x_{mn} \end{bmatrix} \quad (5)$$

5 numaralı denklemin ardından oran metodunda kullanılan matris normalize edilir ve normalize edilmede kullanılan formül, 6 numaralı denklemden grlmektedir.

$$x_{ij}^* = \frac{x_{ij}}{\sqrt{\sum_{i=1}^m x_{ij}^2}} \quad (6)$$

Moora-Oran Metodu

Oran metodunda normalize edilmiş veriler üzerinden karar seçeneklerinin performans sıralaması yapılmaktadır. Bu sıralama 7 numaralı denklem yardımıyla gerçekleştirilmektedir.

$$y_i^* = \sum_{j=1}^g x_{ij}^* - \sum_{j=g+1}^n x_{ij}^* \quad (7)$$

7 numaralı formülde maksimum yönlü kriterlerden minimum yönlü kriterler çıkarılır ve büyükten küçüğe sıralanarak alternatif seçimi yapılmaktadır. Oran yönteminde kriterlerin eşit öneme sahip olduğu varsayılmaktadır.

Moora-Önem Katsayısı Yaklaşımı

Önem katsayısı yaklaşımında kriterlerin önceden belirlenen ağırlıkları ile maksimum ve minimum yönlü verilerin çarpılması ile bulunmakta ve 8 numaralı formüle gösterilmektedir.

$$y_i^* = \sum_{j=1}^g w_j x_{ij}^* - \sum_{j=g+1}^n w_j x_{ij}^* \quad (8)$$

Önem katsayısı yaklaşımında elde edilen sonuç büyükten küçüğe sıralanarak alternatif seçimi yapılmaktadır. Önem katsayısı yaklaşımı oran metodundan sadece ağırlık kısmından dolayı farklılaşmaktadır (Brauers ve Zavadskas, 2012, 10).

Moora-Referans Noktası Yaklaşımı

Bu yaklaşımda oran yaklaşımındaki normalize veriler kullanılır ve her bir kriterin pozitif veya negatif yönlü olmasına göre en iyi-en kötü referans değerleri belirlenir. Ardından referans noktasına olan mesafe 9 numaralı formül yardımıyla hesaplanmaktadır (Brauers ve Zavadskas, 2012, 10).

$$d_{ij} = |r_i - x_{ij}^*| \quad (9)$$

Mesafelerin bulunmasının ardından her seçeneğin en yüksek değeri bulunup küçükten büyüğe sıralama yapılmakta ve 10 numaralı formülle gösterilmektedir.

$$P_i = \min_i (\max_j d_{ij}) \quad (10)$$

Ayrıca bu yaklaşımda ağırlıklar da hesaba katılarak 9 nolu formülün yerine 11 numaralı formül kullanılmaktadır.

$$d_{ij} = w_j |r_i - x_{ij}^*| \quad (11)$$

Moora-Tam arpım Formu

Tam arpım formunda veriler normalize edilmeden önceki bir diğer ifadeyle karar matrisi oluşturulan verilerin maksimum yönlü verileri çarpılıp, minimum verilerin çarpımına oranlanarak büyükten kğe sıralanmakta ve 12 numaralı formülle gösterilmektedir (Brauers ve Zavadskas, 2013, 72).

$$U'_j = \frac{A_j}{B_j}, \quad A_j = \prod_{g=1}^i x_{gj}, \quad B_j = \prod_{k=i+1}^n x_{kj} \quad (12)$$

Multi-Moora

MULTIMOORA, 2010 yılında Brauers ve Zavadskas'ın ürettiği; oran, referans noktası ve tam çarpım formu yaklaşımlarının birleşiminden oluşan ve baskınlık durumuna göre hareket eden bir yaklaşımdır. Dolayısıyla MULTIMOORA yaklaşımı kendi başına değerlendirilebilecek bir yöntem değildir (Brauers ve Zavadskas, 2013, 72).

5. Bulgular

Araştırmanın ilk yöntemi olan NMV yöntemiyle belirlenen kriter ağrlıkları Tablo 3'de gösterilmiştir.

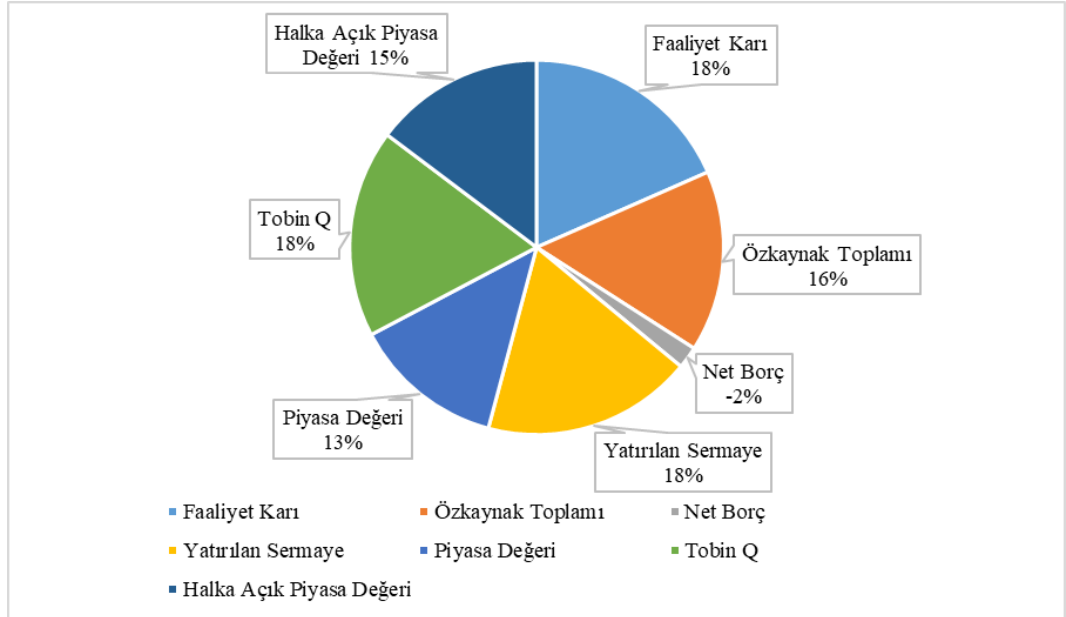
Tablo 3: NMV Skorları

Kriterler	Ağrlıklar	Yüzde (Yaklaşık)
Faaliyet Karı	0,191452683	%19
zkaynak Toplamı	0,162704316	%16
Net Borç	-0,0198247	-%2
Yatırılan Sermaye	0,189149085	%19
Piyasa Değeri	0,136364466	%14
Tobin Q	0,186873372	%19
Halka Açık Piyasa Değeri	0,153280572	%15

Tablo 3 sonuçları incelendiğinde; araştırma için en önemli değişkenin faaliyet karı, en az öneme sahip değişkenin ise net borç olduğu saptanmıştır. Tüm kriterler önem derecelerine göre; faaliyet karı, yatırılan sermaye, Tobin Q, zkaynak toplamı, halka açık piyasa değeri, piyasa değeri ve net borç şeklinde sıralanmaktadır. Bu çalışmanın yapılma amacı olan piyasa değeri ve halka açık piyasa değeri kıyaslaması ise tahmin edilen ve beklenen skorlar doğrultusunda; halka açık piyasa değerinin,

piyasa değerinden daha yüksek öneme sahip olmasıyla sonuçlanmıştır. Bunun anlamı; halka açılan işletmelerin finansal performansı diğer işletmelere göre daha yüksektir. Çünkü halka açık bir işletmenin halka açık piyasa değeri halka arz oranıyla doğrudan ilişkilidir. Dolayısıyla hem özellikle seçilen halka arz endeksi hem de diğer sektör veya endeksler incelendiğinde tüm işletmelerin halka açık piyasa değeri, piyasa değerine göre işletme performansında daha önemli bir role sahip olup işletme performansı üzerinde daha çok pozitif bir etki oluşturmaktadır.

Şekil 2: Önem Dereceleri



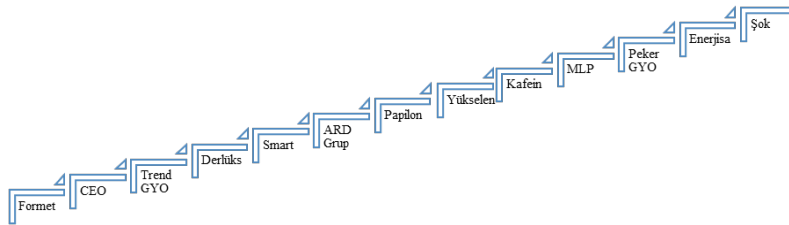
Şekil 2’de NMV skorlarının grafiksel dönüşümü görülmektedir. Bu grafik 2019 yılına ait halka arz endeksi işletmelerinin performans göstergelerinin ağırlık dağılımını ve aynı zamanda önemini göstermektedir. Çalışmada hedeflenen halka açık piyasa değeri-piyasa değeri kıyaslamasında işletmelerin halka açılmasının performanslarını arttırdığı ve halka açık piyasa değerinin daha önemli olduğunu kanıtlanmıştır. Diğer göstergeler açısından bakıldığında ise; faaliyet karı, yatırılan sermaye ve Tobin Q değerleri işletme performansı için oldukça önemli olan ve performansı arttıran finansal göstergelerdendir. İşletmelerin sahip olduğu sermayeyi ifade eden özkaynak toplamı ise bu değişkenlerin hemen ardından sıralanmaktadır. Bu değişkenler içerisinde performansa negatif etkisi olan tek gösterge net borçtur. Net borç işletme performansını azaltırken aynı zamanda bu azalma derecesi performans üzerinde %2’lik bir düşüş oluşturmaktadır.

Araştırmanın ikinci yöntemi olan Moora yöntemi, diğer bir ifadeyle tüm Moora yöntemlerinin birleşimi olan MULTIMOORA skorları Tablo 4’de görülmektedir.

Tablo 4: Multimoora Sonuçları

Sıralama	Oran	Önem	Referans Noktası	Tam arpım	Multimoora
1.	şok	şok	Peker GYO	Papilon	şok
2.	Enerjisa	Enerjisa	ARD Grup	Enerjisa	Enerjisa
3.	Peker GYO	Peker GYO	Yükselen elik	Peker GYO	Peker GYO
4.	MLP	MLP	şok	Yükselen elik	MLP
5.	Yükselen elik	Kafein	Kafein	Kafein	Kafein
6.	Kafein	Yükselen elik	Trend GYO	Smart	Yükselen elik
7.	Papilon	ARD Grup	Derlüks	CEO	Papilon
8.	ARD Grup	Papilon	Smart	ARD Grup	ARD Grup
9.	Smart	Smart	Enerjisa	Derlüks	Smart
10.	CEO	Derlüks	Papilon	MLP	Derlüks
11.	Derlüks	Trend GYO	MLP	Trend GYO	Trend GYO
12.	Formet	CEO	CEO	şok	CEO
13.	Trend GYO	Formet	Formet	Formet	Formet

Tablo 4’de görölen sonuçlar incelendiğinde; her Moora tekniği farklı sıralama üretebilmektedir. Ancak tüm yöntemlerin birleşimi olan MULTIMOORA tekniği baskınlık teorisine göre sıralama ürettiği için diğer yöntemlerin tümündeki baskınlık esas alınarak son sıralama belirlenmiştir. Dolayısıyla halka arz endeksi işletmeleri içerisinde 2019 yılında işletme performansı en yüksek firma şok iken, en düşük firma ise Formet’tir. Diğer işletmeler tablodaki gibi sıralanmaktadır. Ayrıca işletme performansı en yüksek firmanın şok olması, perakende ticaret sektörünün halka arz endeksinde yüksek öneme sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Tablo 4 sonuçları ve çalışmadan elde edilen bulgular ışığında; yeni borsaya giren işletmelerin kayıtlı olduğu halka arz endeksi için en iyi işletme performansına sahip olan şok işletmesinin her an bu endeksten ayrılarak borsada kalıcı bir işletme haline dönebileceğini ve daha güçlü bir endekste yer alabileceğini ifade etmek mümkündür. Buna karşın, indekste yer alan Formet işletmesinin borsada kalıcı hale gelebilmesi için, işletme performansını arttırıcı önlemler alması gerekmektedir.

şekil 3: Performans Sıralaması

şekil 3’de halka arz endeksinde kayıtlı işletmelerin 2019 yılı performans sıralamaları görölmektedir. Halka arz endeksi, işletmelerin borsada daha üst endekslere girebilmeleri için bir basamak olarak ifade edilebilir. Performans sıralamasına göre; merdivenin en alt basamağında olan Formet işletmesi en zayıf performansa sahip iken, şok işletmesi en iyi performansa sahiptir. Diğer firmalar sırasıyla; Enerjisa, Peker GYO, MLP, Kafein, Yükselen elik, Papilon, ARD Grup, Smart, Derlüks, Trend GYO

ve CEO şeklindedir. Bu firmalara ait şeklin basamak biçiminde seçilmesi; en üst sıradaki firmanın halka arz endeksindeki yüksek performansı dolayısıyla bir üst endekse yükselebileceği, alt basamaklarda yer alan işletmelerin ise performansını yükseltmesi gerektiğini vurgulamaktadır.

Sonuç

Sermaye piyasalarının ülke sınırlarını aşarak hızla gelişmesi, genel ekonominin yapı taşlarından en önemlisi olan işletmelere; varlıklarını ve faaliyetlerini sürdürebilme noktasında yeni olanaklar sağlamaktadır. Günümüzde işletmeler borsa kotasyonu koşullarını sağlayarak paylarını halka arz etmekte ve sunulan bu yeni fırsatlardan faydalanma çabasına girmektedir. İşletme paylarının halka arzı ve sermaye piyasası enstrümanlarının borsada işlem görmesiyle birlikte işletmeler, borçlanma maliyetlerine katlanmaksızın ek kaynak elde etmenin yanı sıra; işletme tanıtımı, itibar, kurumsallaşma ve işletmenin piyasadaki değerini saptayabilme gibi önemli avantaj ve bilgilere sahip olmaktadır.

İşletmeler yoğun rekabet ortamında başarılı olabilmek ve belirlenen hedeflere ulaşıp ulaşılamadığını görebilmek için performanslarını değerlendirmek durumundadır. İşletme performansının ve işletme performansını etkileyen faktörlerin ortaya konulabilmesi ise çeşitli ölçüm modelleriyle mümkün olabilmektedir. Bu bağlamda, işletmelerin paylarını halka arz ederek halka açık piyasa değerleri ve piyasa değerinin saptanması ve ortaya çıkan bu değerlerin işletme performansı ile olan ilişkisinin incelenmesi önemli bir araştırma konusu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu çalışmada işletmelerin hisse senetlerinin borsada işlem görmesi sonucunda ortaya çıkan piyasa değeri ve piyasa değerinin işletmenin halka açıklık oranı üzerinden tespit edilen halka açık piyasa değerinin işletme performansındaki rolü incelenmiştir. Bu bağlamda, piyasa değeri ve halka açık piyasa değerinin işletme performans göstergesi olarak belirlenen; faaliyet karı, özkaynak toplamı, yatırılan sermaye, Tobin Q ve net borç ile birlikte işletme performansındaki önemi ve rolü incelenmiştir.

Yapılan araştırma 2019 yılı halka arz endeksi işletmeleri üzerinde gerçekleştirilmiştir. Bunun temel nedeni; piyasa değeri ve halka açık piyasa değeri kıyaslamasını yerinde uygulayarak halka açılmanın önemini tespit etmektir. Çalışmada kullanılan yöntemlerden ilki olan NMV analizi; halka açık piyasa değerinin piyasa değerine göre işletmeler için daha önemli bir performans göstergesi olduğunu ortaya koymuştur. Sonuç olarak; bu çalışmadan elde edilen bulgular ışığında işletmelerin halka açılmasının performanslarını pozitif yönde etkilediğini ifade etmek mümkündür. Halka açık piyasa değerinin tespit edilmesinde kullanılan halka açılma oranıyla, işletme performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen literatür değerlendirildiğinde; Horasan, Meydan ve Yılmaz (2019), Batool (2018), Shukla ve Saw (2018), Munisi (2017), Cao ve Montezano (2016), Pastusiak, Bolek, Malaczewski ve Kacprzyk (2016), Bostancı ve Kılıç (2012) çalışmalarında bu araştırmayla benzer şekilde işletmelerin halka açılmalarının performanslarını pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşımlardır. Ayrıca araştırmada ikinci yöntem olarak kullanılan Moora analiziyle halka arz endeksi firmalarının performans sıralaması belirlenmiştir. Moora analizi sonucunda; 2019 yılı için en iyi performans gösteren işletme Şok iken, Formet işletmesi ise en düşük performansa sahiptir. Bu sonuçlar işletmelerin halka arz endeksindeki durumlarını da ortaya koymaktadır. Çünkü halka arz endeksi, borsaya yeni giren işletmelerin en fazla 2 yıl durdukları bir endekstir ve performansını yükselten işletme daha iyi endekslere yükselebilmektedir. Ters durumda ise işletmeler borsa kaydından çıkarılmaktadır. Örneğin;

araştırmanın yapıldığı sırada halka arz endeksine kayıtlı 14 işletme yer alırken mevcut durumda bu endekste 10 işletme kalmıştır. 4 işletme halka arz endeksinden çıkararak başka endekslere yükselmişlerdir.

Çalışmanın borsada yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcılar için yol gösterici nitelikte olduğu düşünölmektedir. Çünkü piyasa değeri ve halka açık piyasa değeri oldukça önemli kavramlar iken, halka açık piyasa değerinin işletme performansındaki rolünün daha yüksek olduğu bu çalışmada ortaya konmuştur. Ayrıca işletme performansı ölçümü için kullanılan halka arz endeksi ise borsaya kaydolmak isteyen kurumlar için oldukça önemlidir. İşletmelerin borsaya kaydolduklarında ilk kayıtlı olacakları endeks, halka arzdır. Halka arz endeksi, işletmelerin yükselmesi veya düşmesi konusunda kendisini test ettikleri bir endekstir. Bu endeks, normal koşullar altında işletmelerin maksimum 2 yıl durabilecekleri bir endeks olduğu için geçici bir endekstir. İki yıllık süre işletmelerin kendilerini geliştirmeleri için önemli bir fırsat iken, aynı zamanda süre sınırlaması olduğu için hızlı gelişim göstermeleri açısından bir zorunluluktur.

KAYNAKÇA

- BAŐPINAR, Ahmet. (2008). "Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı ıkar İlişkileri". Ankara: Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı / Muhasebe Finansman Bilim Dalı (Doktora Tezi).
- BATOOL, Zahira. (2018). "Long Run Performance of Initial Public Offerings (IPOs) in Pakistan". *Business and Management Horizons*, 6(2), 95-104.
- BAYYURT, Nizamettin. (2007). İşletmelerde Performans Değerlendirmenin Önemi ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkiler". *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi*, (53), 577-592.
- BOSTANCI, Faruk. ve KILIÇ, Saim. (2012). "şirketlerde Halka Açıklık Oranının Piyasa Performansına Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Ampirik Bir alışma". *İMKB Dergisi*, 12(45), 1-27.
- BRAUERS, Willem. ve ZAVADSKAS, Edmundas. (2006). "The MOORA Method and Its Application to Privatization in a Transition Economy". *Control and Cybernetics*, 35, 445-469.
- BRAUERS, Willem. ve ZAVADSKAS, Edmundas. (2012). "Robustness of Multimoora: A Method for Multi-Objective Optimization". *Informatica*, 23(1), 1-25.
- BRAUERS, Willem. ve ZAVADSKAS, Edmundas. (2013). "Multi-Objective Decision Making with a Large Number of Objectives. An Application For Europe 2020". *International Journal of Operations Research*, 10(2), 67-79.
- BULUT, Tefvik. (2017). "ok Kriterli Karar Verme (KKV) Modellerinde Kriterlerin Ağırlıklandırılmasına Yönelik Bir Model Önerisi: Normalize Edilmiş Maksimum Değerler [NMD] Metodu (Normalized Maximum Values [NMV] Method)". Erişim Adresi: <https://tevfikbulut.com/>, 01.03.2020 tarihinde erişilmiştir.
- CAO, Rodrigez Teresa. ve MONTEZANO, Roberto Marcos Da Silva. (2016). "Initial Public Offering and Performance of Brazilian Firms". *Gestão, Finanas E Contabilidade*, 6, 160-178.
- CHUNG, Kee H. ve PRUITT, Stephen W. (1994). "A Simple Approximation of Tobin's Q". *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- AM, Alper Veli. (2016). "Halka Açıklık Oranının Firmaların Karlılığına Etkisi: Tekstil Sektöründe Bir Araştırma". *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 30, 519-531.

- ERTUĞRUL, Murat. (2009). "Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi". *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(1), 19-46.
- HORASAN, Emre. MEYDAN, Cebail. ve YILMAZ, Tuncer. (2019). "Sahiplik Yapısının Değer Odaklı Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisi: BİST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama". *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(1), 720-731.
- KESBİÇ, Yenal Cüneyt. ve TAŞDEMİR, Mıynat Beyza. (2019). "Halka Açıklık Oranının Finansal Performans Üzerindeki Etkisi". *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(2), 689-703.
- MHAGAMA, Fenant Laurent. ve TOPAK, Mehmet Sabri. (2019). "The Relationship Between Initial Public Offering and Firm Performance: A Research on Borsa Istanbul (BIST)". *Istanbul Gelisim University Journal of Social Sciences*, 6, 82-93.
- MUNİŞİ, Hosea Gibson. (2017). "Financial Performance of Initial Public Offerings: Companies listed on Dares Salaam Stock Exchange". *Business and Economics Journal Munisi* 8(2), 1-5.
- OKUR, Mustafa. ÇATIKKAŞ, Özgür. ve ERSOY, Mehmet. (2018). "Bir Gölge Bankacılık Uygulaması Olarak Gayrimenkul Finansmanında Alternatif Bir Faizsiz Finansman Modeli: İpoteğe Dayalı Paylaşımli Faizsiz Finansman Modeli". *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10(4), 384-400.
- ÖZBEK, Aşır. (2017). "Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri ve Excel İle Problem Çözümü". Ankara: Seçkin Yayıncılık (1. Baskı).
- PASTUSIAK, Radoslaw. BOLEK, Monika. MALACZEWSKI, Maciej. ve KACPRZYK, Marta. (2016). "Company Profitability Before and After IPO. Is it a Windows Dressing or Equity Dilution Effect?". *Prague Economic Papers*, 25(1), 112-124.
- SHUKLA, Avdhesh. ve SHAW, Shankar Tara. (2018). "Operating Performance of Initial Public Offering Firms after Issue in India-A Revisit". *Department Of Economic And Policy Research*, 1, 3-33.
- STEWART, Tomas. (1997). "Entelektüel Sermaye Kuruluşların Yeni Zenginliği". (Çeviren) Nurettin El Hüseyini, İstanbul: BZD Yayıncılık.
- ŞENOL, Zekai. ve ULUTAŞ, Alptekin. (2018). "Muhasebe Temelli Performans Ölçümleri İle Piyasa Temelli Performans Ölçümlerinin CRITIC ve ARAS Yöntemleriyle Değerlendirilmesi". *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 641, 83-102.
- ZALUKİ, Ahmad Nurwati. (2008). "Post-IPO Operating Performance and Earnings Management". *International Business Research*, 1(2), 39-48.

İnternet Kaynakları

www.borsaistanbul.com, Erişim Tarihi: 26.02.2020.

www.kap.org.tr, Erişim Tarihi: 27.02.2020.

Kamu Gözetimi Kurumu, (2020). TFRS 13 Erişim adresi: www.kgk.gov.tr, Erişim Tarihi: 01.03.2020.

Mevzuat Bilgi Sistemi, (2012). Sayı: 28513 Erişim adresi: www.mevzuat.gov.tr, Erişim Tarihi: 03.03.2020.