SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ HALKA ARZINDA İZAHNAME KAPSAMINDAKİ BİLGİLERİN YATIRIMCI TALEBİNE ETKİSİ

Yrd. Doç. Dr. İbrahim SIRMA
İstanbul Üniversitesi, SBF, *(sirma@istanbul.edu.tr)*

ÖZET

Yatırımcılar, yatırım planlaması yaptıklarında getiriyi ve riskleri öngörebilmeyi isterler. Bu kapsamda yatırım aracı ihraç edenlerden, kendilerini tanımlayacak bilgi talep ederler. Sermaye piyasasında yatırımcıları bilgilendirme belgesine "İzahname" denmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre izahname'nin düzenlemesi zorunludur. Kanun'da ayrıca bilgilerin niteliği, sorumluların yükümlülükleri gibi konular ayrıca belirtilmiştir. İzahnamelere, mevzuatta bu kadar önemsenirken, yatırımcıların bu bilgileri ne kadar önemsediği net değildir. Çünkü yatırımcılar, sermaye piyasası araçlarına yatırım yaparken farklı kanallardan bilgi edinerek, yatırımda bulunurlar. Bu çalışma, yatırımcıların izahnamedeki bilgileri ne kadar önemsediğini belirlemek için yapılmıştır. Bu amaçla bir anket çalışması yapılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre de, yatırımcıların, izahnameleri ne kadar önemsediği öngörülmeye çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: *İzahname, Sermaye Piyasası Araçları, Halka Arz, Yatırımcı, İhraççı.*

THE IMPACT OF PROSPECTUS INFORMATION TO THE INVESTOR DEMAND DURING THE PUBLIC OFFERINGS OF THE CAPITAL MARKET INSTRUMENTS

ABSTRACT

Investors want to be able to predict the returns and risks. Request information from the issuers to identify themselves in this regard. Capital market investors in the information document "Prospectus" is called. The prospectus prepared under the Act is mandatory. Capital market law are disclose details the features and responsibility obligations. It is not clear how much investors care about prospectus information. Because investors are to learn through different channels while investing in the capital market instruments. This study is conduct prospectus information for investors to determine how much care it. For this purpose, a survey was prepared and interpreted.

Keywords: *Prospectus, Investor, Capital Market Instruments, Public Offer, Issuer.*

www.ijmeb.org ISSN:2147-9208 E-ISSN:2147-9194
http://dx.doi.org/10.17130/ijmeb.20162922028
Başvuru Tarihi: 02.11.2015, Yayına Kabul Tarihi: 22.04.2016

1. Giriş

Yatırımcıların tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirmesi ve haklarının korunması adına, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn.-Kanun) amacı; *"Sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir."* (SPKn., md.1) ifadesiyle açıklamıştır.

Bu tanımla ile kanun koyucu tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirerek yatırım yapmak isteyenlere yatırımcılara açıkça güvence vermektedir. Bu güvenceye ilişkin iradesini, fon talebinde bulunan ihraççıların, izahname (kamuyu aydınlatma belgesi) düzenleme kapsamındaki yükümlülüklerini tanımlayarak pekiştirmiştir.

İzahnamenin Kanun'da tanımı yapılmakla birlikte, kanunun 4 ile 10. madde arasındaki düzenlemelerinde, ihraççıların (fon talep edenlerin) izahname hazırlama yükümlülüğünü, kurulun bu izahnameleri onaylamasını, izahname kapsamındaki bilgilerinden sorumlu olan kişilerin yükümlülüğü gibi konulara da dikkat çekmektedir. Kanunu'nun gerekçeli metninde de, kanundaki önemli düzenlemelerden biri olarak, sermaye piyasası araçlarının ihracında, kurul kaydına alınma sisteminden vazgeçildiği, Avrupa Birliği mevzuatına paralel bir şekilde izahnamelerin Sermaye Piyasası Kurulu'nca (Kurul) onaylanması sistemine geçildiği belirtilmiştir. Bu açıklama ile İzahnamelere ne kadar önem verildiği belirtilmek istenmiştir.

Ancak sermaye piyasası araçlarına yatırım yapanların bu dokümanları ne kadar önemsediği net değildir. Çünkü yatırımcılar, sermaye piyasası araçlarına yatırım yaparken çok değişik kanallardan bilgi edinerek, sermaye piyasasında yatırımlara temayül göstermektedirler.

Bu çalışma yatırımcıların izahnamelere ve bu kapsamdaki bilgilere ne kadar önem atfettiğini belirlemek için yapılmıştır. Çalışmada öncelikle, mevzuat kapsamında tanımı yapılan halka arz kavramı ve devamında izahnameye ilişkin açıklama yapılmıştır. Çalışma için bir anket uygulaması da yapılmıştır. Bu kapsamda bir anket formu düzenlenmiş ve yatırımcılardan anket sorularını cevaplamaları talep edilmiştir. Anketle elde edilen verilerle de, sermaye piyasası araçlarının halka arz sürecinde, yatırımcılar talepte bulunurken izahnameleri ne kadar önemsediği öngörülmeye çalışılmıştır. Eğer ki gerekli olan önem verilmiyorsa, bunun nedenleri de sorgulanmaya çalışılmıştır.

2. Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı

Yatırımlarını finanse etmek isteyen kurumlar, kendi kaynakları yetersiz olduğunda, finansal piyasalara gelerek fon talebinde bulunurlar. Bu fonları etkin şekilde elde edebilmek için de finansal piyasalardaki farklı finansal ürünleri değerlendirirler. Fon teminine aracı olan kuruluşlar, finansal piyasalardan *para piyasalarında,* dolaylı finansmanla fon arz ve talep edenleri bir araya getirmeden fonlamayı sağlarken, *sermaye piyasalarında* ise doğrudan finansmanla fon talep edenlere, kıymetli evrak niteliğindeki finansal varlıklarını fon arz edenlere verilmesini sağlayarak, kaynak aktarımına imkân sağlanmaktadır.

Sermaye piyasasında, fon talep edenler tarafından satışa sunulan ürünler sermaye piyasası aracı olarak tanımlanır. Sermaye piyasası araçlarının fon talep eden ortaklıklar

tarafından satılmasındaki temel amaç, yukarıda da ifade edildiği gibi yapacakları veya yapmakta oldukları yatırımlar için kaynak temin etmektir. Sermaye piyasası araçları, Kanun'da şu şekilde tanımlanmıştır; "*Menkul kıymetler (paylar ve borçlanma araçları) ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarıdır."*(SPKn., md.3) Tanımda geçen *"diğer sermaye piyasası araçları"* esasında pay veya borçlanma araçlarından türetilmiş melez niteliğe sahip ürünlerden başka bir şey değildir.

Sahip oldukları sermaye piyasası araçlarını piyasaya sürerek fon talebinde bulunan tüzel kişiler, sermaye piyasası mevzuatında ihraççı olarak tanımlanır.(SPKn., md.3) İhraççılar, sermaye piyasası araçlarının satışını halka arz ederek veya halka arz etmeyerek gerçekleştirebilirler (Tebliğ, II-5.2). Halka arz edilmeksizin satış, tahsisli olarak belli bir kesime yapılan satış veya nitelikli yatırımcıya yapılan satıştır. Halka arz ise, *Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı ifade eder*.(SPKn., md.3) Halk arz tanımında iki şeye vurgu yapılmaktadır. Bunlardan birincisi ihraççının halka açık olup olmadığına bakılmaksızın her türlü sermaye piyasası aracının halka arz edilebileceğidir. Nitekim Kanunda, Halka arz kavramının tanımıyla birlikte halka açık ortaklık (SPKn., md.3) kavramını da tanımlayarak, muhtemel kavram kargaşasının önüne geçmiştir. İkincisi de sermaye piyasası araçlarının satışında her türlü çağrı halka arz niteliğinde olduğunun belirterek, bilgilendirmelerde yatırımcıyı suiistimal edecek durumlar için tedbir almıştır. Bu duruma ilişkin Kanun'da izinsiz yapılan halka arz faaliyetlerini suç olarak tanımlamış ve yaptırımlarını belirtmiştir. (SPKn., md.109)

Mevzuatta, sermaye piyasası araçlarının halka arzında borçlanma araçlarının satışları ile pay senetlerinin satışları ayrı ayrı düzenlenmiştir. Bu düzenlemelerin ayrı ayrı yapılmasındaki temel gerekçe; borçlanma araçlarının satışında ihraççı borçlu sıfatıyla borçlanma araçlarını ihraç ederek yatırımcılara karşı bir yükümlülük altına girerken, pay senetlerinin satışında ise bu payları alan yatırımcılar ihraççı üzerinde ortaklık hakkı elde etmektedirler.

Borçlanma araçlarının (tahvil vb.) halka arz edilerek satışının yapılabilmesi için ihraççının belirli şartları sağlaması gerekir. Öncelikle ihraççının anonim şirket olması ve özkaynağının en az yarısının karşılıksız kalmaması gerekir. Bu gerçekleştirilemezse borçlanma araçlarının halka arzı da gerçekleştirilemez (Tebliğ II-31.1). İkincisi ihraççı ile yetkili yatırım kuruluşları (yatırım ve kalkınma bankaları ile aracı kurumlar) arasında halka arza ilişkin bir aracılık sözleşmesi yapılmalıdır. Üçüncüsü ihraççının, izahnameyi kurul onayına sunması, onay sonrasında borsada işlem görmesi için borsaya başvurması zorunludur. Dördüncü olarak ihraççı halka arz ettiği borçlanma araçlarından tahvillere ilişkin itfa planına da internet sitesinde yer vermesi gerekir(Tebliğ II-31.1). Ayrıca borçlanma aracı olduğu kabul edilen diğer sermaye piyasası araçlarının, halka arz edilerek satılabilmesi için, yatırımcı tarafından ödenen bedelin tamamının geri ödeneceğini ihraççının taahhüt etmesi zorunludur. (Tebliğ II-31.1).

Borçlanma senetlerinde olduğu gibi pay senetlerinin halka arzında da ihraççı bir takım yükümlülükleri yerine getirmek zorundadır. Öncelikli olarak ilk halka arz öncesi sermayenin tamamın ortaklar tarafından ödenmiş olması zorunludur. (Tebliğ VII-1 28.1). Ayrıca ihraççı olan şirket aktif kalitesini geliştirerek, alacaklarını belirli düzeyde iyileştirmesi gerekmektedir. Şirketler mali yapılarında bu düzenlemeleri yaptıktan sonra halka arz edilecek payların tedavülünü kısıtlayacak nitelikte üzerinde rehin olmaması veya teminat olarak verilmemiş

olması ve pay senetlerinin satışına aracılık yapacak bir yatırım kuruluşu ile halka arza aracılık yüklenim sözleşmesi yapması gerekmektedir.

Pay senetlerinin halka arzı iki farklı şekilde gerçekleştirilebilmektedir. Birincisi, şirketin sermayesine sahip mevcut ortakların sahip oldukları payların bir kısmını halka arz ederek satışa çıkarmasıdır. Diğeri ise şirket sermaye artırımına gittiğinde, mevcut ortakların sermaye artırımına katılımın kısıtlanarak, sermaye artırımının halka arz şekilde gerçekleştirilmesidir.

3. Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Kamuyu Bilgilendirme Belgesi (İzahname)

Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında, ihraççı hakkında bilgilendirme izahname vasıtasıyla yapılır. İzahname, doküman niteliğinde olup birden fazla belgeden oluşmaktadır. Kanunda tanımı şu şekilde yapılmıştır; "İzahname*: İhraççının, finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecek sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesidir*."(SPKn., md.3)

Sermaye Piyasası araçlarının halka arzı sürecinde izahnamenin ihraççılar tarafından hazırlanması bir yükümlülüktür. Çünkü halka arz sürecinde, fon talep eden ihraççı ile fonunu arz edecek yatırımcı arasındaki bağlantıyı kuran en temel belge izahnamedir. Yatırımcı, ihraççıyı resmi olarak ancak bu doküman seti ile tanıyabilmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu, ihraççının İzahname kapsamında hangi bilgiye yer vereceğini belirleme yetkilidir. (SPKn., md.5) Kurul, herbir sermaye piyasası aracı türü (Pay, Borçlanma Aracı, Kira Sertifikası, Yatırım Kuruluşu Varantlarının ya da Sertifikaları) için izahname hazırlanırken nelere dikkat edilmesi gerektiğini ve kapsamını taslak olarak belirlemiştir. (Sermaye Piyasası Kurulu, 2012) Taslağı belirlenen ve İhraççı tarafından hazırlanacak izahnamenin kurul tarafından onaylanması da zorunludur.(SPKn., md.4) İzahname, Kurul tarafından onaylanmadığı sürece sermaye piyasası araçlarının satışı gerçekleştirilemez.

Yasal olarak izahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, yatırımcılar tarafından kolaylıkla anlaşılabililir ve değerlendirilebilir şekilde hazırlanması gerekir(SPKn., md.4). Kanundaki bu düzenleme tebliğde "...İzahnamenin yatırımcılar tarafından kolaylıkla analiz edilebilir, anlaşılabilir ve değerlendirilebilir bir şekilde hazırlanması, … zorunludur."(Tebliğ II-5.2), açıklaması ve "İzahnamede açık, duru ve sade bir dil ile anlaşılır cümlelere yer verilmesine dikkate edilir". İfadeleriyle detaylandırılmıştır.

İzahname kapsamındaki bilgelerin önemine vurgu yapılan diğer bir düzenleme, izahname kapsamındaki bilgilerde bir değişiklik olduğunda dikkat edilecek hususlara ilişkindir. Kanun, İzahname ile kamuya açıklanan bilgilerde yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek yeni hususların ortaya çıkması hâlinde durumun derhâl Kurula bildirilmesini zorunlu tutmaktadır. Böyle bir durumda halka arz süreci durdurulabilir ve yatırımcılar taleplerin geri alabilirler(SPKn., md. 8).

İzahnameye ilişkin diğer bir konu, bilgilerin doğruluğundan kimin sorumlu olduğudur. Kanunda, izahname benzeri kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar, bu belgelerde yer

alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumlu olduğu belirtilmektedir. Bu sorumluluk izahnamenin geçerli olduğu süre boyunca devam eder. Ancak, yatırımcı sermaye piyasası araçlarına yaptığında ve zararının tazmin edilmesini talep ettiğinde, zarar ile izahnamedeki bilgi arasında bir illiyet bağını kurması gerekir (SPKn., md. 32).

Ayrıca, izahnamenin Kurul tarafından onayı, sorumluluk kabulü anlamına gelmeyeceği belirtilmiştir (Tebliğ II-5.1). Bu yaklaşımla, Kurul, izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğunu araştırmadığını, bu bilgilerin doğruluğundan ihraççılar ve halka arz eden yatırım kuruluşu sorumlu tuttuğunu ortaya koymaktadır. (Eralp, 2013)

4. İzahname Kapsamındaki Bilgilerin Niteliği

Sermaye Piyasası Kanunu'nda, sermaya piyasası araçların satışında ihraççının izahname kapsamında hangi bilgileri kamuoyu ile paylaşılması, hangi belgeleri izahnameyi eklemesi ve şekil şartlarına ilişkin, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yetkili olduğunu belirtilmiştir.(SPKn., md.5). Kanunda bilginin niteliğinden çok bilgiden doğan sorumluluğa vurgu yapılmıştır. Yukarıda da belirtildiği gibi bu konuda birinci derece sorumlu ihraççı olmakla birlikte, bağımsız denetim, derecelendirme ve değerleme kuruluşları, izahnamede yayınlanmak üzere hazırladıkları raporlardan sorumlu tutulmuşlardır (SPKn., md. 10).

İzahname kapsamındaki bilgilerin teknik niteliği, "izahname ve ihraç belgesi tebliği"nde ifade edilmiştir. Tebliğ'de izahname'nin tek belgeden veya birden fazla belgeden oluşabileceği belirtilmiştir. Ancak bu durumunda da izahnamelerin içeriğinin değişmediği ilgili maddeden anlaşılmaktadır. Her iki durumda da (ayrı ayrı veya tek doküman olarak), İhraççı Bilgi Dökümanı, Sermaye Piyasası Aracı Notu ve Özet (temel özelliklerle birlikte riskleri içeren bilgi) zorunlu tutulmuştur (Tebliğ II-5.1)

İhraççı Bilgi Dökümanı'nda, İhraççının sermayesi, yönetimi, faaliyetleri, finansal durumu, karlılığı, yönetim ve denetiminden sorumlu kişiler gibi bilgilere yer verilir. Sermaye Piyasası Aracı Notu'nda, İhraç edilecek veya borsada işlem görecek sermaye piyasası aracının özelliklerin, bunlara bağlı hak, yükümlülükler ve riskler ile halka arz ve borsada işlem görmeye ilişkin bilgilere yer verilir. Özet kısmında ise, sermaye piyasası araçlarının temel özellikleri ve riskleri, yatırımcının anlayabileceği bir şekilde, ilgili sermaye piyasası aracına yatırım yapıp yapmaması konusunda yardımcı olacak ve izahnamenin geri kalanı ile uyumlu şekilde hazırlanır. Bu bilgiler olmadığı takdirde izahname geçerlilik kazanamaz.

Bu bilgilerden hangisine daha çok önem atfedildiğine bakıldığında, Kanun ve Tebliğ II-5.1'de, izahname de paylaşılacak bağımsız denetimden geçmiş finansal tablo ve raporların niteliğine özellikle vurgu yapıldığı görülmektedir.

Kurul aynı zamanda hazırladığı izahname formatı kılavuzu ile bilgilendirmenin sistematik yapısını da belirlemiştir. Düzenlenecek olan izahname için Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş olan formatta yer alan esaslara uyulması şarttır. İzahname formatında "İçindekiler", "Kısaltma ve Tanımlar", "Borsa Görüşü", "Diğer Kurumlardan Alınan Görüşler" ve "Geleceğe Yönelik Açıklamalar" başlıkları bulunmaktadır.

5. Literatür

Halka arz izahnameleriyle ilgili yapılan çalışmaların literatür taramasında, konunun ağırlık olarak ihraççı tarafından izahnamelerde belirtilen finansal tahminlerin halka arz sonrası tutarlılığının gözlemlenmesine ilişkindir. Bu kapsamda yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlara burada yer verilmiştir. Bu çalışma ise fon arz eden yatırımcıların yatırımların izahnamelere ne ölçüde dikkate aldıklarına ilişkindir. Çalışma bu özelliği açısından izahnamelere ilişkin farklı bir bakış açısı taşımaktadır.

1. Çalışma 1987 -1991 yılları arasında ABD'de halka açılan 979 firmadan tesadüfi örneklemle seçilen 242 firmanın İzahnameye göre belirlenen halka arz fiyatı ile, ihraçtan bir yıl sonraki piyasa fiyatı arasındaki performansı değerlenmiştir. İzahnamelerinde kar beklentileri, Ar-Ge çalışmaları, Kapasite kullanımı ve risk faktörlerine ilişkin güçlü formda açıklama yapan şirketlerin bir yıl sonundaki performanslarının zayıf formda açıklamaya yapan firmalara göre daha iyi olduğunun tespiti yapılmıştır. (Harjeet & Pettway, 2003)

2. Çalışma Borsa Malezya'da 1984-1995 yılları arasında halka açılan 124 firmanın izahname kapsamında açıklamış oldukları tahmini kazançlarının halka arz sonrası gerçekleşen kazançlarla karşılaştırılmasına yönelik bir çalışmadır. Çalışma sonucunda 124 firmadan 96'sının tahminde bulunduklarından daha fazla kazanç elde edildiğinin tespit edildiği belirtilmiştir. (Jelic vd., 1998)

3. Çalışmalarında, 1990-1992 yılları arasında Hong Kong borsasına (HKSE) kote olan 110 şirketin halka arz izahnamalerini inceleyerek, şirketlerin tahmini olarak ortaya koydukları kazanç beklentileri ile kotasyon sonrası dönemde realize olan kazancı karşılaştırmışlardır. Çalışma sonucunda elde ettikleri sonuçlar, şirketlerin tahmini kazanç açıklamaları ile realize olan kazanç arasında paralellik olduğu şeklindedir. (Chan vd., 1996)

4. Çalışmada bir önceki çalışmayla benzer şekilde Hong Kong Borsasına 1990-1994 yılları arasında kote olan şirketlerinin izahname bilgilerinin incelenerek, kotasyon sonrası gerçekleşen değerlerin izahnamedeki bilgilerle ne kadar tutarlı olduğuna ilişkindir. Çalışmanın sonucunda elde edilen verilere göre, Hong Kong borsasına kote olan şirketlerin gerçekleşen kazançlarının, izahname de tahmin ettikleri kazançlardan daha fazla olduğu şeklinde açıklanmıştır. İhraççıların neden mütevazi davarandıkları konusuna, şirketlerin kredibilitelerini yitirmemek adına bunu yaptıkları şeklinde bir yorum getirilmiş ve son olarak yatırımcıların izahnamelere güvene bilecekleri açıklanmıştır (Jaggi, 1997).

5. Çalışma Halka arz İzahnamelerinde bulunan grafiklerin, doğruluğuna ilişkin yapılan bir çalışmadır. Çalışma kapsamında Avusturalya'da 1993 yılı öncesi halka açılmış olan 484 firmanın izahnamesi incelenmiştir. İzahnamaler ülkede 1991 yılında yapılan mevzuat değişikliğine göre tasnif edilmiştir. 1991 yılı öncesinde ait 323, sonrasına ait 161 izahnamenin incelendiği belirtilmiştir Çalışma sonucunda firmaların izahnamelerinde sundukları grafiklerin gerçeği yansıtmadığının saptandığı belirtilmiştir. Örneğin dönem

karı çok düşük olan bir firma karlılık grafiğinde bu durumu saptırdığı ifade edilmektedir. Aynı durumun önemli finansal gösterge grafiklerinde de olduğu açıklanmıştır. Ayrıca bu tahrifatın özellikle 1991 yılı öncesi izahnamelerde daha fazla olduğu da belirtilmiştir. (Mather vd., 2000)

6. Çalışma 1 Ocak 1996 ve 31, Ekim 2005,yılları arasında ABD'de ihraç edilen 2043 Sermaye Piyasası ürünün İzahnamesi incelenmiş, ürünlerin ihraç fiyatlarının doğruluğuna etki eden faktörler araştırılmıştır. Çalışmada İzahname kapsamındaki bilgiler, Standart ve tanıtım amaçlı olmak üzere iki başlık altında toplamıştır. Çalışmada İhraç fiyatının doğruluğu için standart bilgiden çok, yönetim raporu, denetçi raporu ve ihraççı durum tespit raporlarının (due diligence), ihraç fiyatı hakkında daha doğru bilgiler verdikleri şeklinde bir sonuç elde edildiği açıklanmış, standart verilerinde bunu desteklediği ifade edilmiştir. (Hanley & Hoberg, 2010)

7. Çalışma, 2002-2007 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda ilk kez işlem görmeye başlamış firmaların halka arz izahnamelerinde yer alan satış tahminlerinin doğruluk düzeyi araştırılmıştır. Halka arzı gerçekleşen 33 firmadan sadece 24›ünün izahnamelerinde satış tahminlerini belirtiği ifade edilmiştir. Araştırma ile firmaların satış tahminlerinin, gerçekleşen satış değerlerinden önemli oranda farklılık gösterdiğinin tespitine yer verilmiştir. (Bulut, 2009)

6. Alan Araştırması

Sermaye piyasası araçların talebinde, yatırımcıyı bilgilendirme belgesi olan izahname'nin yatırımcıda nasıl algılandığını görmek adına bir alan araştırması yapılmıştır. Araştırmada yöntem olarak bir anket formu hazırlanmış, anket formu, tesadüfi örnekleme yöntemi ile Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) üzerinden halka arzlara aracılık eden aracı kurumlara, bireysel müşterileriyle paylaşılmak üzere e-posta yoluyla yatırımcılara ulaştırılmıştır.

Anket çalışmasında katılımcılara yapılandırılmış 20 soru sorulmuştur. Ankette yer alan soru tipleri, Tercih belirleme (6 soru), Yargısal(10 soru) ve Kişisel özellik (4 soru) soru tiplerinden oluşmaktadır. Ankete 334 bireysel yatırımcı katılmış ve soruları cevaplandırmışlardır. Katılımcıların yöneltilen yargısal sorulara verilen yanıtlar için güvenilirlik analizi yapılmıştır. Böylelikle sonuçların tesadüfi olup olmadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Güvenilirlik göstergesi olarak Cronbach's α katsayısı hesaplanmıştır. Bu hususta 0.7 ve üzeri değerler, ölçeğin güvenilirliğini ifade etmektedir. Sorulara ilişkin Sosyal Bilimler için İstatistik Programı (Statistical Package For the Social Sciences-SPSS) 21 programı ile yapılan güvenilirlik testinde, yargısal sorularınCronbach's α güvenilirlik testi sonucu aşağıdaki Tablo-1de görüldüğü üzere α= 0, 738 'le güvenilir düzeyde ortaya çıkmıştır.

Tablo 1: SPSS-21 Güvenilirlik Testi Sonucu (Reliability Statistics*)*

Cronbach's Alpha	N of Items
0,738	10

Çalışmanın evrenini (anakütle) belirlemek amacıyla 2001-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da (Eski İMKB) yapılan halka arzlarda talepte bulunan bireysel yatırımcı sayısı referans alınmıştır. . Söz konusu 2001-2014 döneminde 126 halka arz gerçekleşmiştir. Bu halka arzlarda talepte bulunan ağırlık ort yatırımcı sayısı ortalama 40 bin düzeyindedir. Tablo-2'de katılımcı sayısı verilmiştir.

Tablo 2: Halka Arzlara Katılan Yatırımcı Sayısı

Yıllar	Halka arz olan Şirket Sayısı	AğırlıklıOrt. Satınalan Yatırımcı Sayısı (Yurtiçi Bireysel)	Ağırlık	Ağırlık Ort. Yat. Sayısı
2001	1	206	0,00	0
2002	3	5.351	0,03	140
2003	2	NA		
2004	10	21.573	0,11	2.280
2005	6	6.240	0,03	191
2006	15	19.193	0,09	1.804
2007	9	30.148	0,15	4.452
2008	2	77.603	0,38	29.499
2009	1	348	0,00	1
2010	22	13.399	0,07	879
2011	25	11.707	0,06	671
2012	16	6.165	0,03	186
2013	9	11.798	0,06	682
2014	5	419	0,00	1
Toplam	**126**	**204.150**	**1,00**	**40.787**

Kaynak: (Borsa İstanbul, 2015)

Anakütleyi temsil etmek üzere %95 güven düzeyinde ve yaklaşık 0.05 örnekleme hatası dikkate alındığında en az 327 kişi ile görüşülmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma için hazırlanan Tesadüfi örnekleme yöntemi kullanılarak ana kütlede yer alan her bir yatırımcının örnekleme girme olasılığı eşit kılınmıştır. (Baş, 2010) Anket Soruları ve Sonuçları Tablo-3, Tablo-4 ve Tablo-5'de verilmiştir.

Tablo 3: Anket Kişisel Özellik Soruları ve Sonuçları

Ne kadar zamandır bakiyeli bir yatırım hesabına sahipsiniz?	1 yıldan az	1-3 yıl arası	3-5 yıl arası	5 yıldan fazla	
	8,41%	15,32%	11,11%	65,17%	
Halka arzdan pay senedi almayı düşündüğünüzde maksimum ne kadarlık yatırım yapmayı planlarsınız?	1.000 TL'ye kadar	10.000 TL'ye kadar	100.000 TL'ye kadar	500.000 TL'ye kadar	1.000.000 TL ve Üstü
	15,36%	52,11%	28,01%	2,41%	2,11%
Eğitim Durumunuz nedir?	İlköğretim	Lise	Önlisans	Lisans	Lisansüstü
	1,81%	7,53%	5,42%	56,63%	28,61%
Yaşınız?	20 yaş altı	20-30 yaş arası	30-40 yaş arası	40-50 yaş arası	50 yaş üstü
	0,30%	21,26%	41,62%	29,34%	7,49%

Tablo 4: Anket Derecelendirme Soruları ve Sonuçları

	Kesinlikle katılmıyorum	Katılmıyorum	Ne Katılıyorum ne de katılmıyorum	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum
Sermaye piyasası araçlarının halka arz sürecinde alınması iyi bir yatırım kararıdır	16,22%	21,32%	39,34%	16,82%	6,31%
Şirketlere yatırım yapmak için İzahname kapsamındaki bilgiler yeterlidir	16,87%	35,24%	24,70%	18,67%	4,52%
İzahname kapsamındaki bilgiler yeterince güvenilirdir	12,42%	30,30%	29,09%	24,85%	3,33%
İzahname kapsamındaki bilgilerin anlaşılması kolaydır	10,84%	33,73%	32,53%	20,48%	2,41%
Yatırımcılar, izahnameyi (sermaye piyasası araçlarının halka arzında), talepten önce yatırımdan önce mutlaka incelemelidir	6,91%	3,00%	10,51%	31,23%	48,35%
Şirketler (ihraççılar) ve Aracı kurumlar, ilk ihraçta yatırımcının bilgi edinmesi için, İzahnamelere yeterince yönlendirme yapmaktadır	11,48%	35,65%	26,89%	22,05%	3,93%
Düzenleyici Kurumların (SPK, Borsa Istanbul A.Ş.) Sermaye piyasası araçlarının ihracında İzahnameyi onaylaması, güven açısından yeterlidir	20,78%	28,92%	19,58%	25,00%	5,72%
Şirketlerin pay senetlerinin ilk ihracında belirlenen halka arz fiyatı doğru tespit edilmiştir	26,65%	34,73%	29,04%	8,08%	1,50%
Değerleme yöntemleri (Halka arz fiyatının tespiti için belirlenen yöntemler) hakkında izahnamede bilgi verilmesi önemlidir	4,52%	3,92%	7,53%	43,98%	40,06%
Halka açılan şirketin halka arzdan elde edeceği kaynağı kullanacağı yeri izahnamede belirtmesi önemlidir	4,23%	2,11%	4,23%	37,16%	52,27%

Tablo 5: Anket Tercih Belirleme Soruları ve Sonuçları

Sermaye piyasası araçlarından getiri açısından hangisini öncelikli yatırım aracı olarak görürsünüz?	Borçlanma araçları (tahvil vb.)	Pay senetleri	Yatırım Fonları	Türev Araçlar	Hepsini		
	6,89%	57,19%	8,98%	11,08%	15,87%		
Bir şirketin sermaye piyasası araçlarına yatırım yaptığınızda hangi bilgi kaynaklarını kullanırsınız?	Danışmanıma sorarım	Şirket merkezinden bilgi alırım	İzahnameleri okurum	Faaliyet raporlarını okurum	Bağımsız Araştırma raporlarına bakarım		
	13,51%	1,50%	8,41%	36,04%	40,54%		
Sermaye piyasası araçlarına ilk ihraçta yatırım yapacak olursanız hangisine yatırım yaparsınız?	Pay senetlerine	Borçlanma araçlarına	Yatırım Fonlarına	Türev Araçlara	Hepsine		
	62,76%	15,92%	10,21%	5,11%	6,01%		
Aşağıdaki sermaye piyasası araçlarından hangisine yatırım yaparken izahnameye bakma ihtiyacı duymazsınız?	Pay senetlerine	Borçlanma araçlarına	Yatırım Fonlarına	Türev Araçlara	İzahnameyi görmeden yatırım yapmam	Hepsine	
	16,87%	11,45%	13,55%	14,46%	32,23%	11,45%	
Bir şirketin yatırım yapılabilir olma değerini sizce hangisi gösterir?	Aktif (Varlık) büyüklüğü	Özsermayesi	Karlılığı	Yatırımları	Piyasa Algısı	Hepsi	
	2,11%	5,72%	22,59%	3,01%	7,83%	58,73%	
İzahname incelerseniz hangi bilgilere bakarsınız?	Finansal Tablolar	Ortaklık Yapısı	Sektör Yapısı	Aracılık yapan aracı kurum	Fiyat değerleme raporu	Halka arz sonrası toplanan kaynağın kullanım yeri	Hepsi
	24,32%	2,70%	1,80%	0,60%	9,31%	6,31%	54,95%

6.1. Anket Sonuçlarının Test Edilmesi

Anket sonuçları, ankete katılan yatırımcıların yargısal sorulara verdikleri cevaplar açısından sırasıyla eğitim ve yaş gibi demografik özellikleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığını görmek amacıyla sınanmıştır. Bilindiği üzere; çıkarsımsal istatistikte, kitleyi temsil etmek kabiliyetine sahip küçük bir topluluktan hesaplanan istatistikten hareketle parametrenin tahmin edilmesi amaçlanmaktadır. Bu amaç doğrultusunda yapılan çıkarsamaların yanıltıcı olmaması için uygun istatistiksel teste karar verilmesi gerekmektedir. Bu testler; parametrik ve parametrik olmayan testler olmak üzere iki kategoriye ayrılmaktadır (Bektaş, 2015). Anket aracılığıyla toplanmış verinin ölçüm düzeyi ve parametrik testlerin diğer varsayımlarının sağlanıp sağlanmadığı araştırıldığında; parametrik olmayan testlerin kullanılması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu aşamada, yargısal sorular açısından katılımcıların eğitim düzeyi grupları arasında istatistiksel olarak fark olup olmadığını ortaya koyabilmek için Kruskal Wallis testi kullanılmıştır. Bu test, bir değişken açısından bağımsız iki veya daha fazla grubun medyanları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığını sınamaktadır. Bu testin uygulanabilmesi için her iki grupta yer alan gözlem sayılarının eşit olması gerekmemekte, incelenecek değerlerin sıralı ölçekle toplanmış olması ve örneklemin kitleden tesadüfi olarak seçilmesi gerekmektedir. Söz konusu testin temel hipotezi; iki grubun medyanları arasında fark olmadığını göstermektedir (Israel, 2008). Tablo 1'de anket formunda yer alan her bir soru için eğitim düzeyleri arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak fark olup olmadığını gösteren K-W testine ait bulgular yer almaktadır. Eğitim düzeyi değişkeni, yeniden kodlanarak, lisans öncesi, lisans ve lisansüstü olarak üç grup haline getirilerek analiz gerçekleştirilmiştir.

Tablo 6: Kruskal Wallis Testinin Sonuçları (Eğitim Düzeyleri Arasında)

Değişken	K-W Test İstatistiğinin Olasılık Değeri
Sermaye piyasası araçlarının halka arz sürecinde alınması iyi bir yatırım kararıdır.	0,054
Yatırımcılar, izahnameyi (sermaye piyasası araçlarının halka arzında), talepten önce yatırımdan önce mutlaka incelemelidir.	0,093
Şirketlere yatırım yapmak için İzahname kapsamındaki bilgiler yeterlidir.	0,326
İzahname kapsamındaki bilgiler yeterince güvenilirdir.	0,060
İzahname kapsamındaki bilgilerin anlaşılması kolaydır.	0,050
Şirketlerin pay senetlerinin ilk ihracında belirlenen halka arz fiyatı doğru tespit edilmiştir.	0,166
Değerleme yöntemleri (Halka arz fiyatının tespiti için belirlenen yöntemler) hakkında izahnamede bilgi verilmesi önemlidir.	0,014
Halka açılan şirketin halka arzdan elde edeceği kaynağı kullanacağı yeri izahnamede belirtmesi önemlidir.	0,351
Şirketler (ihraççılar) ve Aracı kurumlar, ilk ihraçta yatırımcının bilgi edinmesi için, İzahnamelere yeterince yönlendirme yapmaktadır	0,170
Düzenleyici Kurumların (SPK, Borsa İstanbul A.Ş.) Sermaye piyasası araçlarının ihracında İzahnameyi onaylaması, güven açısından yeterlidir.	0,249

Tablo 6 incelendiğinde; sadece "Değerleme yöntemleri (Halka arz fiyatının tespiti için belirlenen yöntemler) hakkında izahnamede bilgi verilmesi önemlidir." yargısal sorusu açısından eğitim düzeyleri arasından 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir fark gözlenmiştir. Bu farkın hangi eğitim düzeyine sahip katılımcılar tarafından meydana geldiğini saptamak için Henry B. Mann ve D. R. Whitney tarafından 1947 yılında geliştirilen Mann – Whitney U testi kullanılmıştır. Bu test, bir değişken açısından bağımsız iki grubun medyanları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığını sınamaktadır (Sheskin, 2004). "Değerleme yöntemleri (Halka arz fiyatının tespiti için belirlenen yöntemler) hakkında izahnamede bilgi verilmesi önemlidir." açısından lisan öncesi ile lisans, lisans öncesi ile lisansüstü, lisans ile lisansüstü eğitim düzeyleri arasından 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak fark olup olmadığı iteratif olarak incelenmiş olup; bulgular Tablo 7'de sunulmuştur.

Tablo 7: Mann – Whitney U Testi Sonuçları

Gruplar	Mann – Whitney U Testi İstatistiğinin Olasılık Değeri
Lisans Öncesi – Lisans	0,034
Lisans Öncesi – Lisansüstü	0,004
Lisans – Lisansüstü	0,142

Tablo 7 incelendiğinde; "Değerleme yöntemleri (Halka arz fiyatının tespiti için belirlenen yöntemler) hakkında izahnamede bilgi verilmesi önemlidir." açısından farklılığını, lisans öncesi eğitim grubuna dâhil olan katılımcıların meydana getirdiği görülmüştür.

Anket çalışmasına katılanların yargısal sorulara verdikleri cevaplar açısından yaş grupları arasında istatistiksel olarak anlamlı fark olup olmadığını sınamak için yine Kruskal Wallis testi uygulanmıştır. Bu test öncesinde; yaş grupları 30 yaş altı, 30 ile 40 arası, 40 ve üstü şeklinde yeniden kodlanmıştır. Tablo 8'de yargısal sorular açısından yaş grupları arasında fark olup olmadığını sınamak için uygulanan Kruskal Wallis testine ait bulgular yer almaktadır.

Tablo 8: Kruskal Wallis Testinin Sonuçları (Yaş Grupları Arasında)

Değişken	K-W Test İstatistiğinin Olasılık Değeri
Sermaye piyasası araçlarının halka arz sürecinde alınması iyi bir yatırım kararıdır.	0,179
Yatırımcılar, izahnameyi (sermaye piyasası araçlarının halka arzında), talepten önce yatırımdan önce mutlaka incelemelidir.	0,536
Şirketlere yatırım yapmak için İzahname kapsamındaki bilgiler yeterlidir.	0,084
İzahname kapsamındaki bilgiler yeterince güvenilirdir.	0,006
İzahname kapsamındaki bilgilerin anlaşılması kolaydır.	0,014
Şirketlerin pay senetlerinin ilk ihracında belirlenen halka arz fiyatı doğru tespit edilmiştir.	0,035
Değerleme yöntemleri (Halka arz fiyatının tespiti için belirlenen yöntemler) hakkında izahnamede bilgi verilmesi önemlidir.	0,875
Halka açılan şirketin halka arzdan elde edeceği kaynağı kullanacağı yeri izahnamede belirtmesi önemlidir.	0,268
Şirketler (ihraççılar) ve Aracı kurumlar, ilk ihraçta yatırımcının bilgi edinmesi için, İzahnamelere yeterince yönlendirme yapmaktadır	0,227
Düzenleyici Kurumların (SPK, Borsa İstanbul A.Ş.) Sermaye piyasası araçlarının ihracında İzahnameyi onaylaması, güven açısından yeterlidir.	0,020

Tablo 8 incelendiğinde; "İzahname kapsamındaki bilgiler yeterince güvenilirdir.", "İzahname kapsamındaki bilgilerin anlaşılması kolaydır." , "Şirketlerin pay senetlerinin ilk ihracında belirlenen halka arz fiyatı doğru tespit edilmiştir." ve "Düzenleyici Kurumların (SPK, Borsa İstanbul A.Ş.) Sermaye piyasası araçlarının ihracında İzahnameyi onaylaması, güven açısından yeterlidir." soruları açısından yaş grupları arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde fark olduğu saptanmıştır. Diğer bir deyişle, temel hipotez reddedilmiştir. Bu durumun yorumlanabilmesi için Tablo 9'te ilgili sorular açısından gruplara ait sıra değerlerinin ortalamalarına yer verilmiştir.

Tablo 9: Yaş Gruplarına Ait Değerlerin Ortalaması

Soru	Gruplar	Sıra Ortalaması
İzahname kapsamındaki bilgiler yeterince güvenilirdir	30 yaş altı	197,31
	30 ile 40	158,66
	40 ve üstü	156,86
İzahname kapsamındaki bilgilerin anlaşılması kolaydır.	30 yaş altı	194, 53
	30 ile 40	156,57
	40 ve üstü	163,47
Şirketlerin pay senetlerinin ilk ihracında belirlenen halka arz fiyatı doğru tespit edilmiştir	30 yaş altı	191,55
	30 ile 40	157,04
	40 ve üstü	167,59
Düzenleyici Kurumların (SPK, Borsa İstanbul A.Ş.) Sermaye piyasası araçlarının ihracında İzahnameyi onaylaması, güven açısından yeterlidir.	30 yaş altı	193,37
	30 ile 40	156,11
	40 ve üstü	164,76

Tablo 9 incelendiğinde; her bir yargısal soru açısından gruplar arasında farklılığa neden olan 30 yaş altındaki katılımcılardır. Söz konusu dört soruya da diğer yaş gruplarındaki yatırımcılara göre katılım düzeylerinin daha fazla olduğu anlaşılmıştır

6.2. Anket Değerlendirilmesi

Ankete ilişkin öncelikli değerlendirme kişisel özellikteki sorulara verilen cevapların değerlendirmesine yönelik olacaktır. Ankete katılanların, % 90'nı 20- 50 yaş aralığında olduğu görülmektedir. Çoğunluğu 'da % 41,6 ile 30-40 yaş grubu oluşturduğu görülmektedir. Burada anlaşılmaktadır ki sermaye piyasa araçlarına ağırlık olarak 30 yaş ve üzeri tasarruf sahipleri yatırım yapmaktadır. Katılımcıların eğitim durumlarına bakıldığında % 85'nin yüksek eğitim sahibi olduğu görülmektedir. Bu durum göstermektedir ki Sermaye piyasasında bilinçli bir yatırımcı kitlesi bulunmaktadır. Katılımcılarının % 76 'sının 3 yıldan daha uzun süre bir yatırım hesabına sahip olması, yatırımcıların sermaye piyasasındaki gelişmeleri takip ettiğini göstermektedir. Katılımcıların tasarruflarının ne kadarlık kısmını sermaye piyasalarında değerlendirdiğine bakıldığında ağırlık olarak (%52'si) 10.000 TL'ye kadar olan kısmını bu piyasa değerlendirdiği görülmektedir. Azımsanmayacak bir kesim de (% 28) tasarruflarının 100 000 TL'ye kadar olan kısmı bu piyasada değerlendirmektedir.

Yatırımcıların tercihini belirlemeye yönelik olarak sorulardan *"Sermaye piyasası araçlarından getiri açısından hangisini öncelikli yatırım aracı olarak görürsünüz?"* sorusuna yatırımcılar ağırlık olarak (% 57,2) ile pay senetleri şeklinde ifade etmişlerdir. Diğer yatırım araçlarının fazla ağırlığı olmadığı görülmektedir. İlgili yatırım araçlarının ilk ihraçta talebine ilişkin olarak sorulan *"Sermaye piyasası araçlarına ilk ihraçta yatırım yapacak olursanız hangisine yatırım yaparsınız?"* sorusunda da yatırıcının tercihinin yine pay senetlerinden (% 62,8) yana olduğu görülmektedir.

Yatırımcı sermaye piyasası araçlarından tercihini pay senetlerinden yana kullanmakla birlikte ilk halka arz fiyatının tespitine ilişkin sorulan "Şirketlerin pay senetlerinin ilk ihracında belirlenen halka arz fiyatı doğru tespit edilmiştir." sorusuna yatırımcıların % 61,4'nün de *"Kesinlikle katılmıyorum veya Katılmıyorum"* şeklinde bir yaklaşım ortaya koymuştur. Bu yaklaşımı, çapraz sorgulama ile değerlendirmek amacıyla sorulan *"Sermaye piyasası araçlarının halka arz sürecinde alınması iyi bir yatırım kararıdır."* Sorusuna % 22,63'ü *"Kesinlikle katılıyorum veya Katılıyorum"* cevabıyla, desteklemeyerek aynı yönde bir yaklaşım ortaya koymuştur. Bu durum sermaye piyasası araçlarının halka arz süreçlerinde ihraççılara ilişkin bir güvensizlik olduğunu ortaya koymaktadır.

Yatırımcıların eğer ki sermaye piyasası araçlarına yatırım yapacaklarsa hangi bilgi kaynaklarına başvurduklarına ilişkin sorulan *"Bir şirketin sermaye piyasası araçlarına yatırım yaptığınızda hangi bilgi kaynaklarını kullanırsınız?"* sorusuna yatırımcılar daha çok % 40,5'nin Bağımsız Araştırma raporlarına baktığı, % 30'nun Şirket Faaliyet Raporları'nı okuduğu, % 13,5'nin Danışmanına sorduğu, % 8,4'nün de İzahnameye incelediğini, %1,5'nin de şirket merkezinden bilgi aldığını belirtmiştir. Bu sorgulama da en çarpıcı sonuç, izahnamelerin bir bilgi kaynağı olarak dikkate alınmada değerinin çok düşük olmasıdır.

Bu sonuç çerçevesinde izahnamelerin teknik niteliğinin, yatırımcılar tarafından öngörülüp görülmediğini sorgulamak amacıyla sorulan *"Aşağıdaki sermaye piyasası araçlarından hangisine yatırım yaparken izahnameye bakma ihtiyacı duymazsınız?"* sorusuna % 32,2'si "İzahnameyi görmeden yatırım yapmam" cevabını *vermesi, ve "Yatırımcılar, izahnameyi (sermaye piyasası araçlarının halka arzında), talepten önce, yatırımdan önce mutlaka incelemelidir."* Sorgulamasında % 79,6'lık "Katılıyorum ve Kesinlikle Katılıyorum" cevabı vermesi ve, teknik olarak izahnamenin öneminin farkında olduğunu ancak içeriğe ilişkin sorulan "İzahname *kapsamındaki bilgilerin anlaşılması kolaydır."* sorusuna % 22,9 olumlu bakması izahnamelerin formatını tartışmalı hale getirmektedir.

Yatırımcıların İzahnamelere teknik olarak hakim olduğu görüldükten sonra, güvenilirliğini öngörmek adına sorulan, sorulardan "İzahname kapsamındaki bilgiler yeterince güvenilirdir." İfadesine yatırımcıların % 28,2'sinin katıldığı, "Şirketlere yatırım yapmak için İzahname *kapsamındaki bilgiler yeterlidir."* Sorusuna % 23,2'lik bir kısmının olumlu cevap vermesi, yatırımcının bu izahnameleri güvenilir bulmadığını ortaya koymaktadır.

Yatırımcılar eğer ki izahnamelerin içeriğine incelerler ise hangi tür bilgiyi edinmek istediklerini sorgulamak amacıyla sorulan *"İzahname incelerseniz hangi bilgilere bakarsınız?"* sorusuna ilişkin olarak

Katılımcıların % 55 bilgilerin hepsine baktığını, % 24'ü finansal tabloları incelediğini, %9,3 fiyat değerleme raporuna baktığını, %6,3 elde edilen kaynağın halka arz sonrası nerede kullanıldığını, % 2,7 si ortaklık yapısına % 1,8 sektör yapısına % 0,6'sı ise ihraca aracılı eden aracı kuruma baktığını belirtmiştir.

İzahname'ne içeriğinin yatırımcılar tarafından daha detaylı incelenip incelenmediğini öngörebilmek adına bir önceki soruyla paralel olarak *"Bir şirketin yatırım yapılabilir olma değerini sizce hangisi gösterir?"* sorusu sorulmuştur. Katılımcıların % 58,7'si finansal bilgilerin şirketin yatırım yapılabilir değerini yansıtmada önemli olduğunu belirtirken, %

22,6'sı karlılığının önemli olduğunu, % 7,8 ise Piyasa Algısının önemde olduğu, % 3'de yatırımlarının önemli olduğunu belirtmiştir. Yatırımcıların, şirketlerin ileriye yönelik kar ve satış tahminlerini izahnamede açıklanmasının yatırımcılar tarafından önemsendiği yapılan diğer akademik çalışmalarla da ortaya konmuştur. (Bulut, 2009)

İhraççıların halka arzdan elde ettiği gelirin hangi tür yatırımlarda kullanıldığına, yatırımcının önem verip vermediğini görebilmek adına *"Halka açılan şirketin halka arzdan elde edeceği kaynağı kullanacağı yeri izahnamede belirtmesi önemlidir."* sorusu sorulmuş yatırımcıların % 89,4 buna katıldığını belirtmiştir. Bu soruyla benzer nitelikte şirketlerin ihraç değerlerine belirlenmesine nasıl baktıklarını öngöre bilmek adına *"Değerleme yöntemleri (Halka arz fiyatının tespiti için belirlenen yöntemler) hakkında izahnamede bilgi verilmesi önemlidir."* yaklaşımına ilişkin görüşleri sorulmuş, katılımcıların % 84'ü bu yaklaşıma katıldığını belirtmişlerdir.

Son olarak, ihraççıların, Aracı kuruluşların ve düzenleyici kuruluşların izahname kapsamındaki sorumluluklarını ihraççının nasıl değerlendirdiğine ilişkin sorular sorulmuştur. Bu kapsamda sorulan *"Şirketler (ihraççılar) ve Aracı kurumlar, ilk ihraçta yatırımcının bilgi edinmesi için,* İzahnamelere *yeterince yönlendirme yapmaktadır" yaklaşımına %47,1 katılmadığını , % 26,9 bu fikre ne katıldığını ne de katılmadığını, %26'sı ise bu kurumların yatırımcıyı izahnamelere ilişkin yeterince bilgilendirmediğini belirtmektedir.*

Düzenleyici ve denetleyici otoritelere ilişkin olarak belirtilen "Düzenleyici Kurumların (SPK, Borsa İstanbul A.Ş.) Sermaye piyasası araçlarının ihracında İzahnameyi *onaylaması, güven açısından yeterlidir."* Yaklaşımına katılımcıların %49,7 katılmadığını , % 19,6 ne katılıyorum ne de katılmıyorum yaklaşımla bu konuda kararsız olduğunu, % 30,7'si ise bu kurumlara güvendiğini belirtmişlerdir.

7. Sonuç

Yeni Sermaye Piyasası mevzuatında izahnameye ayrı bir önem verilmiş, ihraççıların tanıtım ve reklam çalışmalarında, yatırım kararlarının izahnamenin incelenmesi suretiyle verilmesi gerektiği hususuna yer verilmesini zorunlu tutmuştur.

İzahname kapsamında hangi bilgilerin açıklanma zorunluluğunda olduğu, hangisinin ihtiyari olduğu hususuna mevzuatta açıklanmıştır. Bu durum, sermaye piyasası yatırımlarında, bilgi edinmenin temelde mevzuata bağlı olduğunu göstermiştir. Bu bilgilendirmeye bağlı olarak ihraççılar tarafından hazırlanan izahnameleri yatırımcıların ne kadar refans aldığına ilişkin yapılan bu çalışma göstermektedir ki, yatırımcı bu bilgilendirme metinlerine o kadar önem vermemektedir.

Yatırımcının izahnameyi neden önemsemediği hususu sorgulandığında, öncelikle bir güven probleminin olduğu görülmektedir. Nitekim denetleyici otoritenin bilginin doğruluğunu sorgulamaması, sadece belgelerde imzası olanları sorumlu tutması, bu durumu açıklamada bir öngörü oluşturmaktadır. Taraflar arası bir güven problemi olduğunu ortaya koyan diğer bir durum, yatırımcılar, şirketler hakkında bilgi edinmek istediğinde, izahnamelerin en son bakacakları belgelerden biri olacağını ifade etmesidir. Bu ciddi bir güven problemi olduğunu ortaya koymaktadır. Bu güven probleminin aşılması için öncelikli olarak, izahnamelerin

anlaşılabilir, bir metin olduğu algısını yatırımcıya kazandırmak gerekir. Her ne kadar mevzuatta bilgilerin yatırımcılar tarafından kolaylıkla analiz edilebilir, anlaşılabilir ve değerlendirilebilir bir şekilde hazırlanması gerektiği hususu vurgulanmışsa da izahnameler, yatırımcılar anlaşılabilir olarak görmemektedir.

Çalışmada öne çıkan konulardan biri de bilgininin niteliğine bakış açısıdır. Düzenleyici otoritenin öncelikli olarak açıklanmasını istediği bilgi ile yatırımcının önem verdiği bilginin farklı olduğu ortaya çıkmaktadır. Düzenleyici otorite, İhraççı Bilgi Dökümanı (İhraççının sermayesi, yönetimi, faaliyetleri, finansal durumu vb. bilgiler) ve ihraç edilecek Sermaye Piyasası Aracının sağladığı hak ve yükümlülüklere vurgu yaparken, Yatırımcı, İzahnamede yayınlama zorunluluğu olmayan halk arz fiyatı(Tebliğ II-5.1), şirket değerleme raporları, ihraççının kar beklentileri (İhraççı, tercih etmesi durumunda ve bağımsız güvence raporu hazırlanması şartıyla bu kısımda kar tahminleri ve beklentilerine yer verebileceği kılavuzda belirtilmiştir.)ve halka arz gelirinin kullanım yeri gibi hususlara önem verdiği görülmektedir. Bu kadar önem verilen bilgilerin izahnemde açıklanma zorunluluğunun olmaması, Türkiye sermaye piyasalarının gelişiminin beklenen düzeyde yakalamamasını kısmen de olsa açıklamaktadır.

Çalışmadan izahnamelerin niteliğine ilişkin ortaya çıkan bu sonuçlar, sermaye piyasası'ndaki yatırım kuruluşlarının, borsaların, en önemlisi de denetleyici ve düzenleyici otoritelerin kendilerine ve piyasaya olan güvensizliği ortadan kaldırmak adına, yatırımcıyı bilgilendirme çalışmaları yapmaları gerekmektedir. Akla gelebilecek olan yatırımcının yapılacak olan çalışmaları kavrayabilme yeterliliği var mıdır? Bu çalışmadaki anket sonuçları sermaye piyasalarındaki yatırımcının gayet nitelikli olduğunu ortaya koymaktadır. Nitekim yatırımcı yatırıma ilişkin doğru bilginin izahnamede olması gerektiğine inanmakta ancak, izahnamenin yapısı ve içeriğinin de yetersizliği güvensizliğe neden olmaktadır.

Kaynakça

Baş, T. (2010). *Anket*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Bektaş, H. (2015). İkili *değişkenler için faktör analizi: Çalışma yaşamı kalitesi üzerine bir uygulama*. İÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri Anabilim Dalı, Yayımlanmamış Tez.

Borsa İstanbul. (2015). *Halka arz verileri*. Erişim tarihi: 15.09.2015, http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri

Bulut, H. (2009). İlk halka arz izahnamelerinde açıklanan satış tahminlerinin doğruluğu: İMKB uygulaması. *İMKB Dergisi, 11*(43), 17-55.

Chan vd. (1996). Possible factors of the accuracy of prospectus earnings forecast in Hong Kong. *The International Journal of Accounting, 31*(3), 381-398. doi:10.1016/S0020-7063(96)90026-6

Eralp, B. (2013). Türkiye ve Avrupa Birliğinde izahname hazırlanması. *Sermaye Piyasasında Gündem,* 135 (18).

Hanley, K., & Hoberg, G. (2010). The Information content of IPO prospectuses. *Review of Financial Studies, 23*, 2821-2864. http://ssrn.com/abstract=1327171.

Harjeet, B. S., & Pettway, R. H. (2003). IPO prospectus ınformation and subsequent performance. *Financial Review, 38*(3), 369–397. doi:10.1111/1540-6288.00051

Israel, D. (2008). *Data analysis in business research: A step by step nonparametric approach, Response Book*. India.

Jaggi, B. (1997). Accuracy of forecast information disclosed in the IPO prospectuses of Hong Kong companies. *The International Journal of Accounting, 32*(3), 301-319. doi:10.1016/S0020-7063(97)90013-3

Jelic R., Saadouni, B., & Briston, R. (1998). The accuracy of earnings forecasts in IPO prospectuses on the Kuala Lumpur Stock Exchange. *Accounting and Business Research, 29*(1), 57-72. doi:10.1080/00014788.1998.9729566

Mather P., Ramsey, A., & Steen, P. (2000). The use and representational faithfulness of graphs in Australian IPO prospectuses. *Accounting, Auditing & Accountability Journal, 13*(1), 65-83. doi:10.1108/09513570010316144

Sermaye Piyasası Kurulu. (2012). *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu*. Erişim tarihi: 12.08.2015, ttp://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/?submenuheader=-1

Sermaye Piyasası Kurulu. (2012). *İzahname kullanım kılavuzları*. Erişim tarihi: 15.08.2015, http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/?submenuheader=-1

Sermaye Piyasası Kurulu. (2012). *Mevzuat*. Erişim tarihi: 12.08.2015, http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/?submenuheader=-1

Sermaye Piyasası Kurulu. (2012). *Sermaye Piyasası Borçlanma Araçları Tebliği (II-5.2)*. Erişim tarihi: 15.08.2015, http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/?submenuheader=-1

Sermaye Piyasası Kurulu. (2012). *Sermaye Piyasası, Araçları Satışı Tebliği (II-5.2),*. Erişim tarihi: 12.08.2015, http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/?submenuheader=-1

Sermaye Piyasası Kurulu. (2012). Sermaye Piyasası, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1). Erişim tarihi: 18.08.2015, http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action =showpage&showmenu=yes&menuid=12&pid=0&subid=12&submenuheader=0

Sermaye Piyasası Kurulu. (2012). *Sermaye Piyasası, Pay Tebliği (VII-128.1)*. Erişim tarihi: 15.08.2015, http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/?submenuheader=-1

Sheskin, D. J. (2004). *Handbook of parametric and nonparametric statistical procedures*. USA: Chapman & Hall / CRC Press.