

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ\*SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**İŞLETME PROGRAMI**

**HALKA ARZLARDA KÂR TAHMİNİ ve HİSSE SENEDİ PERFORMANSI  
İLİŞKİSİ: İ.M.K.B. UYGULAMASI**

**DOKTORA TEZİ**

**Bünyamin ER**

**Tez Danışmanı: Yrd.Doç.Dr. Halil İbrahim BULUT**

**Haziran-2010**

**TRABZON**

## ONAY

Bünyamin ER tarafından hazırlanan “*Halka Arzlarda Kâr Tahmini ve Hisse Senedi Performansı İlişkisi: İ.M.K.B. Uygulaması*” adlı bu çalışma 31.05.2010 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim dalında **doktora tezi** olarak kabul edilmiştir.



Prof.Dr. Mustafa ÇIKRIKÇI (Başkan)



Prof.Dr. Hüseyin DAĞLI



Prof.Dr. Osman KARAMUSTAFA

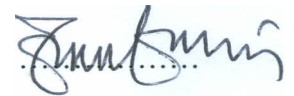


Prof.Dr. Yakup KÜÇÜKKALE



Yrd.Doç.Dr. Halil İbrahim BULUT

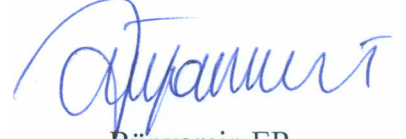
Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım. 22 / 06 / 2010



Enstitü Müdürü  
Doç.Dr. Yusuf ŞAHİN

## BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.



Bünyamin ER  
24.05. 2010

## ÖNSÖZ

Yatırımcıların tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirmeleri, piyasaya duyulan güven ile doğrudan ilgili bir durumdur. Sermaye piyasalarında yaşanan çeşitli hile ve yanıltmalar, piyasaya duyulan güveni önemli ölçüde azaltır. Dolayısıyla sermaye piyasalarına olan güvenin sağlanmasında, söz konusu hileli ve yanıltmalı davranışlara karşı yatırımcıların korunması hayati bir önem taşır. Bu ise yatırımcıların tam, zamanlı ve doğru olarak bilgilendirilerek piyasalarla ilgili belirsizliklerin azaltılması ile mümkün olur.

Halka arz piyasaları belirsizliğin en yüksek olduğu piyasalardandır. Bu piyasaların yatırımcıları, hisse senetlerine yatırım yapmayı planladıkları firmaların mevcut ve gelecekteki durumu hakkında çok az bilgi sahibidirler. Yatırımcılar, halka arz firmaları hakkındaki sınırlı bilgilere, izahnameler vasıtasıyla ulaşırlar. Firmaların gelecekteki ile ilgili belirsizliği azaltmak amacıyla izahnamelerde yer verdikleri bilgilerden en önemlisi geleceğe yönelik kâr tahminleri ve beklentileridir.

Yatırımcıların hileli ve yanıltmalı davranışlara karşı korunması amacıyla gerekli bilgilerin sağlanması sermaye piyasaları açısından önemli bir konudur. Bununla birlikte, yatırımcılara sağlanan bilgilerin kullanılabilirliği adına doğru olmaları gerekmektedir. Bu çalışmada, Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinin ve açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemli performanslarına etkisi araştırılmıştır.

Çalışmanın gerçekleştirilmesinde çok büyük katkıları olan danışman hocam Yrd.Doç.Dr. Halil İ. BULUT başta olmak üzere, yapıcı eleştirilerinden dolayı Prof.Dr. Osman KARAMUSTAFA ve Prof.Dr. Yakup KÜÇÜKKALE'ye şükranlarımı sunarım. Ayrıca, katkılarından dolayı Prof.Dr. Mustafa ÇIKRIKÇI ve Prof.Dr. Hüseyin DAĞLI hocalarıma, özellikle uygulama kısmında kendisinden çokça istifade ettiğim Öğr.Gör.Dr. Aykut KARAKAYA ile teşvik ve sabırlarından dolayı eşime, abime ve tüm aileme teşekkür ederim.

## İÇİNDEKİLER

Sayfa Nr.

ÖNSÖZ .....	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET .....	IX
ABSTRACT .....	X
TABLolar LİSTESİ .....	XI
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	XIII
GRAFİKLER LİSTESİ .....	XIV
KISALTMALAR LİSTESİ .....	XV
GİRİŞ.....	1-5

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>1. HALKA ARZLARDA YATIRIMCININ BİLGİLENDİRİLMESİ.....</b>	<b>6-30</b>
1.1. Yatırımcının Korunması .....	6
1.2. Kamuyu Aydınlatma İlkesi.....	8
1.2.1. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Tanımı .....	8
1.2.2. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Amaç ve Kapsamı .....	9
1.2.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin İşlevleri .....	12
1.2.4. Sarbanes-Oxley Yasası, Kurumsal Yönetim ve Kamuyu Aydınlatma.....	13
1.3. Birincil Piyasalarda Yatırımcının Bilgilendirilmesi .....	15
1.3.1. İzahname.....	15
1.3.1.1. İzahnamenin Tanımı .....	15
1.3.1.2. İzahnamenin İçeriği .....	16
1.3.1.2.1. Halka Arzla İlgili Bilgiler.....	17
1.3.1.2.2. Firma Hakkında Bilgiler .....	18

1.3.1.2.3. Finansal Bilgiler .....	19
1.3.1.2.4. Diğer Bilgiler .....	23
1.3.2. Sirküler .....	28
1.3.3. İlan ve Reklamlar.....	29

## İKİNCİ BÖLÜM

<b>2. HALKA ARZLARDA KÂR TAHMİNİ AÇIKLAMA.....</b>	<b>31-69</b>
2.1. Genel Olarak Kâr Tahmini Açıklama.....	31
2.1.1. Kâr Tahmini Açıklama Nedenleri .....	34
2.1.1.1. Bilgi Asimetrisini Azaltma.....	35
2.1.1.2. Firma Hakkında İşaret Sunma .....	36
2.1.1.3. Olumlu Haberleri Yayınlama ve Firma Hakkındaki Düşünceleri Düzeltilme .....	37
2.1.2. Kâr Tahmini Açıklamanın Faydaları.....	39
2.1.2.1. Hisse Senedi Fiyatlarında Artış .....	41
2.1.2.2. Hisse Senedi Likiditesinde ve Analist Takibinde Artış.....	43
2.1.2.3. Firma Performansında Artış .....	44
2.1.3. Kâr Tahmini Açıklamanın Maliyetleri .....	46
2.1.4. Kâr Tahmini Açıklama Süreci .....	48
2.1.4.1. Tahmin Öncesi.....	48
2.1.4.1.1. Tahmin Çevresi .....	49
2.1.4.1.2. Tahminci Özellikleri.....	51
2.1.4.2. Tahmin Özellikleri.....	54
2.1.4.3. Tahmin Sonuçları .....	56
2.2. İlk Halka Arz İzahnamelerinde Kâr Tahmini Açıklama .....	58
2.2.1. İlk Halka Arz İzahnamelerinde Tahmin Açıklamanın Önemi.....	59
2.2.2. İlk Halka Arz İzahnamelerinde Kâr Tahmini Açıklama Nedenleri.....	62
2.2.3. İlk Halka Arz İzahnamelerinde Açıklanan Kâr Tahminlerinin Doğruluğu ve Hisse Senedi Performansı .....	67

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>3. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ ve HİPOTEZLERİ.....</b>	<b>70-118</b>
3.1. Genel Açıklama .....	70
3.2. Araştırmanın Önemi .....	71
3.3. Araştırmanın Amacı .....	71
3.4. Araştırmanın Kapsamı.....	72
3.5. Araştırmanın Kısıtları .....	74
3.6. Araştırmanın Veri Seti, Yöntemi ve Hipotezleri .....	74
3.6.1. Araştırmanın Veri Seti.....	74
3.6.2. Araştırmanın Yöntemi ve Hipotezleri .....	76
3.6.2.1. Halka Arz Firmalarının Kâr Tahmini Açıklama Eğilimleri .....	76
3.6.2.2. Halka Arz Firmalarının Açıkladıkları Kâr Tahminlerinin Doğruluğu ...	84
3.6.2.2.1. Kâr Tahmini Hatasının Hesaplanması.....	85
3.6.2.2.2. Kâr Tahminlerinin Eğilim ve Rasyonelliği .....	87
3.6.2.2.3. Kâr Tahmini Gerçekleşme Diyagramı.....	89
3.6.2.2.4. Kâr Tahminlerinin Üstünlüğü.....	91
3.6.2.2.5. Kâr Tahmin Doğruluğuna Etki Eden Faktörler .....	96
3.6.2.3. Tahmin Açıklam Eğilimleri ve Açıklanan Tahminlerin Doğruluğunun Hisse Senedi Performansına Etkisi .....	103
3.6.2.3.1. Hisse Senedi Performansının Hesaplanması .....	103
3.6.2.3.1.1. Hisse Senedinin Kısa Dönem Performansının Hesaplanması.....	103
3.6.2.3.1.2. Hisse Senedinin Uzun Dönem Performansının Hesaplanması .....	105
3.6.2.3.2. Kâr Tahmini Açıklama Eğilimlerinin Hisse Senedi Performansına Etkisi .....	107
3.6.2.3.3. Kâr Tahminlerinin Doğruluğunun Hisse Senedi Performansına Etkisi .....	113

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

<b>4. KÂR TAHMİNİ AÇIKLAMA EĞİLİMLERİ ve KÂR TAHMİNLERİNİN DOĞRULUĞUNA İLİŞKİN BULGULAR.....</b>	<b>119-170</b>
4.1. Kâr Tahmini Açıklama Eğilimlerine İlişkin Bulgular .....	119
4.2. Kâr Tahminlerinin Doğruluğuna İlişkin Bulgular .....	134
4.2.1. Kâr Tahmin Hatasına İlişkin Bulgular.....	134
4.2.2. Kâr Tahminlerinin Eğilim ve Rasyonelliğine İlişkin Bulgular .....	142
4.2.3. Kâr Tahmini Gerçekleşme Diyagramına İlişkin Bulgular.....	144
4.2.4. Kâr Tahminlerinin Üstünlüğüne İlişkin Bulgular.....	148
4.2.5. Kâr Tahmin Doğruluğuna Etki Eden Faktörlere İlişkin Bulgular .....	152

## BEŞİNCİ BÖLÜM

<b>5. KÂR TAHMİNİ AÇIKLAMA EĞİLİMLERİ ve KÂR TAHMİNLERİNİN DOĞRULUĞUNUN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİSİNE İLİŞKİN BULGULAR.....</b>	<b>171-203</b>
5.1. Genel Açıklama .....	171
5.2. Hisse Senetlerinin Kısa ve Uzun Dönem Performanslarına İlişkin Bulgular.....	172
5.3. Kâr Tahmini Açıklama Eğilimlerinin Hisse Senedi Performansına Etkisine İlişkin Bulgular.....	179
5.4. Kâr Tahminlerinin Doğruluğunun Hisse Senedi Performansına Etkisine İlişkin Bulgular.....	189
<b>SONUÇ ve ÖNERİLER .....</b>	<b>204</b>
<b>YARARLANILAN KAYNAKLAR .....</b>	<b>214</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>237</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>239</b>



## ÖZET

Sermaye piyasası düzenlemelerinin en temel amaçlarından birisi, yatırımcıların tam ve zamanında bilgilendirilmesi ile firmalar ve piyasalarla ilgili belirsizliğin azaltılmasıdır. Böylece yatırımcının hileli ve yanıltmalı davranışlara karşı korunması sağlanır. Yöneticiler ve potansiyel yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi, yeni bir halka arza katılıp katılmama konusunda karar aşamasında olan yatırımcılar için temel bir belirsizlik kaynağıdır. Bu durumlarda yatırımcılar, yöneticiler tarafından ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan bilgilere güvenmek durumunda kalmaktadırlar. Rasyonel yatırımcıların yatırım kararlarını, izahnamelerdeki sınırlı bilgilere göre verecekleri varsayılır. Rasyonel yatırımcıların bu kararları, piyasadaki menkul kıymetlere olan talebin yönünü ve dolayısıyla da fiyatlarını etkileyecektir. Bu noktadan hareketle, izahnamelerde açıklanan bilgilerin doğruluğu hem halka arz yatırımcısına sunulan bilginin kalitesi hem de halka arza konu menkul kıymetin ihraç sonrası performansının bir göstergesi olarak alınabilir.

Bu çalışmada, Türkiye’de halka arz olan firmaların ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklama eğilimleri ve açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin performansına etkisi araştırılmıştır. Bu amaçla, 1998-2007 yılları arasında halka arz olmuş 82 firma değerlendirmeye alınmıştır. Araştırmada, Türkiye’de halka arz firmaları açısından; ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerine etki eden faktörleri belirlemeye yönelik 6 hipotez test edilmiştir. Araştırmada ayrıca, izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğuna etki eden faktörleri belirlemeye yönelik 7 hipotez test edilmiştir. Bunların dışında, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminleri açıklama eğilimlerinin ve açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performanslarına etkisini belirlemek amacıyla 4 ayrı hipotez test edilmiştir. Araştırma sonucunda bu 17 hipotezden 4 tanesi kabul, 13 tanesi ise reddedilmiştir.

**Anahtar kelimeler:** Yatırımcının bilgilendirilmesi, ilk halka arz izahnameleri, tahmin açıklama, hisse senedi performansı.

## ABSTRACT

One of the main aims of the capital market regulations is to reduce uncertainty related to firms and markets as well as informing investors fully and timely. Thereby ensuring that, investors' protection will be achieved despite any collusive or misleading behaviors. The information asymmetry between managers and potential investors is a main problem for investors in deciding whether or not to attend a new issue. In these situations investors have to rely on information disclosed in the IPO prospectuses. It is assumed that rational investors makes their investment decisions solely by considering the limited information disclosed in the prospectuses. The decisions of rational investors affect the demand and the prices of securities in stock exchange markets. Therefore it is assumed that the accuracy of information disclosed in prospectuses is an indicator not only of the quality of information provided to investors for the issue but also the post-issue performance of security. In this study, we investigate the tendency of disclosing profit forecasts in the IPO prospectuses for the future periods. We also examine the accuracy of disclosed profit forecasts from IPO firms in Turkey.

For this purpose, we assessed 82 firms that went public between 1998-2007. In this research, 6 hypotheses were tested to determine the factors that affect the tendency of disclosing profit forecasts in the IPO prospectuses for Turkish IPO firms. In addition, 7 hypotheses were tested to determine the factors which affect the accuracy of profit forecasts disclosed in the IPO prospectuses. Finally, an additional 4 hypotheses were tested to determine both the factors which affect the tendency of disclosing profit forecasts in the IPO prospectuses and the resulting effects on the accuracy of disclosed profit forecasts on short- and long-term stock performance. Overall, 4 hypotheses were accepted and 13 hypotheses were rejected for the Turkish IPO markets.

**Key words:** Informing to investor, initial public offering prospectuses, forecast disclosure, stock performance.

## TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Avrupa Birliği (AB) Düzenlemesindeki İzahname İçeriği İle SPK Mevzuatındaki İzahname İçeriğinin Karşılaştırılması .....	24
2	Araştırmada Kullanılan Veri Setine İlişkin Tanımlayıcı Bilgiler.....	75
3	Tahmin Hatası Belirleyicilerine İlişkin Yapılan Çalışmalar .....	101
4	Tahmin Açıklayan Firma Veri Setine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler .....	120
5	Tahmin Açıklama Eğilimine Etki Eden Faktörlere Ait Özet İstatistikler .....	121
6	Firma Özellikleri ve Tahmin Açıklama Eğilimleri .....	123
7	Kâr Tahmini Açıklama Eğilimine Etki Eden Faktörlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	127
8	Kâr Tahmini Açıklama Eğilimine Etki Eden Faktörlere Ait Korelasyon Tablosu .....	127
9	Lojistik Regresyon Analizi Sınıflandırma Tablosu.....	128
10	Firmaların Kâr Tahmini Açıklama Eğilimlerinde Etkili Olan Faktörleri Belirlemeye Yönelik Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları.....	129
11	Kâr Tahmini Hatası Ölçümlerine İlişkin Sonuçlar .....	136
12	Kâr Tahminlerinin Doğruluğu Üzerine Yapılan Çalışmalar .....	138
13	Tahmin Hatası (TH) ve Mutlak Tahmin Hatası (MTH) Değerlerinin Dağılımı .....	140
14	Tahmin Hatası (TH) ve Mutlak Tahmin Hatası (MTH) Ölçümlerinin İyimser ve Kötümser Tahminler Açısından Sınıflandırılması .....	141
15	Kâr Tahminlerinin Eğilim ve Rasyonelliğe İlişkin Sonuçlar .....	143
16	Yönetici Kâr Tahminlerinin Üstünlüğüne İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	150
17	Firma Büyüklüğu ve Tahmin Hatası Ölçümleri.....	153
18	Firmaların Faaliyet Süreleri ve Tahmin Hatası Ölçümleri .....	154
19	Firma Kaldıraç Düzeyi ve Tahmin Hatası Ölçümleri.....	155
20	Firma Yönetici-Sahiplik Düzeyi ve Tahmin Hatası Ölçümleri .....	156

21	Denetim Firması İtibarı ve Tahmin Hatası Ölçümleri .....	157
22	Yatırım Bankası İtibarı ve Tahmin Hatası Ölçümleri .....	157
23	Tahmin Dönemi Uzunluğu ve Tahmin Hatası Ölçümleri .....	158
24	Bağımsız Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler .....	160
25	Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu.....	161
26	Tahmin Doğruluğu İle İlgili Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları.....	162
27	Literatürde Yapılan Çalışmalara İlişkin Özet Sonuçlar.....	163
28	Tahmin Doğruluğuna Etki Eden Faktörlere İlişkin Literatürde Yapılan Bazı Çalışmalar ve Sonuçları .....	169
29	İlk Getirilere Ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	173
30	Yıllara Göre Ortalama İlk Ham Getiriler –IR- ve Piyasaya Göre Düzeltilmiş Ortalama İlk Getiriler –MAIR- (%) .....	175
31	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Ortalama Getiriler (ARs) ve Piyasaya Göre Düzeltilmiş Ortalama Kümülatif Getiriler (CARs).....	177
32	Kâr Tahmini Açıklama Eğilimleri ve Hisse Senedi Kısa Dönem Performansı.....	180
33	Bağımsız Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler (IR-TAHA) .....	181
34	Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu (IR-TAHA) .....	181
35	Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları (IR-TAHA).....	182
36	Kâr Tahmini Açıklama Kararı ve Hisse Senedi Uzun Dönem Performansı .....	185
37	Bağımsız Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler (CAR-TAHA) .....	186
38	Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu (CAR-TAHA) .....	187
39	Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları (CAR-TAHA) .....	188
40	Kâr Tahmini Doğruluğu ve Hisse Senedi Kısa Dönem Performansı .....	190
41	Bağımlı Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler (IR-TH) .....	191
42	Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu (IR-TH) .....	192
43	Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları (IR-TH) .....	193
44	Kâr Tahmini Doğruluğu ve Hisse Senedi Uzun Dönem Performansı .....	197
45	Bağımlı Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler (IR-TH) .....	198
46	Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu (CAR-TH) .....	199
47	Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları (CAR-TH) .....	200
48	Araştırmada Kullanılan Hipotezler ve Sonuçları.....	202

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Tahmin Açıklama Süreci .....	50
2	Araştırmanın Kapsamı .....	73
3	Kâr Tahmini Gerçekleşme Diyagramı.....	90

## GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafik Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	(t=0) Yılına Ait Kâr Tahmini Gerçekleşme Diyagramı .....	145
2	(t+1) Yılına Ait Kâr Tahmini Gerçekleşme Diyagramı .....	146
3	(t+2) Yılına Ait Kâr Tahmini Gerçekleşme Diyagramı .....	147
4	(t+3) Yılına Ait Tahmin Gerçekleşme Diyagramı.....	148
5	İlk Gün ve İlk Hafta Ham Getiriler ve Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiriler .....	176
6	Aylara Göre Piyasaya Göre Düzeltilmiş Ortalama Getiriler (ARs) ve Piyasaya Göre Düzeltilmiş Ortalama Kümülatif Getiriler (CARs) .....	178
7	Aylara Göre Aşırı Getiri (AR) Değişimleri .....	184
8	Aylara Göre Kümülatif Aşırı Getiri (CAR) Değişimleri.....	184
9	Kâr Tahmini Eğilimleri ve Aylara Göre Aşırı Getiri (AR) Değişimleri....	195
10	Kâr Tahmini Eğilimleri ve Aylara Göre Kümülatif Aşırı Getiri (CAR) Değişimleri .....	196

## KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AR	: Abnormal Return
CAR	: Cumulative Abnormal Returns
HPR	: Holding Period Return
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SEC	: Stock Exchange Commussion
SPK	: Sermaye Piyasası Kurumu
TIC	: Thell's Inequality Coefficient
TTK	: Türk Ticaret Kanunu

## GİRİŞ

Piyasaların etkin kaynak dağılımını sağladığı şeklindeki varsayım, piyasalar üzerine yapılan tartışmaların temelini oluşturur. Piyasa etkinliğinin arkasındaki varsayım ise fiyat sisteminin bilgi aktarımındaki etkinliğidir. Bilgisel etkinlikten kasıt, bilginin fiyatlar kanalıyla piyasanın tüm taraflarına anında ve tam olarak iletilmesidir. Bilgisel etkinlik varsayımına göre, finansal araçların fiyatları, ilgili finansal araçlar hakkındaki tüm bilgileri yansıtır. Örneğin; herhangi bir hisse senedinin fiyatı, söz konusu hisse senedi ile ilgili tüm bilgileri yansıtır ve piyasada fiyatın oluşmasıyla bu bilgiler tüm taraflara ulaşır.

Bununla birlikte; piyasadaki taraflar arasında bilgi yönünden bir simetri olmadığı, yani bilginin taraflar arasında asimetric olarak dağılım gösterdiği uygulamada ortaya çıkan bir sonuçtur. Zira bilgi simetrisinin söz konusu olması, piyasada hiç kimsenin ilave bilgi sağlamak için çaba sarf etmemesi anlamına gelir. Bu durum ise, fiyat mekanizmasının bilgi aktarım işlevinin gerçekleşmemesi sonucunu doğurur. Dolayısıyla etkin piyasa varsayımı geçersiz hale gelir.

Etkin piyasa varsayımını geçersiz kılan bilgi asimetrisi gerçeği, sermaye piyasalarında ters seçim ve ahlaki tehlike şeklinde iki temel problemi ortaya çıkarır. Ters seçim problemi, taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkan bir asimetric bilgi sorunudur. Buna göre ters seçim problemi, bilginin asimetric olarak dağıldığı bir piyasada, satıcının alıcıdan daha fazla bilgi sahibi olacağını ve bu durumda da alıcının yanlış seçim yapabileceğini ifade eder. Ahlâki tehlike ise, taraflar arasında sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkan bir asimetric bilgi sorunudur. Buna göre, sözleşme sonrası süreçteki bilgi belirsizliğinden dolayı, sözleşmenin taraflarından birisinin, diğer taraf aleyhine sözleşmeden yararlanacak biçimde, davranışını değiştirmesi durumunda ahlaki tehlike söz konusu olur.

Finansal piyasalardaki asimetric bilgi problemi, tarafların birbirleri hakkında bilmeleri gereken tüm bilgilere sahip olmamalarından kaynaklanmaktadır. Potansiyel



yatırımcılar firmalara yatırım yaparken; beklenen getirisi yüksek ve riski düşük olan iyi firmalar ile beklenen getirisi düşük ve riski yüksek olan zayıf firmaları birbirinden ayırt edemeyebilirler. Böylece; firma yöneticileri ve potansiyel yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi probleminden kaynaklanan bir zafiyet yaşayabilirler. Buna bağlı olarak potansiyel yatırımcılar; iyi firmaların ihraç ettikleri menkul kıymetlere gerçek değerinden az, zayıf firmaların ihraç ettikleri menkul kıymetlere ise gerçek değerinden fazla fiyat verebilirler. Dolayısıyla, sermaye piyasasındaki yatırımcıların etkin yatırım kararları verebilmeleri için zamanında ve doğru bir şekilde bilgilendirilmeleri gerekmektedir.

Sermaye piyasalarındaki bilgi asimetrisi problemine bağlı olarak bilgisel etkinliğin sağlanamaması, piyasaların işleyişi ile ilgili bazı sorunları ve beraberinde yeni düzenlemeleri gündeme getirmiştir. Özellikle 2000’li yıllarda dünyada yaşanan şirket skandallarından sonra, yatırımcıların güveninin büyük ölçüde zedelemesi, piyasanın işleyişi ile ilgili olarak ilişkili taraflara gerekli bilgilerin sağlanması konusunda düzenleyici otoritelere bazı sorumluluklar yüklemiştir. Bu sorumluluk bilincinden hareketle düzenleyici otoriteler tarafından uygulamaya konan yeni düzenlemelerin temelinde yatırımcıların bilgilendirilmesine yönelik tedbirler bulunmaktadır. Bu düzenlemelerden en önemlisi, tam ve doğru bilgilendirmenin sağlanarak sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işlemesinin temin edilmesini amaçlayan kamuyu aydınlatma ilkesinin benimsenmesidir.

Halkla arz firmaları tarafından ihraç edilen hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen yatırımcılar, halka arz firmalarının yöneticilerine göre bilgi dezavantajına sahiptirler. Halka arz piyasalarında, düzenleyici otoriteler tarafından uygulamaya konulan kamuyu aydınlatmaya yönelik düzenlemeler yoluyla, finansal piyasalarda şeffaflık arttırılmakta ve devamında yatırımcıların aleyhine olan bilgi eksikliği azaltılmaktadır. Kamuyu aydınlatma ilkesi özellikle, halka arz edilmiş firmaların hisse senetlerinin işlem gördüğü ikincil piyasalarda yatırımcıların bilgilendirilmesine yönelik olarak uygulama alanı bulmaktadır. Bununla birlikte ilk kez halka arz edilecek firmaların oluşturduğu ilk halka arz piyasalarında, kamuyu aydınlatma kapsamında yatırımcıların bilgilendirilmesi adına sınırlı da olsa düzenlemeler mevcuttur.

Sermaye piyasası araçlarının ilk kez halka arzlarında yatırımcıların bilgilendirilmesi, ihracının finansal durumu, faaliyetleri ve ihraca konu olan sermaye piyasası aracı hakkındaki bilgilerin kamuya duyurulduğu izahnameler vasıtasıyla gerçekleştirilir. İzahnameler, firmaların hisse senetlerine yatırım yapmayı planlayan yatırımcılar için temel bilgi kaynağını oluştururlar. İzahnameler birçok ülkede firmaların mevcut bilgileri dışında, yöneticilerin gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini de içerirler. Yatırımcılar, halka arz firmalarının geleceğine ilişkin belirsizlikleri izahnamelerde yer alan bu tahminlere dayanarak azaltmaya çalışırlar. Bireysel yatırımcılar, bilgiye ulaşmaları kurumsal yatırımcılara göre daha zor ve maliyeli olduğu için kamuya açıklanan bu bilgilere bir anlamda güvenmek durumunda kalırlar.

Yatırımcılar, bir firmanın değerlendirme sürecinde halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminleri gibi değişik muhasebe bilgilerini kullanırlar. Bu doğrultuda, halka arz izahnamelerinde tahminlerin açıklanmasının hem ilk halka arzın fiyatlandırılması hem de buna bağlı olarak hisse senedi performansı ile ilişkili olduğu yönünde çeşitli araştırmalar yapılmıştır.

Düzenleyici otoriteler, yatırımcıların bilgilendirilmesi adına izahnamelerde kâr tahminlerinin açıklanmasını bir yöntem olarak kullanırlar. Diğer taraftan, yöneticiler de çeşitli nedenlerle bu tür tahminlere izahnamelerde yer vermek isterler. Dolayısıyla, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerinin açıklanması konusunda yönetici ve yatırımcılar açısından karşılıklı bir menfaati söz konusu olduğunu söylemek mümkündür. Bununla birlikte, ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin kullanılabilir veya güvenilir olması için doğru olmaları gerekir. Doğru olmayan kâr tahminleri, hem yatırımcıların yanlış yatırım kararı vermeleri hem de halka arz firmalarının bazı hukuki maliyetlere maruz kalması gibi sonuçlar ortaya çıkarabilir. Bu noktadan hareketle izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu literatürde önemli bir araştırma alanı olmuştur. Kâr tahminlerinin doğruluğu araştırılırken iki önemli nokta göz önünde bulundurulur. Bunlardan birincisi, izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin yatırımcılar açısından güvenilir kabul edilmesi yani yatırımcıların bu bilgilere dayanarak yatırım kararı vermeleridir. İkincisi ise, yatırımcıların izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin eğilimini yani yapılan kâr tahminlerinin gerçek kârların üzerinde veya altında kâr tahminleri olup olmadığını önceden doğru olarak tahmin etmeleridir. Kâr tahminlerinin

yatırımcılar tarafından güvenilir kabul edilmesi ve yine kâr tahminlerinin eğilimlerinin yatırımcılar tarafından önceden doğru olarak tahmin edilebilmesi birlikte düşünüldüğünde halka arza olan talebi etkilerler. Halka arza olan talepteki değişime bağlı olarak ise, kâr tahminlerinin doğruluğu ile hisse senetlerinin kısa dönem ve uzun dönem performansları arasında bir ilişki olduğu yine literatürde araştırılan diğer bir konudur.

Bu çalışmada, Türkiye'deki ilk halka arz firmalarının izahnamelerde kâr tahminlerini açıklama eğilimleri ile açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senedi performansına etkisi araştırılmıştır. Çalışma beş bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerinin açıklanmasına yönelik düzenlemelerin temelinde yer alan yatırımcının korunması ve bu meyanda da kamuyu aydınlatma ilkesi ele alınmıştır. Bu kapsamda ilk olarak kamuyu aydınlatma ilkesinin amaç ve kapsamı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkisi ele alınmıştır. Daha sonra ise, birincil piyasalarda yatırımcının bilgilendirilmesi konusuna değinilmiştir. Bu çerçevede birincil piyasalarda kamuyu aydınlatma ve yatırımcının bilgilendirilmesinde kullanılan araçlar olan izahname, sirküler ile ilan ve reklamlar hem kavramsal olarak hem de içerik açısından açıklanmıştır.

İkinci bölümde, halka arzlarda kâr tahmini açıklamaya ilişkin teorik çerçeve ortaya konulmuştur. Bu amaçla ilk kısımda genel olarak tahmin açıklama konusu ele alınmıştır. Bu meyanda; kâr tahmini açıklama nedenleri, kâr tahmini açıklamanın fayda ve olası maliyetleri ile kâr tahmini açıklama süreci incelenmiştir. İkinci kısımda, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama konusuna yer verilmiştir. Bu kapsamda da ilk olarak, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklamanın önemi ve nedenleri açıklanmıştır. Daha sonra, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimleri, açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu ve hisse senedi performansına etkisi üzerine genel bir çerçeve çizilmiştir.

Üçüncü bölümde araştırmanın metodolojisi ve hipotezleri aktarılmıştır. Bu çerçevede araştırmanın önemi, amacı, kapsamı, kısıtları konularında bilgiler verilmiştir. Daha sonra ise araştırmanın veri seti, yöntemi ve hipotezleri aktarılmıştır. Araştırmanın bu bölümünde hipotezler oluşturulurken, ikinci bölümde genel bir giriş yapılan, ilk halka arz

izahnamelerinde tahmin açıklama eğilimleri, açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu ve hisse senedi performansına etkisi konularına ilişkin gerekli teorik çerçeveye de yer verilmiştir. Yöntem ve hipotezler kısmında, çalışmaya ait araştırmayı oluşturan birbiriyle bağlantılı üç konu ele alınmıştır. İlk olarak Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerini ve bu eğilimlerine etki eden faktörleri belirlemeye yönelik yöntem ve hipotezler açıklanmıştır. İkinci olarak, Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğunu ve kâr tahminlerinin doğruluğuna etki eden faktörleri belirlemeye yönelik yöntem ve hipotezler açıklanmıştır. Bu kısımda kâr tahminlerinin doğruluğunun yanı sıra, yönetici kâr tahminlerinin basit istatistiksel yöntemlerle elde edilen kâr tahminlerine göre üstünlüğünü ve yönetici kâr tahminlerinin eğilim ve rasyonelliğini belirlemeye yönelik yöntemlere de yer verilmiştir. Üçüncü ve son olarak ise, Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinin ve açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin hem kısa hem de uzun dönemli performanslarına etkisini belirlemeye yönelik yöntem ve hipotezler açıklanmıştır.

Dördüncü ve beşinci bölümlerde ise araştırma sonucunda elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Dördüncü bölümde, Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimleri ve bu eğilimlerine etki eden faktörleri belirlemeye yönelik analiz bulgularına yer verilmiştir. Bu bölümde ayrıca, Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğu, üstünlüğü ve eğilim ve rasyonelliğine ilişkin bulgular da aktarılmıştır. Beşinci bölümde ise, Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimleri ve açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin hem kısa hem de uzun dönemli performanslarına etkisine ilişkin elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **1. HALKA ARZLARDA YATIRIMCININ BİLGİLENDİRİLMESİ**

#### **1.1. Yatırımcının Korunması**

Sermaye piyasalarındaki düzenlemelerin en önemli amaçlarından birisi yatırımcıların korunmasıdır. Yapılan tüm düzenlemeleri doğrudan ya da dolaylı olarak yatırımcının korunması ile ilişkilendirmek mümkündür (Kılıç, 1997: 17). Yatırımcıların korunmasındaki amaç, piyasanın olağan pozisyon riski ve fiyat düşüşleri ile ortaya çıkabilecek zararların karşılanması değildir. Buradaki temel amaç; hem sermaye piyasasına yatırım yapmış/yapacak yatırımcıların alacakları yatırım kararlarını etkileyen/etkileyecek bilgilere tam, zamanlı ve doğru bir şekilde ulaşmalarını sağlamak hem de yatırımcıların varlıklarını, bu piyasada faaliyet gösteren aracı kuruluşların finansal risklerine karşı korumaktır (Sayar, 2003: 71). Dolayısıyla, yatırımcının korunmasına yönelik düzenlemeler; yatırımcıların yanlış karar almalarını önlemeye yönelik düzenlemeler ve yatırımcıları aracılardan risklerine karşı koruyan düzenlemeler şeklinde iki açıdan ele alınabilir.

Yatırımcıları aracılardan risklerine karşı koruyan düzenlemeler kapsamında, aracılardan özellikle ikincil piyasalarda gerçekleştirdikleri faaliyetlere bağlı olarak, aracı firmalarda çalışan kişilerin müşterilerin varlıklarına yönelik olarak yapacakları hilelere karşı ve yetersiz gözetim veya muhasebe sürecindeki aksaklıklardan kaynaklanan risklere karşı getirilen düzenlemeler yer alır (Kılıç, 1997: 26).

Yatırımcıların yanlış karar almalarını önlemeye yönelik düzenlemeler ise yatırımcının bilgilendirilmesine ilişkin detayları içine alır. Söz konusu bu düzenlemeler liyakat ve kamuyu aydınlatma şeklinde iki farklı yaklaşım çerçevesinde değerlendirilir (Kılıç, 1997: 18; Küçüksözen, 1999: 14; Sayar, 2003: 71). Liyakat yaklaşımında, düzenleyici otoriteler, yatırımcıları zarara uğratabilecek riskli yatırım araçlarının piyasaya

çıkmasını önlemek suretiyle, yatırımcıları bu tür yatırımlardan uzak tutmaya çalışırlar (Kılıç, 1997: 18). Dolayısıyla, sermaye piyasası araçlarının ihracının düzenleyici otoritelerin iznine bağlanması liyakat yaklaşımı içerisinde değerlendirilebilecek en önemli düzenlemedir.

Yatırımcının korunması açısından ifade ettiği önem yanında, liyakat yaklaşımına içerik yönünden önemli eleştiriler getirilmektedir. Bu eleştirilerin temel hareket noktası, liyakat yaklaşımının esasını oluşturan düzenlemelerin sermaye piyasası araçlarının halka arzından sonraki süreçte yatırımcıları koruma açısından yetersiz kalmasıdır. Yani, liyakat yaklaşımının esas olarak birincil piyasadaki yatırımcıları korumaya yönelik düzenlemeleri öngördüğü, ikincil piyasadaki yatırımcıların korunması açısından ise herhangi bir düzenlemeyi içermediği iddia edilmektedir. Liyakat yaklaşımına getirilen diğer bir eleştiri ise, bu yaklaşımın sadece, sermaye piyasası araçlarının ihracına yönelik düzenlemeler getirmesi, halka arza iştirak etme kararında yatırımcıların risk-getiri konusundaki tercihlerini dikkate almamasıdır.

Liyakat yaklaşımına getirilen eleştirilerde ele alınan eksiklikler kamuyu aydınlatma yaklaşımı ile büyük ölçüde giderilmektedir. Kamuyu aydınlatma yaklaşımı, piyasa mekanizmasının asimetrik bilgi dağılımı nedeniyle başarısız olmasının ve yatırımcıların bilgilendirilmesine yönelik düzenlemelerin yapılması gerekliliğinin ortaya çıkmasıyla şekillenen bir yaklaşımdır. Kamuyu aydınlatma yaklaşımında en önemli unsur bilgidir. Bu yaklaşımda, yatırımcıların hem birincil hem de ikincil piyasalarda yanlış yatırım kararları almalarını önlemek için yatırım kararlarını etkileyen bilgilerin tam, zamanında ve doğru bir şekilde yatırımcılara ulaştırılması esas alınır. Yani kamuyu aydınlatma yaklaşımında yatırımcılar, bilgisel eşitsizlik konusunda korunma altına alınarak, elde ettikleri bilgiler ışığında kendi tercihlerine göre hareket etme imkânına kavuşmaktadır (Altun, 1993: 25).

Kamuyu aydınlatma yaklaşımının, gerek birincil ve gerekse ikincil piyasalarda, yatırımcıların bilgilendirilmesi açısından ifade ettiği önemden dolayı daha detaylı olarak incelenmesi, halka arzlarında yatırımcıların bilgilendirilme kapsamı açısından faydalı olacaktır.

## 1.2. Kamuyu Aydınlatma İlkesi

### 1.2.1. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Tanımı

Akerlof (1970)'a göre, eğer yatırımcılar, iyi firmaları kötü firmalardan ayırabiliyorlarsa, iyi firmalar tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin tam değerini öderler ve bu firmalar da piyasada ihraç ettikleri menkul kıymetlerin tümünü satabilirler. Yatırımcıların iyi firmaları kötü firmalardan ayırmasının ölçüsü bilgidir. Ancak, yatırımcıların iyi firmaları kötü firmalardan ayırabilecek düzeyde bilgi sahibi olmaları, sermaye piyasaları için her zaman geçerli değildir. Sermaye piyasalarında taraflar arasında daima bilgi eksikliği söz konusudur. Özbay (2004)'a göre eksik bilgi sonucunda ortaya çıkan asimetrik bilgi problemi, finansal piyasaların temel işlevlerini yerine getirmelerine engel bir durum teşkil etmektedir. Sermaye piyasalarında söz konusu bilgi asimetrisi problemi kamuyu aydınlatma ilkesi ile giderilmeye çalışılır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nda kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik herhangi bir tanımlama getirilmemiş, ilkeye sadece genel bir esas olarak yer verilmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinde yer alan tanımlar başlığı altında kamuyu aydınlatma ilkesine hiç değinilmemiştir. Aynı kanunun, konu ve amacının belirtildiği 1. maddesinde yer alan;

Bu kanunun konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir.

hükmünde geçen “açıklık” ifadesi ile kamuyu aydınlatma ilkesine vurgu yapılmaktadır. Benzer şekilde yine Sermaye Piyasası Kanunu'nun, kamunun aydınlatılmasında özel durumların düzenlendiği 16/A maddesinde bu ilkeye yer verilmesine rağmen hiçbir tanımlama yapılmamıştır.

Kanunda herhangi bir tanımına yer verilmeyen kamuyu aydınlatma ilkesi öğretide, hisse senedi sahipleri ve alacaklıların menfaatlerinin korunmasına ve hakların bilinçli bir şekilde kullanılmasına katkı sağlayan, sermaye piyasasındaki yatırımcıların yanıtılmasını

önleyip, bu piyasa için kazanılmalarını sağlayan, gerek iç gerek dış denetime yardımcı olan ilkelerin tümü şeklinde tanımlanmaktadır (Poroy ve diğerleri, 1997: 700).

İhtiyar (2006)'a göre yükümlülere kamuya duyurulması gereken bilgiler içerik ve şekil anlamında düşünüldüğünde kamuyu aydınlatma ilkesinin de şekli ve maddi anlamda iki farklı yönü ortaya çıkmaktadır. Araştırmacıya göre şekli anlamda kamuyu aydınlatma, sermaye piyasası taraflarına bilgi sunmanın biçimini belirlemekte ancak, tarafların bu bilgilerden nasıl haberdar olacakları ve bunları nasıl öğrenecekleriyle ilgilenmemektedir. Bu açıdan düşünüldüğünde şekli anlamda kamuyu aydınlatma, yatırımcının bilgiye ulaşmasını temin eden bir yöntemdir. Maddi anlamda kamuyu aydınlatma ise işin özü ile ilgilidir. Yani, kamuya duyurulan bilgilerin içerik anlamda anlaşılır düzeyde ve tatmin edici bir nitelikte hazırlanmasıyla ilgilidir.

### **1.2.2. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Amaç ve Kapsamı**

Kamuyu aydınlatmanın en önemli amacı, sermaye piyasalarındaki yatırımcılara, yatırım yapmayı planladıkları sermaye piyasası araçları ve firmalar hakkında gerekli bilgileri sunmaktır (İhtiyar, 2006: 92). Buradaki hedef, yatırım ile ilgili riskleri tamamen ortadan kaldırmak değil, riskleri gereği gibi anlayıp değerlendirebilmesi için yatırımcıya gerekli bilgilerin sağlanmasıdır (Taner ve Karasioğlu, 1998: 138).

24 Haziran 2004 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan, 25502 sayılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nin, borsa kotundan çıkarmayı gerektiren durumların düzenlendiği 24/c maddesinde yer alan;

Kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmemesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgenin derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklanmak üzere ilgili düzenlemeler çerçevesinde Borsaya bildirilmemesi ve benzeri konularla ilgili olarak getirilen düzenlemelere uyulmaması.

hükmü ile de, kamuyu aydınlatma ilkesinin amacının, tam ve doğru bilgilendirmenin sağlanması yoluyla sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işleminin temin edilmesi olduğu anlaşılmaktadır. Yani temel hedef, yatırımcıların bilgilendirilmesidir. Bununla birlikte; kamuyu aydınlatmanın amacı, sadece pay sahiplerinin bilgilendirilmesi



değildir. Etkin bir kamuyu aydınlatmada; pay sahiplerinin yanı sıra, gelecekteki potansiyel pay sahiplerinin, sermaye piyasalarında faaliyette bulunan tasarruf sahiplerinin, şirket çalışanlarının, şirket yöneticilerinin ve devletin menfaati söz konusudur.

Kamunun aydınlatılması, yatırımcıya belirsizliklerden ve riskten tam olarak korunma sağlamaz. Bilginin taraflar arasında mümkün olduğunca simetrik olarak dağılmasına katkı sağlar (Taner ve Karasioğlu, 1998: 138; Yaylaönü, 2001: 4).

Kamuyu aydınlatma ilkesinin temelinde, şu amaçların yer aldığını söylemek mümkündür (Tekinalp, 1979'dan aktaran: Yaylaönü, 2001: 4):

- Haklarını bilmesi ve bilinçli bir şekilde kullanabilmesi için hisse senedi sahibine, yatırım yaptığı firma hakkında bilgi vermek,
- Sermaye piyasası veya firma tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları ile ilgilenen yatırımcılar için gerekli bilgilendirme ortamını oluşturmak,
- Herhangi bir firmanın durumu hakkında bilgi sahibi olmak, diğer firmalarla karşılaştırma yapmak ve isteyenlere ihtiyaçları ölçüsünde bilgi sağlamaktır.

Taner ve Karasioğlu (1998)'na göre, kamuyu aydınlatma çerçevesinde açıklanan bilgilerin kullanıcılara yararlı olabilmesi için anlaşılabilir olmaları gerekir. İlgili kullanıcıların önemli bir kısmının genel yapısının birbirinden farklı olması nedeniyle bu bilgilerden yararlanma dereceleri aynı olmayacaktır. Araştırmacılar bu nedenle bilgilerin belirli esaslara göre standart hale dönüştürülmesinin, yani ne tür bilgilerin hangi unsurları bünyesinde toplayacağına ilişkin çalışmaların gündeme getirilmesinin gerekliliğini ifade etmişlerdir.

Kamuyu aydınlatma çerçevesinde bilginin açıklanması sürecinde reçete yaklaşımı (prescription approach) ve genel yükümlülük yaklaşımı (general obligation approach) şeklinde iki temel yaklaşım söz konusudur (www.sec.gov). Reçete yaklaşımında, ihraççıların kamuya ve yatırımcılara açıklamaları gereken bilgiler belirli kurallara bağlanmıştır. Yani, ihraççıların kamuya ve yatırımcılara açıklamaları istenen maddi hususlar düzenleyici kurumlar tarafından detaylı olarak tanımlanmıştır. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) Sermaye Piyasası Kurumu (SEC) tüm yurt içi kamuya açık

firmalara, kamuya duyurulması gereken konular hususunda yıllık ve çeyrek dönemlik raporlar tasnif etme yükümlülüğünü getirmiştir.

Genel yükümlülük yaklaşımında ise, Avrupa Birliği'nde olduğu gibi, düzenleyici kurumların, maddi konuları tek tek tanımlamak yerine, kote şirketlerin fiyata duyarlı bilgileri genel yükümlülük anlayışı çerçevesinde kamuya açıklamaları esas alınmıştır. Bu yaklaşım, hisse senetlerinin fiyatları açısından önemli olabilecek bilgileri, piyasadaki bilinçli yatırımcıların bilgi beklentilerini ve açıklanmış olduğu halde kamunun ulaşamadığı bilgileri içerir (www.sec.gov).

Kamuyu aydınlatma ilkesi, yatırımcının bilgilendirilmesini esas almasına rağmen, gelişen yeni hukuki kurum ve müesseselerle birlikte uygulama alanı genişleyen ve sermaye piyasalarında birincil piyasalardan başlanarak uygulanan dinamik nitelikte bir ilkedir (İhtiyar, 2006: 91). Kamunun aydınlatılması ilkesinin uygulanmasıyla sermaye piyasası taraflarına firmaların faaliyetleri ve mali durumları hakkında devamlılık esasına dayalı olarak bilgi sunulur. Sermaye piyasasında, yatırım kararlarını etkileyen söz konusu bilgilerin, taraflara zamanında ve doğru bir şekilde ulaştırılmasını sağlamak amacıyla;

- Sermaye piyasası araçlarının ihracı sürecinde, firma hakkındaki bilgileri izahname ve sirküler vasıtasıyla yatırımcılara duyurma,
- Firmaların mali tablo ve raporlarıyla ilgili standartları belirleme,
- Mali tablo ve raporlarda yer alan bilgileri bağımsız denetime tabi tutma,
- Bağımsız denetim raporlarını kamuya duyurma,
- Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki gelişmeleri kamuya duyurma,
- Derecelendirmeye ilgili düzenlemeler yapma,
- Piyasanın güvenilirliğini ve hisse senedinin fiyatını etkileyebilecek nitelikteki yanlış ve yanıltıcı bilgileri yasaklama,

kapsamında düzenlemeler yapılmaktadır (Kılıç, 1997: 20-21).

### 1.2.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin İşlevleri

Sermaye piyasasının etkinliğinin artırılmasında temel kriter olan güven unsuru, kamuyu aydınlatma işlevinin yerine getirilmesi ile piyasada etkinlik ve istikrar sağlayarak yatırımcıların daha güvenli buldukları yatırım alanlarına odaklanmalarını sağlar (Taner ve Karasioğlu, 1998: 134). Kamuoyunda güven unsurunun artırılmasını amaçlayan kamuyu aydınlatma yaklaşımı; koruyuculuk, caydırıcılık ve aydınlatıcılık olmak üzere genellikle üç temel işlevi yerine getirmeye çalışmaktadır (Kılıç, 1997; Taner ve Karasioğlu, 1998; Karababa, 2001; Sayar, 2003; Özbay, 2004; İhtiyar, 2006).

*Koruyuculuk işlevi*, yatırımcıya menkul kıymet ihraç eden firmaların yönetimi, finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile menkul kıymetlerin nitelikleri hakkında yeterli ve doğru bilginin zamanında sağlanması, taraflar arasında bilgi yönündeki eşitsizliğin en aza indirilmesi yoluyla yerine getirilmektedir. Dolayısıyla, yatırımcıların bilgilendirilmesi, hileli davranışlara maruz kalmaları noktasında koruyucu bir araç olmaktadır (Özbay, 2004: 23). Kamuyu aydınlatma ilkesinin koruyuculuk işlevi sayesinde sermaye piyasalarında dürüstlük ve güven unsuru sağlanmaktadır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak, yatırımcıların piyasaya olan ilgileri ve katılımları artmaktadır (Karababa, 2001: 50).

*Caydırıcılık işlevi*, piyasada gerçekleşme ihtimali olan hileli ve yanıltıcı davranışları erkenden engelleme amacı taşımaktadır. Kamuyu aydınlatma ilkesinin caydırıcılık işlevi, içerden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyon gibi hileli uygulamaların ağır müeyyidelerle bağlanması nedeniyle bu tür uygulamalardan uzak durulması şeklinde ortaya çıkmaktadır (Kılıç, 1997: 20; Özbay, 2004: 24). Böylece hileli davranış sergileme eğilimi taşıyan kişilerin henüz başlangıç aşamasında bu işlemlerden vazgeçmeleri hedeflenmektedir.

*Aydınlatıcılık işlevi* ise, yatırımcıya yatırım kararını verebilmesi için gerekli olan bilgilerin ayrıntılı olarak sunulmasını sağlama, bu bilgileri uygun bir biçimde kullanmalarına ortam hazırlama ve sunulan bilgileri analiz edebilmelerini kolaylaştırma amacını taşımaktadır (Özbay, 2004: 24). Bu amaç, yatırımcıya, menkul kıymet ihraç eden firmaların yönetimi, finansal durumu ve faaliyet sonuçları konusunda yeterli bilgilerin zamanında ve doğru bir şekilde ulaştırılması ve böylece sermaye piyasası tarafları arasında

bilgi yönündeki avantaj ve dezavantajların en aza indirilmesi yoluyla sağlanmaktadır (Kılıç, 1997: 19-20). Kamuyu aydınlatma ilkesinin aydınlatıcılık işlevi sayesinde yatırımcı, kararını gerçek dışı varsayımlara göre değil, bilgiye dayalı sağlam gerekçeler doğrultusunda vermiş olmaktadır (İhtiyar, 2006: 94).

#### **1.2.4. Sarbanes-Oxley Yasası, Kurumsal Yönetim ve Kamuyu Aydınlatma**

Kamuyu aydınlatma düzenlemeleri özellikle 2000’li yıllarda, piyasa kapitalizasyonu açısından dünyada en büyük hisse senedi piyasasına sahip Amerika Birleşik Devleti (ABD)’nde yaşanan, internet şirketlerinin çöküşü, 11 Eylül saldırıları ve şirket skandallarından sonra artış göstermiştir. ABD’de yaşanan bu gelişmeler yatırımcıların güvenini büyük ölçüde zedelemiş ve sonrasında yatırımcı güvenini sağlamaya yönelik yeni düzenlemeler gündeme gelmiştir. Bunlardan en önemlisi, kamuyu aydınlatma ve finansal raporlama alanında yenilikler öngören, firmaların finansal raporlamaları üzerindeki kontrollerin iyileştirilmesini amaçlayan ve aynı zamanda etkin kurumsal yönetimi destekleyen bir çaba olarak ortaya çıkan “Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası” veya diğer adıyla “Sarbanes-Oxley” yasasının yürürlüğe girmesidir. Bu yasa, ABD’deki borsalarda işlem gören halka açık şirketlerin tamamını kapsayacak şekilde hazırlanmıştır. Bu kanun ile, kurumsal yönetimin şirketler tarafından uygulanmasını zorlamak, şirket şeffaflığını arttırmak ve ABD’de yaşanan şirket ve muhasebe skandallarının ardından kamu güveninin tekrar kazanılmasını sağlamak amaçlanmıştır (Gökalp, 2005: 108). Sarbanes Oxley Kanununun yürürlüğe girmesindeki diğer amaçlar ise;

- Yatırımcıya doğru, zamanında, ayrıntılı ve anlaşılabilir finansal bilgi sunulmasının sağlanması,
- Daha iyi bir kurumsal yönetimin sağlanması,
- Muhasebe Gözetim Kurulu (Public Company Accounting Oversight Board)'nun kurulması ve buna bağlı olarak daha sıkı yaptırımların sağlanması,
- İç kontrollerin daha etkin bir şekilde yapılmasının sağlanması,
- İç denetimden sorumlu denetim komitesinin bağımsız hareket etmesinin sağlanması,

olarak sıralanabilir (Gökalp, 2005: 109).

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Sarbanes-Oxley Kanununun hükümlerini, SPK'nın seri X No: 16 tebliğinde 02.11.2002 tarihinde, Seri: X No:19 Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği'nde yapılan değişikliklerle Türkiye'de uygulamaya koymuştur. SPK'nın Seri X No:19 tebliği çıkarmasındaki esas amaçlarından birisi de kurumsal yönetim konusunu hayata geçirmektir.

ABD'de 2000'li yıllarda, ardı ardına gerçekleşen finansal skandallardan sonra borsada işlem gören firmaların finansal şeffaflığı sermaye piyasalarında önem arz eden bir konu haline gelmiştir. ABD'de ortaya çıkan ve ciddi krizlere yol açan kurumsal yönetim problemlerinin diğer ülkelerde de ortaya çıkabileceği konusunda genel bir kabul söz konusudur. Bu sebeple, dünya piyasalarında faaliyet gösteren bütün piyasa katılımcıları açısından kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması günümüzde çok daha fazla önemli hale gelmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinin gereğince uygulanmasındaki en önemli iki nokta daha fazla kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığıdır (Eroğlu, 2003: 1).

Her ne kadar bazı ülke mevzuatlarında, kurumsal yönetim düzenlemelerine uyum zorunlu tutulmuş, bazı ülke uygulamalarında ise kotasyon şartlarına bağlanarak zorunlu hale getirilmiş ise de, kurumsal yönetim düzenlemeleri genel olarak gönüllülük esasına dayanmaktadır. Ancak çoğunlukla firmalara; kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemelere uyup uymadıkları, uymamaları durumunda, buna ilişkin gerekçeleri hakkında kamuya açıklamada bulunma yükümlülükleri getirilmektedir. Söz konusu kamuya açıklama yükümlülüğü, firmalar üzerinde kurumsal yönetim düzenlemelerine uyma yönünde baskı oluşturmaktadır (Eroğlu, 2003: 1). Bununla birlikte; kurumsal yönetim, zorunluluktan ziyade bir değişiklik olarak görülmelidir. Çünkü iyi bir kurumsal yönetim, daha iyi faaliyet yönetimi, daha yüksek piyasa değeri ve daha fazla geri dönüşüm ile yakından ilişkilidir (Drobetz ve diğerleri, 2003: 7).

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, kurumsal yönetim uygulamaları içerisinde yer alan bir konudur. İşletmenin finansal durumu, performansı, mülkiyet yapısı, idaresi, amaçları ve muhtemel risk faktörleri gibi bütün maddi konularda doğru ve zamanında

açıklama yapılması kurumsal yönetim gereğidir. Dolayısıyla kamuyu aydınlatma, kurumsal yönetim uygulamalarının temel yapı taşlarından birini oluşturmaktadır.

### **1.3. Birincil Piyasalarda Yatırımcının Bilgilendirilmesi**

Sermaye piyasası araçlarının ilk kez halka arz edildiği piyasa birincil piyasadır. Sermaye piyasası araçlarının ilk halka arzından sonra işlem gördükleri piyasa ise ikincil piyasadır (Çıkrıkçı, 2005: 47). Birincil piyasa, ihraççı firmalar ile yatırımcıların ilk defa karşılaşp iletişime geçtikleri ve bununla ilişkili olarak da kamuyu aydınlatma ilkesinin öncelikli uygulama alan bulduğu piyasadır. İkincil piyasada ise, hem sermaye piyasası taraflarına belirli sürelerle firmaların mali durumları hakkında bilgiler sunulmakta hem de yatırım kararını etkileyebilecek nitelikteki olay ve durumlar anında kamuya duyurulmaktadır. Dolayısıyla birincil piyasalarda kamuyu aydınlatma ilkesi statik bir bilgilendirme sağlarken ikincil piyasalarda süreklilik arz eden bir uygulama durumundadır (İhtiyar, 2006: ).

Birincil piyasalarda kamuyu aydınlatma ve yatırımcının bilgilendirilmesinde kullanılan en önemli araç izahnamedir. Bu çalışmanın ana kapsamını oluşturan kâr tahminleri, izahnameler kapsamında yer alan bilgilerdendir. Bu kısımda izahname yanında, birincil piyasalarda yatırımcının bilgilendirilmesinde kullanılan diğer yöntemler olan sirküler ile ilan ve reklamlar ele alınacaktır.

#### **1.3.1. İzahname**

İzahname, birincil piyasada, sermaye piyasası araçlarının halka arzında ve yatırımcının bilgilendirilmesi konusunda kullanılan en önemli hukuki araçtır.

##### **1.3.1.1. İzahnamenin Tanımı**

İzahname, sermaye piyasası araçlarının ilk halka arzında, halka arz firmaları tarafından hazırlanan ve birincil piyasalarda kamunun aydınlatılması amacıyla kullanılan önemli bir belgedir. İzahname kavramına tedrici kuruluş açısından Türk Ticaret Kanunu (TTK) m.281 hükmü ile yer verilmekte, ancak madde metninde herhangi bir tanımlama

yapılmamaktadır. Öğretide ise izahname; sermaye piyasası araçlarının ihracında veya halka arzında ortaklıklarca, halkı şirket ve ilgili sermaye piyasası aracı hakkında bilgilendirmek amacıyla düzenlenen, halka arz öncesinde ticaret sicil gazetesinde ilan edilerek, satış merkezlerinde tasarruf sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulması gereken belge şeklinde tanımlanmaktadır (Akbulak ve Akbulak, 2004: 484).

### 1.3.1.2. İzahnamenin İçeriği<sup>1</sup>

İzahnamenin içeriği SPK tarafından belirlenir ve menkul kıymetlerin halka arzı aşamasında yatırımcıya açıklanması gereken bilgileri içerir. İlk halka arzlarda kamunun aydınlatılması çerçevesinde firmalar tarafından yayınlanan izahnamenin içeriğinin belirlenmesine ilişkin, 3794 sayılı kanun ile değişik 2499 sayılı Kanununun 6. maddesinde yer alan “sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgiler izahnamede yer alır. İzahnamede bulunması gereken bilgiler kurul tarafından belirlenir” hükmü ile yetkinin Sermaye piyasası Kuruluna ait olduğu ifade edilmiştir. Yine aynı kanunun 22. maddesinde düzenlenen, SPK’nın görev ve yetkileri arasında yer alan;

Kamunun zamanında yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, genel ve özel nitelikte kararlar almak ve her türlü mali tablo ve raporlar ile bunların bağımsız denetimlerinin, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yayımlanacak izahname ve sirkülerin ve araçların değerini etkileyebilecek önemli bilgilerin kapsamını, standartlarını ve ilan esaslarını tesbit ve bu konularda tebliğler yayımlamak.

hükmü ile de, izahnamenin değerini etkileyebilecek önemli bilgilerin kapsamının yine SPK’nın yetkisine bırakıldığı ifade edilmiştir.

İhtiyar (2006)’a göre, izahnamenin içeriğinin Sermaye Piyasası Kanunu tarafından belirlenmeyip bu konuda SPK’nın görevlendirilmesi olumlu bir tutumdur. Çünkü kurul, piyasanın değişen şartlarına göre izahnamede yer alması zorunlu olan konulara dair yeni esaslar ortaya koyabilecektir. İzahname içeriğinin kanunla belirlenmesi halinde ise, içerikte

---

<sup>1</sup> Bu kısmın yazılmasında büyük ölçüde SPK tarafından yayınlanan izahname hazırlama rehberinden yararlanılmıştır. Daha ayrıntılı bilgi için <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmen=yes&menuid=12&pid=0&subid=12> internet adresi incelenebilir.

herhangi bir değişiklik yapabilmek için kanun değişikliğine gitmek gerekecektir. Bu ise daha uzun, masraflı ve zor bir yöntem olacaktır.

SPK, değişik durum ve özelliklere göre içeriği kısmen farklı örnek izahnameler hazırlar<sup>2</sup>. Ancak; burada, söz konusu izahname türlerinin hepsinin içeriği için geçerli olan ortak hususlara yer verilecektir. Bu ortak hususlar dikkate alındığında, izahnamede yer alan bilgileri, halka arzla ilgili bilgiler, şirket hakkında bilgiler, finansal bilgiler ve bunların dışında kalan diğer bilgiler şeklinde dört ayrı başlık altında toplamak mümkündür.

### **1.3.1.2.1. Halka Arzla İlgili Bilgiler**

Halka arzla ilgili bilgiler, menkul kıymetlerin satışı ile ilgili bilgileri, halka arza ilişkin risk faktörlerini ve ilişkili taraf ve bu taraflarla yapılan işlemler hakkındaki bilgileri içerir.

*Satışla İlgili Bilgiler:* İzahnamenin bu bölümünde satış işlemi hakkındaki bilgiler başta olmak üzere halka arz sürecine yönelik ayrıntılar yer alır. Satışla ilgili bilgiler kısmında ilk olarak, satış fiyatı ile satış fiyatının tespitinde kullanılan fiyat tespit yöntemi/yöntemleri açıklanır. Özellikle hisselerini ilk kez halka arz edecek şirketlerde fiyatlandırma ciddi bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Zira bu tür şirketlerin hisse senetlerinin daha önceden alım satımı yapılmadığı için bir pazar değeri söz konusu değildir (Jennings ve diğerleri, 1998'den aktaran: İhtiyar, 2006: 129). Böyle bir durumda şayet, hisse senedinin fiyatının tespitine gereken önem verilmez ise, ihracı izleyen dönemlerde hisse senedi fiyatlarında büyük oranda iniş ve çıkışlar görülebilir.

Satış fiyatı ve satış fiyatının tespitinde kullanılan yöntemlerin dışında, satışla ilgili bilgiler kısmında, halka arz aşamasında kullanılacak olan satış yöntemleri konusunda da yatırımcılara gerekli bilgiler verilir. Bu kısımda ayrıca, halka arza aracılık yapan kurumların ünvanı, adresi, yetki belgelerinin tarih ve numarası ile sermaye durumları belirtilir ve aracılığın niteliği açıklanır. Diğer taraftan, aracı kurumlara ödenecek komisyon oranının da izahnamenin bu kısmında açıklanması gerekir.

---

<sup>2</sup> SPK, hisse senetlerinin, borçlanma araçlarının ve aracı kuruluş varantlarının halka arzı için kısmen farklı içeriklerde izahnameler öngörmektedir.



Belirtilen bu hususların yanında, satış sonucunda elde edilecek tahmini gelir ve bu gelirin kullanılacağı alanlar hakkında da izahnamede yatırımcılara bilgiler aktarılır. Ancak, gelir tahmini, abartıdan uzak bir şekilde sağlam gerekçelere dayandırılmalıdır.

*Risk Faktörleri:* Bu bölümde firma faaliyetlerine, içinde bulunduğu sektöre ve ihraç edilecek sermaye piyasası aracına ilişkin risklere ayrı başlıklar halinde yer verilir. Bu bölümün, yatırım yapma kararını etkileyebilecek tüm risk faktörlerini içerecek şekilde, son derece ayrıntılı olarak hazırlanması gerekmektedir.

*İlişkili Taraf ve İlişkili Taraflarla Yapılan İşlemler Hakkında Bilgiler:* Bu kısımda, hisse senetleri borsada işlem gören firmalar ve ilk defa borsada işlem görmek üzere hisse senedi ihraç edecek olan firmalara ilişkin olarak izahnamede yer alan hesap dönemleri ve son durum itibariyle, firmanın tüm borç-alacak ilişkileri başta olmak üzere ilişkili taraflarla yapılan işlemler hakkında ayrıntılı açıklamalara yer verilir.

#### **1.3.1.2.2. Firma Hakkında Bilgiler**

Bu kısımda, halka arz olan firmanın eğer varsa dahil olduğu grup ile yönetime ilişkin bilgilere ve ortaklığın fon kaynaklarına yer verilir.

*Yönetime İlişkin Bilgiler:* Bu bölümde yönetim kurulu başta olmak üzere halka arz firmasının yönetim ve temsilinde görev alan kişiler yatırımcılara tanıtılır. Buradaki amaç, yatırımcılar başta olmak üzere, halka arz firması ile iş yapacak olan tüm tarafların kimlerle muhatap olacaklarının açıklığa kavuşturulmasıdır.

İzahnamenin bu kısmında yer alan bir diğer husus, halka arz firması yöneticilerine tanınan mali imkânlar konusundaki bilgilerin açıklanmasıdır. Yöneticilere sağlanan mali imkânlar konusunda kamuya açıklama yapılması iki açıdan önemlidir. Birincisi, yöneticilerin mali imkânlarının izahnamelerde açıklanmasıyla yatırımcıların durumdan haberdar olmalarının sağlanmasıdır. İkincisi ise mali imtiyazların açıklanması istendiğinde genellikle bu tür ayrıcalıklardan vazgeçilmekte ya da imtiyazların yumuşatılması tercih edilmektedir (Kütükçü, 2004: 52).

*Firmanın Fon Kaynakları:* Bu kısımda, firmanın fon kaynakları ile likiditesi hakkında açıklamalara yer verilir. Bu amaçla, faiz karşılama ve borç/özsermaye ya da benzer oranlar hakkında bilgiler verilir. Bunun yanı sıra, son yıllık hesap dönemi ve son durum itibariyle, nakit giriş ve çıkışları ile kullanılmayan önemli likidite kaynaklarına ilişkin bilgiler açıklanır.

Diğer taraftan, firmanın mevcut likiditesi ile yükümlülüklerini karşılamakta kullanılmasını öngördüğü fon kaynaklarının neler olduğu, borçlanma düzeyi, borçlanmanın dönemselliği (borçlanmaya en çok ihtiyaç duyulan dönem belirtilerek) ve borçların vadesi gibi hususlar da yine bu kısımda yer alır. Firmanın borç verenlerle kredi kullanımını sınırlandıracak herhangi bir anlaşma yapıp yapmadığı, bu çerçevede herhangi bir şartı sağlamanın gerekip gerekmediği ile bunlara ilişkin anlaşmada yer alan hükümlere yer verilir. Anlaşma uyarınca belirlenen taahhütlerin veya şartların yerine getirilememiş olması durumunda, bu durumun nasıl düzeltileceğine de yine bu kısımda işaret edilir.

### **1.3.1.2.3. Finansal Bilgiler**

Halka arz firmaları izahnamenin finansal bilgiler kısmında, seçilmiş finansal bilgilere, finansal durum ve faaliyet sonuçlarına ve geleceğe yönelik açıklamalara yer verirler.

*Seçilmiş Finansal Bilgiler:* Halka arz firmaları izahnamenin bu bölümünde, SPK muhasebe/finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış son üç yıl ve son ara dönem finansal tablolarından seçilen önemli finansal kalemlere Türk Lirası cinsinden yer verirler. Konsolide finansal tablo düzenleyen firmalar, konsolide finansal tablolarındaki verilere yer verirler. İzahnamede seçilmiş finansal bilgilere yer verilmesinin amacı, finansal tablolardan önemli finansal bilgilerin açığa çıkarılması ve ortaklığın finansal durumunun özetlenmesidir. Seçilmiş finansal bilgiler bir önceki yılın aynı hesap dönemi ile karşılaştırılmalı olarak aktarılır. Ancak, bilançolar için karşılaştırmalı bilgi verilmesi gereğinin yılsonu bilanço bilgisinin verilmesiyle yerine getirilmesi durumunda, bir önceki yılın aynı dönem verilerine ihtiyaç bulunmaz.

*Finansal Durum ve Faaliyet Sonuçları:* İzahnamenin bu bölümünde, firmanın tüm faaliyetlerinin yatırımcılar tarafından tam ve açık bir şekilde anlaşılmasını sağlamak üzere, firmanın izahnamede yer verilen son üç yıl ve ilgili ara dönem için finansal durumu, finansal verilerinde yıldan yıla meydana gelen değişimler ve bu değişimlerin nedenleri açıkça ortaya konulur. Konsolidasyona tabi olan firmalara ilişkin bilgiler izahnamede konsolide olarak sunulur. Bu çerçevede firmanın faaliyet sonuçları ve finansal durumu da konsolide olarak izahnamede yer alır.

Diğer taraftan izahnamenin bu kısmında, ortaklığın işletme sermayesinin son durum itibariyle yeterli olup olmadığı ve yeterli değilse gerekli ek işletme sermayesinin nasıl temin edileceği hakkında da bilgiler verilir. Ayrıca, firmanın finansman yapısı ve borçluluk durumu hakkında izahnamede yer alan tablolardaki bilgiler çerçevesinde açıklamaya yer verilir. Konsolide finansal tablo hazırlayan firmalar bu kısmı konsolide olarak hazırlarlar.

*Geleceğe Yönelik Açıklamalar:* Geleceğe yönelik açıklamalar kapsamında izahnamelerde yer verilen hususlar, proforma finansal bilgiler ile kâr tahminleri ve beklentileridir. SPK'nın yayınladığı, payların halka arzında kullanılacak izahnamenin hazırlanmasına ilişkin kılavuza göre izahnamede, geleceğe yönelik açıklamalara yer verilmesi durumunda;

Bu izahname, “düşünülmektedir”, “planlanmaktadır”, “hedeflenmektedir”, “tahmin edilmektedir”, “beklenmektedir” gibi kelimelerle ifade edilen geleceğe yönelik açıklamalar içermektedir. Bu tür açıklamalar belirsizlik ve risk içermekte olup, sadece izahnamenin yayım tarihindeki öngörülerini ve beklentilerini göstermektedir. Birçok faktör, ortaklığımızın geleceğe yönelik açıklamalarının öngörülenden çok daha farklı sonuçlanmasına yol açabilecektir.

şeklinde bir uyarının izahnamenin giriş bölümünde yer alması gerekir. Ek 1 ve 2’de izahnamelerde yer verilen proforma gelir tablosu ve nakit akım tahminlerine ilişkin, halka arz olmuş firmaların izahnamelerinden alınan birer örnek gösterilmiştir.

Proforma finansal bilgiler, sermaye piyasası mevzuatında önemli bir yenilik olarak dikkat çekmektedir. Özellikle karmaşık finansal geçmişleri olan ihraççıların durumlarının değerlendirilmesi için gerekli olan bilgilerin bir kısmı izahnamelerde yatırımcıların bilgisine sunulabilecektir. Karmaşık finansal geçmişe sahip ihraççıların finansal tablolarının karşılaştırmalı olarak analiz edilmesi zor bir işlem olduğu için, proforma

finansal bilgilerin açıklanması bu noktada yararlı olacaktır (Küçüksözen ve diğerleri, 2006: 21-22).

Proforma finansal bilgiler sunulurken ilgili işlem, bu işlemin tarafları, ait olduğu dönem ve hazırlama amacı açık şekilde belirtilir. Duruma bağlı olarak, proforma finansal bilgiler, bilanço ve gelir tablosu ile açıklayıcı notlar şeklinde verilebilir.

İzahnamede proforma finansal bilgiler açıklanırken, proforma finansal bilgilerin kaynağı belirtilir. Proforma bilgiler, firmanın en son yayınladığı veya yayınlacağı finansal tablolarında uygulamış olduğu muhasebe politikalarına uygun olarak hazırlanır ve hangi varsayımlar doğrultusunda hazırlandığı ile ilgili bilgileri içerir. Proforma bilgiler, yalnızca cari hesap dönemi, tamamlanan son hesap dönemi ve/veya izahnamede yayınlanan en son ara dönem için düzenlenebilir.

İzahnamenin bu kısmında proforma finansal bilgilere ilişkin olarak yer alması gereken bir diğer husus, bağımsız denetim raporu hazırlanması ve bu rapora yer verilmesidir. Bağımsız denetçiler tarafından hazırlanan raporda, proforma finansal bilgilerin belirtilen esaslara uygun olarak düzenlendiğini ve bu esasların ortaklığın muhasebe politikalarına uygun olduğunu belirten açıklamaya yer verilmelidir.

Hisse senetlerinin ilk halka arzında düzenlenecek olan izahnamelerde, geleceğe yönelik açıklamalar çerçevesinde, halka arz firmasının isteğine bağlı olarak yer verilecek bir husus kâr tahminleri ve beklentileridir. Kâr tahmini, cari ve/veya takip eden hesap dönemleri için muhtemel kârın/zararın asgari/azami bir rakamının açıkça ya da dolaylı olarak veya gelecekte elde edilebilecek kârların/zararların hesaplanabileceği verilerin belirtilmesi anlamına gelir. Kâr beklentisi ise sona ermiş, ancak sonuçları henüz yayınlanmamış olan bir hesap dönemi için kâr ya da zarar tahmin edilmesidir. Bu nedenle, kâr tahminleri kâr beklentilerine göre daha çok belirsizlik taşır ve varsayımlara dayanır.

Kâr tahminleri veya beklentilerine geçmiş dönem finansal bilgileri ile karşılaştırılmalı bir biçimde yer verilir. Kâr tahminleri veya beklentileri oluşturulurken SPK'ya göre şu ilkelerin esas alınması gerekir;

- Anlaşılabilirlik: Kâr tahminleri veya beklentilerinde yer alan açıklamalar yatırımcıların anlayacağı şekilde basit ve sade olmalıdır.
- Güvenilirlik: Kâr beklentileri ortaklığın faaliyetlerinin detaylı bir analiziyle desteklenmeli ve varsayımlara değil gerçeklere dayalı strateji, plan ve risk analizlerini içermelidir.
- Karşılaştırılabilirlik: Kâr tahminleri veya beklentileri geçmiş finansal tablolardaki sonuçlarla kıyaslanarak gerekçelendirilebilmelidir.
- İlişkili olma: Kâr tahminleri veya beklentileri yatırımcıların vereceği kararları etkileyebilecek niteliğe sahip olmalı ve geçmiş değerlendirmelerini doğrulamaları ya da düzeltmelerinde yardımcı olmalıdır.

Kâr beklenti veya tahminleri vergi öncesi kâr rakamları olarak izahnamede yer alır. Ancak, olağandışı işlemlerin olması ya da vergilerin olağanüstü derecede yüksek ya da düşük olması beklendiğinde bunlar ayrıca açıklanır. Kâr beklentisi veya tahminlerinin vergi öncesi kâr üzerinden yapılmaması durumunda kâr zarar hesaplarından farklı bir değer sunulmasının sebepleri açıklanır ve açıkça ortaya konulur. Kâr beklentisi veya tahminlere ilişkin vergi etkisi açıkça ortaya konulur.

Kâr tahminleri ve beklentilerine izahnamelerde yer verilmesi Türkiye sermaye piyasası için yeni bir durumdur. Kâr tahmini ve beklentileri, geleceğin olduğundan farklı gösterilmesi ve varsayımlara dayanması gibi nedenlerle bir takım sakıncaları da beraberinde getirir. Bu nedenle, yanlış veya yanıltıcı bilgilendirmeyi önlemek amacıyla, ihraççılar tarafından konunun esaslarının son derece dikkatli uygulanması, uygulamanın piyasa katılımcıları tarafından çok iyi izlenmesi, izleme sonuçları çerçevesinde etkin yaptırımlar uygulanması gerekli görülebilir (Küçüksözen ve diğerleri, 2006: 23).

Kâr tahmininin geleceğe yönelik projeksiyon oluşturması nedeniyle, bu bilgilerin yatırımcılar açısından yanıltıcı olmaması için, gerekli itina ve çaba gösterilmesi firmanın sorumluluğundadır. Firma beklenti ve tahminleri oluşturulurken; yönetim ve denetim kurulu üyeleri ile yönetimde görevli diğer kişilerin etkileyebileceği faktörler ile etkileyemeyeceği faktörler arasında açıkça ayırım yapılmalı ve gösterilmelidir. Bu varsayımlar yatırımcı için kolay anlaşılabilir nitelikte olmalıdır.

#### 1.3.1.2.4. Diğer Bilgiler

Yukarıda, izahnamede halka arzla ilgili bilgiler, firma ile ilgili bilgiler ve finansal bilgilerin yer aldığı belirtilmiştir. Bunun yanında izahnamede, halka arz işleminden sonra hisse senetleri ile ilgili olarak ortaya çıkabilecek vergilendirme durumlarına ilişkin esaslara ve izahnamenin sorumluluğunu üstlenen kişilere yer verilir.

*Paylar İle İlgili Vergilendirme Esasları:* Sermaye piyasalarında vergilendirme iki durumda söz konusu olmaktadır. Birincisi, hisse senetlerinin satışından elde edilen sermaye kazançlarının vergilendirilmesidir. Hisse senetlerinin satışından elde edilen kazançlar gerçek kişi yatırımcılar açısından gelir vergisine tabi tutulabilir. Kurumsal yatırımcılar açısından ise, ticari faaliyetlere bağlı olarak ticari faaliyetlerin vergilendirilmesi esastır. Sermaye piyasalarında vergilendirmenin söz konusu olduğu ikinci durum ise, hisse senetlerinden kâr payı getirisi elde edilmesi ile ilgilidir. Çünkü piyasada faaliyette bulunan tüm yatırımcılar dağıtılan kâr payları nedeniyle vergi mükellefi pozisyonunda olabilirler (İhtiyar, 2006: 138). Dolayısıyla payların vergilendirilmesine (tüm mükellef grupları bazında alım satıma, kâr payı ve temettü avanslarının vergilendirilmesine) ilişkin tüm esaslar izahnamenin bu bölümünde açıklanır.

*İzahnamenin Sorumluluğunu Yüklenen Kişiler:* İzahnamenin bu bölümünde, firmanın ve konsorsiyum liderini veya aracı kuruluşu temsile yetkili kişilerin ad soyadları, unvanları ve adresleri belirtilir. İzahnamenin tüm sayfaları firma ve konsorsiyum lideri veya aracı kuruluş yetkilileri tarafından kaşelenerek imzalanır. Konsorsiyum lideri ya da eş lideri dışındaki konsorsiyum üyelerinin izahnamenin tüm sayfalarını imzalamasına gerek görülmemektedir.

İzahnamede yer alan bilgilerin doğruluğundan ihraççılar sorumludur. Bu durum, 3794 sayılı kanun ile değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 7. maddesinde şu şekilde ifade edilmiştir:

İzahname ve sirküler, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından müştereken imzalanır. Bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından ihraççılar sorumludur. Ancak, kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmı için müracaat edilir.

**Tablo 1: Avrupa Birliği (AB) Düzenlemesindeki İzahname İçeriği İle SPK Mevzuatındaki İzahname İçeriğinin Karşılaştırılması**

<b>İzahnamede yer alması gereken asgari bilgiler</b>	<b>Kısaca içeriği</b>	<b>Mevcut SPK izahname formatında olup olmadığı/açıklama</b>
1. Sorumlu Kişiler	İzahnamenin içerilenden sorumlu kişiler ve bunların izahnamenin doğruluğuna ve herhangi bir eksiklik içermediğine dair beyanlar.	Var. İzahnamenin en sonunda izahnamenin sorumluluğunu yüklenen kişilerin unvan, ad soyad ve adreslerine, izahnamedeki bilgilerin doğruluğuna ve izahnamenin herhangi bir eksiklik içermediğine dair beyanlarına yer verilmektedir. Aynı zamanda izahnamenin giriş bölümünde izahnameden kimlerin sorumlu olduğu büyük harflerle dikkati çekecek şekilde verilmektedir.
2.Kanuni Denetçiler	İhraççının geçmiş finansal bilgilerinin bağımsız denetimini yapan bağımsız denetim kuruluşu ve denetleyen denetçilere ilişkin bilgiler.	Var
3. Seçilmiş Finansal Bilgiler	İhraççının finansal durumunu özetleyen önemli finansal rakamlar.	Var
4.Risk Faktörleri	İhraççıya ve faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin riskler hakkında bilgiler.	Var. Son zamanlarda bazı halka arz uygulamalarında ihraççının faaliyetlerine ilişkin risklere izahnamede yer vermeye başlanmıştır.
5.İhraççı Hakkında Bilgiler 5.1.İhraççının kuruluşu, faaliyet süreci ve gelişimi 5.2.Yatırımlar	İhraççının ticaret unvanı, ticaret sicil memurluğu, ticaret sicil numarası, süresi ve gelişimdeki önemli olaylar. İhraççının gerçekleştirdiği ve devam etmekte olan önemli yatırımlar.	Var. Ortaklığı tanıtıcı bilgiler bölümünde yer almaktadır.
6.Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler 6.1.Ana faaliyet alanları 6.2.Başlıca pazarlar	Ana faaliyet konusu, satılan ana ürün ve verilen hizmetlerin kategorileri, yeni ürün ve hizmetler vb. ihraççının faaliyette bulunduğu başlıca pazarlar hakkında açıklamalar.	Var. Ortaklığı tanıtıcı bilgiler ve faaliyet hakkında bilgiler bölümlerinde yer almaktadır.
7.Organizasyon Yapısı	İhraççının bir gruba dahil olması durumunda, grubun kısa tanımı ve önemli iştiraklerinin dökümü.	Var. Grup hakkında bilgiler ve finansal tablolara ilişkin açıklamalar bölümlerinde yer almaktadır.
8.Mülk, Tesis ve Cihazlar	Finansal kiralama yoluyla elde ettikleri de dahil olmak üzere, ihraççının maddi duran varlıklarına ilişkin bilgiler, bunlar üzerindeki tahditler.	Var. Faaliyet hakkında bilgiler bölümünde ihraççının sahip olduğu, kiraladığı, kiraya verdiği, finansal kiralama yoluyla sahip olduğu vb. gayrimenkullere ilişkin bilgiler verilmektedir.
9.Ticari ve Finansal Durum 9.1.Finansal durum 9.2.Ticari faaliyet sonuçları	İhraççının her bir yıl ve her ara dönemde finansal durumu, finansal durumunda meydana gelen değişiklikler ve bu değişikliklerin nedenleri hakkında açıklamalar.	Var
10.Sermaye Kaynakları	İhraççının kısa ve uzun vadeli sermaye kaynakları, nakit akımları hakkında sözel açıklamalar, borç alma gereksinimi ve fon sağlama yapısı hakkında bilgiler.	Yok
11.Araştırma ve Geliştirme Harcamaları ve Faaliyetleri, Patent ve Lisansları	İhraççının her bir finansal yıl için araştırma ve geliştirme politikası ile araştırma ve geliştirme için harcanan tutarlar hakkında bilgi.	Var. Faaliyet hakkında bilgiler bölümünde yer almaktadır.
12.Eğitim Bilgileri	Üretim, satış, stok, maliyet ve satış fiyatlarındaki en son eğilimler.	Yok
13.Kâr Tahminleri ve Beklentileri	İhraççının isteğine bağlı olarak yer verdiği kar tahminleri ve beklentileri, bunların dayandığı varsayımlar ve söz konusu kâr tahminleri ve beklentilerin, belirlenen esaslara ve ihraççının muhasebe politikalarına uygun olduğuna dair	Var

	bağımsız denetçi ya da muhasebeci raporu.	
14.İdari, Yönetim ve Denetim Organları ve Üst Yönetim	İdari, yönetim ve denetim organlarında ve üst yönetimde yer alan kişilere ilişkin bilgiler (isimleri, görevleri, yüz kızartıcı suçlardan hükümlülüklerinin bulunup bulunmadığı, bunlara ilişkin çıkar çatışmaları vb.)	Var. Yönetime ilişkin bilgiler bölümünde yer almaktadır.
15.Ücret ve Benzeri Menfaatler	İdari, yönetim ve denetim organlarında ve üst yönetimde yer alan kişilere sağlanan ücret ve benzeri menfaatlerin tutarları.	Var
16.Yönetim Kurulu Uygulamaları	Son finansal yıl itibariyle, idari, yönetim ve denetim organlarında yer alan kişilerin ne kadar süredir ihraççıda görev yaptıkları, denetimden sorumlu ve ücret tespit komiteleri ile kurumsal yönetim ilkelerine uyulup uyulmadığı hakkında bilgi.	Ücret tespit komitesi ve görev süresi dışında, yönetime ilişkin bilgiler bölümünde var.
17.Çalışanlar	Her bir dönem sonunda ya da her bir finansal yıl için ortalama olarak çalışan sayısı, çalışanların ortaklık payları, hisse opsiyon hakları ya da ortaklık sağlayacak anlaşmalar vb. hakkında bilgiler.	Kısmen var. Faaliyet hakkında bilgiler bölümünde sayısı ve faaliyet alanları itibariyle dağılımları içerilmektedir.
18.Büyük Hissedarlar	İhraççı tarafından bilinmesi durumunda sermayede büyük oranda paya sahip olan hissedarların isimleri, hisse oranları, farklı oy haklarına sahip olup olmadıkları, ihraççının kontrolünün değişmesine yol açabilecek anlaşmalar	İhraççının kontrolünün değişmesine yol açabilecek anlaşmalar dışında var.
19.İlişkili Taraflarla Yapılan İşlemler	İlişkili taraflarla yapılan işlemler hakkında detay bilgi	Var. Grup hakkında bilgiler bölümünde yer almaktadır.
20. İhraççının Varlıkları ve Yükümlülükleri, Finansal Durumu ve Kâr ve Zararı Hakkında Finansal Bilgiler	Bağımsız denetimden geçmiş son 3 yıllık finansal bilgiler (asgari olarak bilanço, gelir tablosu, öz sermaye değişim tablosu, nakit akım tablosu, muhasebe politikaları ve açıklayıcı notlar) ile bağımsız denetim raporları.	Var
20.1.Geçmiş Finansal Bilgiler	Önemli değişikliklerde, söz konusu değişikliğin ilgili dönemin başında gerçekleşmiş olması durumunda ihraççının varlık ve yükümlülüklerinin, kârlılığının nasıl etkileneceğini gösteren proforma finansal bilgiler ve buna ilişkin bağımsız bir denetçi raporu.	Var
20.1. Geçmiş Finansal Bilgiler		
20.2. Proforma Finansal Bilgiler		
20.3. Finansal Tablolar	İhraççının hem solo hem de konsolide finansal tablo düzenlemesi durumunda en azından konsolide finansal tablolara yer verilmelidir.	Var
20.4. Geçmiş yıllar finansal tabloların bağımsız denetimi		
20.5. Kamuya açıklanacak son finansal tablolar	Geçmiş finansal bilgilerin bağımsız denetimden geçtiğine ve bağımsız denetçi görüşüne, eğer izahnamede bağımsız denetimden geçmeyen finansal bilgilere yer verilmiş ise, bunların bağımsız denetimden geçmediğine dair açıklamalar.	Var
20.6. Ara dönem finansal bilgileri ve diğer finansal bilgiler		
20.7. Kâr dağıtım politikası	İhraççı bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablo tarihinden itibaren üç veya altı aylık finansal bilgileri ilan etmişse, bunlara da yer verilmelidir. Eğer söz konusu ara dönem finansal bilgiler, bağımsız denetimden geçmemişse bu bilgiye de yer verilmelidir.	Var. Ancak hisselerin ilk halka arzında izahnamede yer alan ara dönem finansal tabloların, mutlaka bağımsız denetimden geçmesi gerekmektedir.
20.8. Mahkeme ve tahkim davaları		
20.9. İhraççının finansal durumu veya ticari konumu ile ilgili önemli değişiklikler	Kâr dağıtım politikası ve hisse başına düşen kâr payı.	Kâr dağıtım politikası yok. Finansal durum ile ilgili bilgiler bölümünde her dönem için pay başına kâr payı tutarı verilmektedir.



21.Ek Bilgiler 21.1.Sermaye 21.2.Kuruluş tüzüğü ve esas sözleşme	Çıkarılmış/ödenmiş sermaye, kayıtlı sermaye tavanı, bir payın nominal değeri, geçmiş sermaye artırımları hakkında bilgiler vb.  İhraççının kuruluş amacına, idari, yönetim ve denetim organlarına, mevcut hisselerin sahip oldukları hak ve imtiyazlara, hangi durumlarda genel kurulun toplantıya davet edildiği, toplantıya giriş koşulları vb. yönelik esas sözleşme hükümleri.	Var. Mevcut sermaye ve paylar ile ilgili bilgiler bölümünde yer almaktadır.  Var. Genel kurulun toplantıya davet edilme esasları dışında hepsi var.
22.Önemli Sözleşmeler	İhraççının olağan faaliyetlerinin dışında yaptığı önemli anlaşmalar.	Var
23.Üçüncü Şahısların Vereceği Bilgiler, Uzman Açıklamaları ve Diğer Menfaat Gruplarının Beyanları	Uzman kişiler tarafından yapılan açıklamaların ya da raporların izahnamede içerilmesi durumunda, söz konusu kişilere ilişkin bilgiler (adı /soyadı, iş adresi, nitelikleri vb).	Var
24.İncelemeye Açık Belgeler	Esas sözleşme, izahnamede yer alan bilgilerin dayanağını oluşturan, uzmanlarca hazırlanmış her türlü rapor, finansal tablo, değerlendirme ve görüşler.	Var. Diğer hususlar bölümünde yer almaktadır.
25.İştirakler Hakkında Bilgi	İhraççının varlık ve yükümlülüklerinin, finansal durumunun, kâr ve zararının değerlendirilmesi için önemli olan iştirakleri hakkında bilgiler	Var
26.Risk Faktörleri	Halka arz edilecek hisselerle ilişkin riskler hakkında bilgiler.	Yok. Ancak, son zamanlarda bazı halka arz uygulamalarında ihraççının faaliyetlerine ilişkin risklere izahnamede yer verilmeye başlanmıştır.
27.Önemli Bilgiler -İşletme sermayesi hakkında açıklama - Kapitalizasyon ve borçluluk düzeyi -İhraç/halka arzda yer alan gerçek ve tüzel kişilerin ihraca/halka arza ilişkin menfaatleri - Halka arzın nedenleri ve nakit girişinin kullanımı	İhraççı tarafından mevcut işletme sermayesinin yeterli olup olmadığına dair verilen beyan.  İzahname tarihinden en çok 90 gün önceki tarih itibarıyla ihraççının borçluluk durumu hakkında bilgi.  İhraç/arzda yer alan danışman, aracı kuruluş, uzman gibi kişilerin pay sahibi olup olmadıkları, ihracın başarısına göre elde edecekleri ekonomik menfaatler gibi ihraca ilişkin önemli nitelikteki, menfaatleri hakkında bilgi.  Halka arzın nedenleri, tahmini net nakit girişi ve bu nakdin kullanım yerleri.	Yok.  Yok.  Yok.  Var.
28.Halka Arz Edilecek Hisseler İle İlgili Bilgiler	Halka arz edilecek hisselerin grup ve türü, nama/hamiline olduğu, basılı senet şeklinde mi olduğu ya da kayden mi izlendiği, sahip oldukları haklar, kâr pay, tasfiye bakiyesinden pay alma, oy hakkı vb. hakların kullanım esasları vb.	Var.
29.Halka Arzın Kayıt ve Şartları 29.1.Koşullar, tahmini zaman çizelgesi ve başvuru şekli 29.2.Dağıtım ve tahsis planı 29.3.Fiyatlandırma 29.4.Plansman ve yüklenim	Halka arzın tabii olduğu koşullar, toplam arz tutarı, halka arz tutarının sabit olmaması durumunda, kesin tutarın ne zaman ilan edileceği, halka arz süresi, halka arzın ne zaman ve hangi şartlar altında iptal edilebileceği ya da ertelenebileceği, talep edilebilecek asgari ya da azami hisse adedi ya da tutarı, hisselerin ödenme ve teslim şekli, halka arzın sonuçlarının ne zaman kamuya açıklanacağı, vb.  Halka arzın gerçekleştirileceği yatırımcı kategorileri, halka arzın birden fazla	Var. Ancak, halka arz tutarının ek satış hakkı hariç, her zaman sabit olması gerektiğinden, sabit olmamasına ilişkin bilgiler ile halka arzın iptal edilmesine ya da ertelenmesine ilişkin hususlar yer almamaktadır.  Var.

	<p>ülkede aynı anda yapıldığı durumlarda bu ülkelerden birine belli bir oranda tahsisat yapılmışsa buna ilişkin bilgi.</p> <p>İhraççının bildiği kadarıyla, büyük hissedarlar ile idari, yönetim ve denetim organları üyelerinin halka arza katılma niyetlerinin olup olmadığı veya arzdan %5'den fazla pay almak isteyen herhangi birinin olup olmadığı.</p> <p>Yatırımcı kategorilerine yapılan tahsisat oranları, tahsisatta değişiklik yapılabilecek koşullar, bu değişikliğin azami büyüklüğü, bireysel ve kurumsal yatırımcılara dağıtım yöntemi, belirli yatırımcı gruplarına tahsisatta tanınan ayrıcalıklar, halka arzın bitiş tarihi, mükerrer taleplere izin verilip verilmeyeceği vb. hakkında bilgiler.</p> <p>Halka arz fiyatı, fiyat bilinmiyor ise fiyatın belirlenme yöntemi, fiyatın belirlenmesi ile ilgili kimin sorumlu olduğu, halka arz fiyatının nasıl kamuya duyurulacağı, halka arz fiyatı ile bu menkul kıymetleri önceden almış bulunan idari, yönetim ve denetim organları üyeleri ile üst düzey yöneticilerin ödediği fiyat arasında fark var ise, bu farklılık hakkında açıklama.</p> <p>Halka arzın tümünü ya da bir kısmını yüklenen aracı kuruluşların isimleri ve adresleri, yüklenim tutarları vb.</p>	<p>Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca, bu kişilerin ilk halka arzlarda pay alması yasak olduğundan, böyle bir bilgiye izahnamede yer verilmemektedir. Bu kişilerin halka arzdan pay almalarının yasak olduğu da belirtilmektedir.</p> <p>Var.</p> <p>.Sadece halka arz fiyatı ve fiyatın belirlenme yöntemi var.</p> <p>Var.</p>
30.İşlem Görmeye Kabul ve Satış Düzenlemeleri	<p>Halka arz edilen menkul kıymetlerin borsada işlem görme başvurusuna konu olup olmayacaklarına ve işlem görebileceği pazarlar hakkında bilgilere, biliniyorsa borsada işlem göreceği en erken tarihe, borsada işlem görmenin kesinlikle kabul edileceği izlenimi yaratılmadan yer verilmelidir.</p> <p>Aynı grup payların işlem gördüğü teşkilatlanmış piyasalar ya da benzeri piyasaların olup olmadığı.</p> <p>Fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirilmesinin planlanıp planlanmadığı, fiyat istikrarı işlemlerinin yerine getirilmesine yönelik garantinin olmadığına ilişkin açıklama, fiyat istikrarı süresi vb.</p>	<p>Hangi pazarda işlem göreceğine dair İMKB görüşüne yer verilmektedir.</p> <p>Var.</p> <p>Var.</p>
31.Hisselerini Satan Ortaklar	<p>Hisselerini satan ortakların isimleri ile iş adresleri, sattıkları hisse adetleri, satan ortakların geçmiş 3 yıl içerisinde ihraççıdaki görevleri veya ihraççı ile olan önemli ilişkileri, dolaşımı artırmamaya yönelik taahhütleri ve buna ilişkin bilgiler.</p>	<p>Satan ortakların ihraççı ile ilişkisi dışında, diğer bilgiler var.</p>
32.İhraç/Halka Arz Maliyeti	<p>Halka arzdan beklenen toplam net nakit girişi ve ihracın/halka arzın tahmini maliyeti.</p>	<p>Var.</p>

**Kaynak:** Küçüksözen ve diğerleri, 2006: 12-2

Avrupa Birliği (AB)'ne giriş sürecinde olan Türkiye'de tüm yasal düzenlemelerde olduğu gibi sermaye piyasası düzenlemelerinde de AB müktesebatına uyumlaştırma çalışmaları yapılmaktadır. Bu doğrultuda, izahnameye ilişkin SPK standartları ile AB standartlarının uyumlaştırılması konusunda çeşitli çabalar söz konusudur. Bu noktadan hareketle Tablo 1'de, Küçüksözen ve diğerleri (2006) tarafından hazırlanan ve AB düzenlemelerindeki izahname içeriği ile SPK mevzuatındaki izahname içeriği karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Tablo 1 incelendiğinde, AB'nin izahnameye ilişkin düzenlemeleri ile SPK'nın izahname konusundaki düzenlemeleri arasında izahname içeriğine yönelik olarak ortak birçok hususun bulunduğu görülmektedir. Küçüksözen ve diğerleri (2006)'ne göre bu durum, SPK düzenlemelerinde izahname içeriklerinin belirlenmesi sürecinde AB düzenlemelerinin dikkate alınmış olmasından kaynaklanmıştır.

### **1.3.2. Sirküler**

Sirküler kavramına tedrici kuruluş açısından TTK m.282 hükmü ile, izahnameyi halka duyurmada kullanılacak bir vasıta olarak yer verilmekte, ancak madde metninde herhangi bir tanımlama yapılmamaktadır. Her ne kadar kanunda doğrudan herhangi bir tanımlama yapılmamış ise de, 3794 sayılı kanun ile değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 6. maddesinde ifadesine "halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti sirküler ile yapılır. Yayınlanacak sirküler ve ilanların esasları kurul tarafından belirlenir" yer verilmiştir. Buradan hareketle sirkülerin, ihraççı firmanın yatırımcıya yönelmiş olduğu ve sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti içeren bir hukuki vasıta olduğunu söylemek mümkündür. Öğretide ise sirküler, sermaye piyasası araçlarının halka arzında düzenlenen, izahnamede yer alan bilgilerin zeti niteliğindeki temel bilgiler ile satış merkezlerine ve satış işlemine ilişkin bilgileri içeren, tasarruf sahiplerine davet niteliği taşıyan ve günlük gazetelerde ilan edilen duyuru metni olarak tanımlanmaktadır (Akbulak ve Akbulak, 2004: 486).

Gerek kanunda yer alan ifadesi ve gerekse öğretideki kullanılışı dikkate alındığında, sirkülerin halka arzdaki temel fonksiyonunun; halka arz işlemini sermaye piyasası taraflarına ve ilgililerine duyurmak olduğu anlaşılmaktadır. Bu temel fonksiyon

sirküleri, temel amacı yatırımcıları halka arz hakkında bilgilendirmek olan izahnameden ayırmaktadır. Çünkü izahname bir bilgilendirme vasıtası iken sirküler bir duyuru vasıtası niteliği taşımaktadır (Karşlı, 2003: 59).

İhtiyar (2006)'a göre, sirkülerin içeriği konusunda üç durum düşünülebilir. Birincisi, izahname içeriğine sirkülerde de aynen yer verilmesidir. Araştırmacıya göre bu durum, bilgilendirmeden ziyade duyuruyu esas alan sirkülerin ikincil bir izahname gibi kullanılmasının geçerli bir sebebi olmadığından sakıncalıdır. İkinci durum, sirkülerde izahnamenin bir özetine yer verilmesidir. Araştırmacıya göre, yatırımcının sadece sirküleri inceleyip, sirkülerin içerdiği kapsamı yeterli görme riski söz konusu olduğu için bu durum da sakıncalıdır. Üçüncü durum ise, sirkülerin yatırımcıya bilgi sağlayan bir araç olarak değil, sadece halka arzı haber veren bir hukuki vasıta olarak kullanılmasıdır. Araştırmacıya göre bu durum, sirkülerin fonksiyonunu, izahnamenin nereden, nasıl ve ne zaman temin edilebileceğini göstermekle sınırlandırdığı ve sirküleri asıl fonksiyonu doğrultusunda kullanmayı gerektirdiği için en uygun durum niteliğindedir.

Bu meyanda sirkülerde, halka arza ilişkin temel bilgilere yer verilir. Bu kapsamda, halka arz süresine, başvuru şekline, başvuru yerlerine ve hisse senetlerinin teslim şekline ilişkin bilgiler yatırımcılara duyurulur. Sirkülerde ayrıca, sirkülerin sorumluluğunu üstlenen kişilere, sirküler ve eklerinde yer alan ve sorumlu oldukları kısımlarda yer alan bilgilerin ve verilerin gerçeğe uygun olduğu ve izahnamenin bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özeni göstermiş oldukları beyanına yer verilir.

### **1.3.3. İlan ve Reklamlar**

Hisse senetlerini halka arz edecek olan firmalar, halka arzlarına ve dolayısıyla hisse senetlerine olan talebi artırmak için, yazılı basın başta olmak üzere radyo ve televizyon reklamlarını kullanabilirler. Tüm bu araçlar, yatırımcıların halka arz sürecinde bilgilendirilmesini sağlayan unsurlar arasında sayılabilir. Bununla birlikte ilan ve reklamlar, yatırımcı ve diğer piyasa katılımcılarını bilgilendirme fonksiyonu yanında, aldatıcı ve yanıltıcı unsurları da içerebilirler. Bu noktada ilan ve reklamlar, kamuyu aydınlatma ve yatırımcının bilgilendirilmesi amacının dışında yatırımcının yanıltılması

şeklinde sonuçlara neden olabilir. 3794 sayılı kanun ile değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 6. maddesinde bu hususa dikkat çekilerek, ilan ve reklamlara ilişkin temel esaslar şu şekilde ifade edilmiştir:

Yayımlanacak sirküler ve ilanların esasları Kurul tarafından belirlenir. İlanlar ve açıklamalar gerçeğe uymayan abartılmış veya yanıltıcı bilgileri içermeyeceği gibi Kurul kaydına alınmanın resmi bir teminat olarak yorumlanmasına yol açacak açık veya dolaylı bir ifade taşıyamaz. Kurul, yanıltıcı nitelikte gördüğü reklamları yasaklar.

Kanuni düzenleme bu şekilde olmakla birlikte, İhtiyar (2006)'a göre, iki nedenden dolayı, ilan ve reklamlardan bilgilendirme aracı niteliğinden ziyade birer duyuru vasıtası olarak yararlanmak daha doğru olacaktır. Birinci neden, ilan ve reklamlarda çoğunlukla gerçeğe uymayan, abartılı ifadelerin yer alması ve daha ziyade halka arz firmasının lehine olan olumlu durumlara yer verilmesidir. İkinci neden ise, bilgisizliğinden veya ihmalkârlığından dolayı yatırımcının sadece ilan ve reklamlarda yer alan bilgilerle yetinerek, kendisine asıl ve tam bilgiyi sağlayacak olan izahnameyi dikkate almamasıdır.

Tüm bu açıklamalar doğrultusunda, ilk halka arz piyasasında yatırımcıların bilgilendirilmesinde kullanılan izahname, sirküler ile ilan ve reklamlar şeklinde üç temel vasıta olduğu anlaşılmaktadır. Her ne kadar izahnamenin bilgilendirme, sirkülerin duyurma ve ilan ile reklamların tanıtma fonksiyonu doğrultusunda kullanımı gerekli görülse de uygulamada bir vasıttan diğer bir vasıtanın fonksiyonuna işaret edecek şekilde faydalandığı görülmektedir. İhraççıların bu araçları kullanmadaki temel amacı halka arzlarına ve dolayısıyla hisse senetlerine olan talebi artırmaktır. Yatırımcıların bu araçları kullanmadaki temel gayesi ise halka arz konusunda elde edilebilir tüm bilgilere ulaşmaktır. Kanun koyucu ise bir yandan bazı bilgilendirme vasıtalarını zorunlu tutarak yatırımcıların bilgilendirilmesini, diğer yandan bilgilendirme vasıtalarının şekli ve içeriği konusunda hükümler koyarak yatırımcının korunmasını amaç edinmektedir. Dolayısıyla tüm bilgilendirme vasıtalarının kendi fonksiyonu çerçevesinde kullanımı taraflarca beklenen faydaya ulaşılmasını daha mümkün hale getirecektir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. HALKA ARZLARDA KÂR TAHMİNİ AÇIKLAMA

#### 2.1. Genel Olarak Kâr Tahmini Açıklama

Firmaların gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklamaları, genellikle firmaların halka arzdan sonraki dönemler için açıkladıkları kâr tahminlerini içine alan bir durum olarak ortaya çıkmakta ve araştırmalara konu edilmektedir. Firmaların halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminleri ise son yıllarda literatürde önemli bir yer edinmeye başlamıştır. Firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminleri ile halka arz olduktan sonraki dönemlerde açıklamış oldukları kâr tahminleri, hem tahminin yapılış nedeni hem de tahminin taşıdığı özellikler açısından farklılık gösterir. Zira ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminleri, bilhassa hisse senedi fiyatının tespitine yönelik olarak (nakit akım tahminleri) daha uzun dönemler için ve yönetici ile yatırımcı arasında halka arz sürecinde oluşabilecek bilgi asimetrisini azaltmak amacıyla yapılır. Halka arzdan sonraki dönemlerde yapılan kâr tahminleri de yönetici ve yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisini azaltmayı amaçlamakla birlikte, daha kısa dönemler için yapılır. Bunun yanında özellikle ilk kez halka arz olan firmalar, ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin nakit akım tahminlerini açıklarlar. İlk halka arz firmaları, izahnamelerde açıkladıkları nakit akım tahminleri içerisinde kâr tahminlerine de yer verirler. Bu nedenle halka arzdan sonraki dönemlerde açıklanan kâr tahminleri ile ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerini ayrı olarak değerlendirmek gerekir.

Bu çalışma, ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminleri dikkate alınarak şekillendirilmiştir. Dolayısıyla bu bölümde genel olarak kâr tahmini açıklama, kâr tahmini açıklama nedenleri, kâr tahmini açıklamanın olası fayda ve maliyetleri ile kâr tahmini açıklama süreci üzerinde durulmuştur. Kâr tahmini açıklama ile ilgili gerekli açıklamalar yapıldıktan sonra izahnamelerde kâr tahminlerinin açıklanması konusuna değinilmiştir.

Firmaların gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklamaları ve böylece yatırımcıları bilgilendirmeleri finans literatüründe yaygın olarak araştırılan bir konudur. Ström (2005), firmalar tarafından yapılan bilgilendirmelerin düzenli veya düzensiz olabileceğini, buradaki düzensizliğin ise bilgilendirmenin isteğe bağlı olarak yapılmasından kaynaklandığını ifade etmiştir. Dolayısıyla isteğe bağlı bilgilendirme, firmanın faaliyetleri hakkında yatırımcılara ilave bilgi vermenin bir yöntemi olarak değerlendirilebilir.

İsteğe bağlı bilgilendirmeler üzerine yapılan çalışmalar, yöneticilerin isteğe bağlı bilgi açıklama eğilimleri ve açıklanan bilgilerin içeriğine ilişkin çeşitli sonuçlar ortaya koymuştur. Örneğin Verrecchia (1983), Dye (1985) ve Verrecchia (2001) tarafından ele alınan teorik modellere göre, firmaların haklarındaki olumlu haberleri iki durumda isteğe bağlı olarak açıklarlar. Birincisi, olumlu haberlerle ilgili olarak yatırımcıların bilgilendirilmemesinden kaynaklanan özel maliyetlerin söz konusu olması gerekir. İkinci olarak ise, yatırımcıların, firma yöneticilerin sahip oldukları bilgiler konusunda emin olmamaları yani belirsiz olmaları gerekir. Söz konusu modellere göre, firmalar haklarındaki olumsuz bilgileri ise açıklamayıp firma bünyesinde saklı tutarlar.

Penman (1980) ile Lev ve Penman (1990) tarafından yapılan ve yöneticilerin kâr tahminlerini ele alan çalışmalarda da benzer sonuçlar elde edilmiştir. Diğer taraftan, özellikle son yıllarda, firmaların isteğe bağlı bilgi açıklama eğilimleri ve açıklanan bilgilerin içeriğine ilişkin araştırmaların yanında, yöneticilerin isteğe bağlı bilgilendirmelerini etkileyen hukuki riskin önemine işaret eden çeşitli ampirik çalışmalar (örneğin Skinner, 1994; Kasznik ve Lev, 1995) yapılmıştır.

Yöneticilerin isteğe bağlı bilgilendirmeleri kapsamında ele alınan en önemli konulardan birisi yöneticilerin isteğe bağlı kâr tahmini bilgilendirmeleridir. Yönetici kâr tahminleri, herhangi bir firmanın beklenen kârları hakkında bilgi sağlayan isteğe bağlı açıklamalardır. King ve diğerleri (1990), yönetici kâr tahminlerini, yöneticilerin, planlanan raporlama tarihinden önceki dönemlere ait kârların tahminini esas alan isteğe bağlı açıklamaları olarak tanımlamışlardır. Kâr beklentisi (earning guidance) terimi birçok

araştırmada ve akademik literatürde (örneğin Atiase ve diğerleri, 2005; Hutton, 2005) kâr tahminleri (earnings forecasts) ile eş anlamlı olarak kullanılmıştır<sup>3</sup>.

Yönetici kâr tahminleri, yöneticilerin gelecek dönemlere yönelik kâr tahminlerini açıklamalarına veya bu tahminleri yatırımcı beklentilerine göre düzenlemelerine imkân sağlar. İsteğe bağlı kâr tahmini bilgilendirmeleri ayrıca, firmaların doğru raporlama ve şeffaflık üzerine kurulu itibarlarını etkileyen temel bilgi açıklama mekanizmalarından birine işaret eder (Hirst ve diğerleri, 2008: 315).

Yöneticilerin kâr tahmini bilgilendirmelerinin yanı sıra, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren yatırım analistlerinin de firmaların gelecek dönemlerine ilişkin kâr tahminleri söz konusudur. McNally ve diğerleri (1982)'ne göre kâr tahminleri, yatırımcıların ve finansal analistlerin yatırım değerlendirme ve karar verme süreçlerinde kullandıkları önemli bir bilgi parçasıdır.

Literatürde firma yöneticileri ve analistler tarafından açıklanan kâr tahminleri ile ilgili yapılan çalışmalarda, söz konusu kâr tahminlerinin çeşitli yönleri araştırılmıştır. Örneğin Copeland ve Marioni (1972) ile Ruland (1978), analistler tarafından açıklanan kâr tahminlerinin doğruluk düzeyini araştırmışlardır. Hagerman ve Ruland (1979), Imhoff ve Pare (1982) ile Schreuder ve Klaassen (1984) ise, analist ve firma yöneticilerinin yapmış oldukları kâr tahminlerini çeşitli istatistiksel modellere göre elde edilen kâr tahminleri ile karşılaştırmışlardır. Diğer taraftan Brown ve diğerleri (1987) ile Allen ve diğerleri (1997) ise, analistlerin açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğunu etkileyen faktörleri ve analistlerin tahminlerinin zaman serisi modelleri kullanılarak elde edilen tahminlere göre üstünlüğünü araştırmışlardır. Ayrıca Patell (1976) ile Penman (1983), açıklanan kâr tahminleri üzerinden elde edilen tahmin hatalarının hisse senetlerinin fiyatlarına etkisini, Fried ve Givoly (1982) ile Law ve Callum (1999) ise analist tahminlerinin bilgisel içeriğini araştırmışlardır.

---

<sup>3</sup> Miller (2002)'e göre kâr beklentisi, firma dışı çevrenin firmanın gelecekteki kârlarını değerlendirmesini sağlayacak olan ve yöneticiler tarafından doğrudan veya dolaylı olarak açıklanan herhangi bir bilgidir. Bu nedenle kâr beklentisi sınırlandırılmamak koşuluyla kâr tahminlerini içermelidir.



### **2.1.1. Kâr Tahmini Açıklama Nedenleri**

Analist ve yönetici kâr tahminleri ile ilgili yapılan birçok çalışmada yöneticilerin isteğe bağlı kâr tahmini açıklama nedenleri ele alınmıştır. Yönetici kâr tahminleri isteğe bağlı tahmin açıklamaları olduğu için, öncelikle firmaları kâr tahmini açıklamaya yönelten sebepler göz önüne alınmalıdır (Coller ve Yhon, 1998: 58).

Yöneticilerin isteğe bağlı kâr tahmini açıklama nedenleri literatürde, ilk kez Akerlof (1970) tarafından ifade edilen asimetrik enformasyon problemi ve Lelenad ile Pyle (1977) tarafından ileri sürülen işaret teorisiyle bağlantılı olarak açıklanır. Diğer taraftan, yöneticilerin isteğe bağlı kâr tahmini açıklamalarını firma hakkındaki olumlu haberleri yayınlama ve yatırımcı ile analistlerin firmalar hakkındaki düşüncelerini düzeltme çabası olarak ele alan çalışmalar da yapılmıştır. Sonuç olarak, isteğe bağlı kâr tahmini açıklama nedenlerini, bilgi asimetrisini azaltma, firma hakkında işaret sunma, olumlu haberleri yayınlama ve firma hakkındaki düşünceleri düzeltme şeklinde birkaç başlık altında toplamak mümkündür.

#### **2.1.1.1. Bilgi Asimetrisini Azaltma**

Akerlof (1970) “Bilgi Asimetrisi” problemini ikinci el otomobil piyasası üzerinden örneklendirerek açıklamıştır. Akerlof’a göre piyasada iyi ve kötü otomobiller (limon) vardır. Alıcı, otomobillerin kalitesi hakkında bilgi sahibi olmadığından ortalama kaliteye göre bir fiyat belirler. Bu durum kötü otomobil satıcılarının işine gelir. Buna karşın iyi otomobil satıcıları fiyatı beğenmeyerek piyasadan çıkar. Sonuç olarak piyasada sadece kötü otomobiller kalır. Piyasada sadece kötü otomobillerin kalması ortalama kaliteyi düşürdüğü gibi fiyat oluşumunu da etkiler. Dolayısıyla bu işlemde, satıcının kullanılmış araba hakkında daha fazla bilgiye sahip olması, satın alan kişiyi bilgi noksanlığından kaynaklanan dezavantajlı bir pozisyona düşürür. Akerlof (1970)’a göre ürün hakkındaki bilgiyle ilgili bu farklılık satıcı ve alıcı arasındaki bilgi asimetrisidir.

Sermaye piyasalarında Akerlof (1970) tarafından ileri sürülen “limon” problemi senaryosu, Ström (2005)’a göre bir firma halka arz olurken ortaya çıkan bilgi asimetrisi problemi ile benzerlik gösterir. Çünkü firma sahipleri (satıcılar) firma (ürün) hakkında

potansiyel yatırımcılara (alıcı) göre daha fazla bilgiye sahiptirler. Nitekim Jensen ve Meckling (1976) tarafından geliştirilen “temsil teorisi” de benzer bir düşünceye işaret eder. Jensen ve Meckling (1976), yöneticilerin yatırımcılara göre firmaları hakkında daha fazla bilgiye sahip olduklarını ve buna bağlı olarak yatırımcı ve yöneticiler arasında temsil maliyetine neden olan bilgi asimetrisi probleminin olduğunu iddia etmişlerdir. Bu durum bilgi eksikliğine dayalı problemleri ortaya çıkarır ve neticede yatırımcılar bir risk primi ödemeyi gerekli görürler. Jensen ve Meckling (1976) tarafından geliştirilen temsil teorisinde, muhasebe bilgisinin rolü olan yöneticinin davranışının denetlenmesi temsil maliyetlerinde azalmayı gerekli kılar. Böylece yönetici ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi, daha düşük temsil maliyeti ile sonuçlanan artan bilgilendirme düzeyi ile azaltılabilir.

Botosan (1997) ve Schrand ve Verrecchia (2004) ise, artan bilgilendirme düzeyinin, sermayenin maliyetini azaltmak suretiyle, sermayenin daha etkin dağılımını sağladığını ifade etmişlerdir.

King ve diğerleri (1990)’de yöneticilerin kâr tahmini açıklama yönündeki nedenlerini bilgi asimetrisi problemi ile bağlantılı olarak açıklamışlardır. Araştırmacılara göre yöneticilerin kâr tahminlerini açıklamaları, firmalar hakkındaki özel bilgilerin araştırılması ve elde edilmesi ihtiyacını azaltır. Böylece firmaların hisse senetleri hakkındaki bilgi asimetrisi azalır. Bilgi asimetrisindeki bu azalma firmaların hisse senetlerinin alım-satım maliyetlerini düşürür ve firmalar yatırımcılar açısından daha cazip yatırımlar haline gelebilirler.

Coller ve Yohn (1997) da benzer bir yaklaşımla, yöneticilerin kâr tahmini açıklama yönündeki nedenlerini bilgi asimetrisi problemi ile ilişkili olarak açıklamışlardır. Araştırmacılar bu amaçla, bilgi asimetrisi ölçümü olarak alım-satım marjını kullanmışlardır. Coller ve Yohn (1997), yöneticilerin kâr tahminlerini açıkladıkları dönemden bir önceki dönemde, tahmin açıklayan firmaların alım-satım marjlarının, tahmin açıklamayan firmalara göre önemli ölçüde daha yüksek olduğunu ifade etmişlerdir. Yöneticilerin kâr tahminlerini açıkladıkları dönemi izleyen bir sonraki dönemde ise, tahmin açıklayan ve açıklamayan firmaların alım-satım marjları arasında önemli bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Söz konusu araştırmacıların elde ettikleri bu

bulgu, yöneticilerin hisse senetleri ile ilgili bilgi asimetrisini azaltmak amacıyla kâr tahminlerini açıkladıklarını göstermiştir. Dolayısıyla elde edilen bu sonuç ayrıca, yöneticilerin kâr tahminlerini açıklamalarının, alım-satım marjları ve buna bağlı olarak bilgi asimetrisini azalttığını ortaya koymuştur. Alım-satım marjları ve bilgi asimetrisindeki azalma ise işlem maliyetlerinin azalmasına sebep olur.

Hutton ve diğerleri (2003) ile Baginski ve diğerleri (2004)'ne göre, yatırımcıların tahmin açıklama öncesi beklentilerinin, yöneticilerin açıkladıkları kâr tahminlerinin altında veya üzerinde olduğu durumda, yatırımcılar ve yöneticiler arasında bilgi asimetrisinin daha fazla olması muhtemeldir. Bu durumda yatırımcılar ve analistler, yöneticilerin kâr tahminleri konusundaki eğilimlerini anlayabilmek için daha fazla ilave finansal bilginin açıklanmasını talep edeceklerdir.

Diamond ve Verrecchia (1991) ise araştırmalarında bilgi asimetrisi ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırmacılara göre bilgi asimetrisi, sermayenin etkin bir şekilde dağıtılmasıyla azaltılabilir. Bu görüşe paralel olarak Ström (2005) ise bilgi açıklamanın rolünün, yatırımcıları bilgilendirme, bilgi asimetrisini azaltma ve böylece sermayenin daha etkin dağıtımını sağlama olarak tanımlanabileceğini ifade etmiştir.

#### **2.1.1.2. Firma Hakkında İşaret Sunma**

Firmaların kâr tahmini açıklama nedenlerini işaret teorileri ile bağlantılı olarak açıklayan çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Leland ve Pyle (1977) tarafından geliştirilen işaret modeli, yöneticilerin ellerinde bulunan sahiplik yüzdesinin firmanın kalitesi konusunda güvenilir bir işaret olduğunu ifade etmektedir. Söz konusu model, simetrik bilginin olmaması durumunda sadece girişimcilerin, projelerinin gerçek kalitesini bileceği görüşüne dayanır. Bununla birlikte, ahlaki risk probleminde dolayı girişimciler sahip oldukları bilgileri doğrudan piyasa katılımcılarına aktarmayabilirler. Akerlof (1970)'a göre bilgi transferi olmadığı müddetçe piyasa başarısız olur. Böyle bir başarısızlıktan korunmak için girişimciler, girişimlerinin kalitelere yönelik işaret olmak üzere birtakım faaliyetlere başvurabilirler. Al-Ahmad ve Saadouni (2006)'ye göre, kullanılan işaretin güvenilir olması için, düşük kaliteli firmaların söz konusu işareti taklit etmemeleri gerekir.

İlk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerinin açıklamasının firma isteğine bırakıldığı ülkelerde, kâr tahminleri güvenilir bir işaret olarak değerlendirilebilir. Çünkü düşük kaliteli firmaların böyle bir işareti taklit etmelerinin maliyeti yüksektir (Al-Ahmad ve Saadouni, 2006: 4). Düşük kaliteli firmaların, kâr tahminlerini kendi kalitelerine yönelik bir işaret olarak kullanmaları durumunda, Hughes (1986)'e göre tahminleri karşılayamamalarından dolayı hukuki maliyetlere, Skinner (1994)'e göre olumsuz haberleri firma bünyesinde barındırdıklarından dolayı itibar maliyetlerine ve Firth (1998), How ve Yeo (2001) ile Jelic ve diğerleri (2001)'ne göre ise tahminleri diğer firmalara göre abartılı yaptıklarından dolayı piyasa tarafından başarısız olarak değerlendirilme maliyeti gibi çeşitli maliyetlere katlanırlar.

Hughes (1986), Leland ve Pyle (1977) tarafından geliştirilen işaret modelinde ifade edilen yönetici sahiplik düzeyine, gelecekteki nakit akımlarının doğrudan açıklanmasını ilave eden bir işaret modeli geliştirmiştir. Araştırmacıya göre, yönetici-sahiplik düzeyinin yanında geleceğe yönelik nakit akım tahminlerinin açıklanması da firmalar tarafından yatırımcı ve analistlere yönelik bir işaret olarak kullanılabilir. Titman ve Trueman (1986) ise kaliteli yatırım bankası ve denetim firması seçiminin, firmanın değeri hakkında yatırımcılara bilgi sağlayacağı yönünde bir işaret modeli geliştirmişlerdir. Booth ve Smith (1986)'e göre kaliteli yatırım bankası ve denetim firması seçimi ayrıca izahnamelerde açıklanan bilgilerin doğruluğuna yönelik bir işaret olarak da değerlendirilebilir.

Waymire (1984), Lev ve Penman (1990), Firth (1998) ile Cheng v Firth (2000) ise, kâr tahminlerinin firmaların değerleri hakkında önemli bir işaret olabileceğini, tahminlerin açıklanmasının yöneticiler ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azaltabileceğini ve azalan bilgi asimetrisinin de temsil maliyetlerini düşüreceğini ifade etmişlerdir.

### **2.1.1.3. Olumlu Haberleri Yayınlama ve Firma Hakkındaki Düşünceleri Düzeltme**

Bazı çalışmalarda firmaların kâr tahmini açıklama nedenleri, asimetric bilgi ve işaret teorilerinden farklı olarak, hem firmaların sahip oldukları olumlu haberleri olumsuz haberlerden ayırarak açıklama hem de yatırımcılar ile analistlerin firmalar hakkındaki düşüncelerini düzeltme çabası olarak ele alınmıştır. Skinner (1994), firmaların sahip

oldukları olumsuz haberleri ayıklamak için isteğe bağlı olarak kâr tahmini bilgilerini açıklayacaklarını ifade etmiştir.

Jovanovic (1982), Verrecchia (1983) ile Lanen ve Verrecchia (1987) tarafından ileri sürülen isteğe bağlı bilgi açıklama modellerine göre; bilgi açıklamanın maliyetinin yüksek olduğu bir ortamda, yöneticiler firmalarının değerini maksimum etmek istediklerinde olumlu bilgileri açıklayacaklar ve olumsuz bilgileri ise firma bünyesinde saklayacaklardır. Diğer taraftan Trueman (1986)'ın modeline göre, yöneticiler bilgi açıklayarak, yönettikleri firmaların gelecek dönemlerdeki performans değişikliklerini tahmin etme kabiliyetleri konusunda yatırımcılara işaret verebilirler. Bu ise firmanın piyasa değerini artırdığı için firmalar iyi haberleri açıklama eğilimi taşırlar.

Firma yöneticileri, yatırımcıların kendi firmaları hakkındaki beklentilerine yönelik bazı olumlu işaretler sunmak için kâr tahmini açıklama eğilimi taşırlar (Coller ve Yhon, 1998: 58). Bu noktadan hareketle Ajinkya ve Gift (1984), bu yöndeki motivasyonu test etmek için yöneticilerin yapmış oldukları kâr tahminlerine karşı piyasanın tepkisini ölçmüşlerdir. Araştırmacılar çalışmalarında, yatırımcıların yapmış oldukları kâr tahmini açıklamalarının menkul kıymet piyasaları tarafından, yatırımcıların oldukça düşük ya da yüksek olan beklentilerini doğrulama veya düzenleme teşebbüsü olarak algılaması durumunda, piyasanın olumlu veya olumsuz haberlere karşı fiyat tepkisinin düşük olacağını ileri sürmüşlerdir. Araştırmacılar ayrıca, yöneticilerin kâr tahmini açıklamalarının, gerçek dışı beklentiler ile ilişkili olabilecek problemlerin azaltılması noktasında etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Hutton ve diğerleri (2003), yöneticilerin geleceğe yönelik kâr tahminlerinin yanında firmalar hakkındaki olumlu haberleri açıklama eğilimi taşıdıklarını ifade etmişlerdir. Söz konusu araştırmacılara göre yöneticiler, kâr amaçlarına ulaşmak ve bu amaçla kullandıkları olumlu haberlerin güvenilirliğini artırmak için özel bir yol olarak ilave bilgi açıklamalarından faydalanırlar.

Chen ve diğerleri (2002)'ne göre ise yatırımcılar, kârların daha belirsiz olduğu yeni firmalar için, kâr tahminlerine ek olarak ilave finansal bilgi talebinde bulunurlar. Wasley ve Wu (2006)'ya göre ise yeni firmalar dış finansman sağlama konusunda daha fazla

güçlkle karşılaşırlar. Bu nedenle günlük faaliyetlerini devam ettirmek ve işletmenin devamlılığını sağlamak açısından gerekli harcamaları yerine getirmek için pozitif nakit akımı oluşturmada güçlük çekerler. Bu noktadan hareketle Frankel ve diğerleri (1995), firmaların gelecekte dış finansman sağlama imkânlarını kolaylaştırmak için kâr tahmini gibi bilgileri isteğe bağlı olarak açıklayacaklarını ileri sürmüşlerdir.

İsteğe bağlı bilgi açıklama literatürü, farklı nedenlerden dolayı firmaların, sadece olumlu haberleri değil olumsuz haberleri de açıklayabileceklerini ortaya koymuştur. Olumsuz haberlere ilişkin bir açıklamanın olmayışı firmaların bünyelerinde olumsuz haberleri barındırmadıklarını göstermez (Al-Ahmad ve Saadouni, 2006: 4).

Wasley ve Wu (2006)'ya göre kâr tahminleri hukuki riskin azaltılması konusunda anahtar bir role sahiptir. Bu açıdan bakıldığında kâr tahminleri yönetici nakit akım tahminlerinden daha fazla önemlidir. Dechow ve diğerleri (1998)'ne göre ise, olumsuz haberlere sahip ve dolayısıyla hukuki riske maruz kalma olasılığı yüksek olan firmaların kâr tahmini açıklamaları yatırımcılar açısından, nakit akımları gibi diğer finansal bilgi açıklamalarına göre daha efektif bir bilgidir. Çünkü yatırımcılar, kârı en bilgi verici performans ölçüsü olarak değerlendirirler. Buna bağlı olarak, kâr tahmini açıklamalarının yatırımcı beklentilerini şekillendirmesinin gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Sonuçta kâr tahminlerinin olumsuz haberleri yansıtma eğilimi, nakit akım tahminleri gibi diğer yönetici tahminlerine başvurmayı gerektirmeyebilir.

### **2.1.2. Kâr Tahmini Açıklamanın Faydaları**

Yöneticilerin açıkladıkları kâr tahminlerinin analistler ve yatırımcılar açısından önemli bir bilgi kaynağı olduğu noktasında genel bir kabul söz konusudur (Coller ve Yhon, 1998: 58). Buradan hareketle; ampirik çalışmalar bilgilendirme kalitesi ile hem sermaye piyasası direkt kazanımları hem de sermaye piyasası dolaylı kazanımları arasındaki ilişkiyi ortaya koymuştur. Örneğin Botosan (1997), bilgilendirme kalitesi ile hisse senedi fiyatlarındaki artış arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Healy ve diğerleri (1999) ile Botosan ve Harris (2000) ise artan likidite ve analist takibi gibi hisse senedi fiyatında artışa neden olan koşullardaki değişim ile bilgilendirme kalitesi arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bunun yanı sıra literatürde yer alan diğer bazı ampirik çalışmalarda, yönetici kâr tahminlerinin hisse

senedi fiyatları (örneğin Pownall ve Gregory, 1989; Pownall ve diğerleri, 1993), analist tahminleri (örneğin Baginski ve Hassell, 1990) ve alım-satım marjları (örneğin Coller ve Yohn, 1997) üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

Firmaların isteğe bağlı kâr tahmini açıklamalarının olası faydalarını tartışmadan önce yönetici kâr tahminlerinin bilgilisel içeriği göz önüne alınmalıdır. Çünkü; özellikle hisse senedinin fiyatlandırılmasında bilgi anahtar bir role sahiptir (Dağlı, 2009: 285).

Law ve Callum (1999) yönetici kâr tahminlerinin bilgilisel içeriğini etkin piyasa teorisi ile bağlantılı olarak açıklamışlardır. Eğer bir piyasadaki tüm fiyatlar elde edilebilen tüm bilgilere tepki gösterebiliyorsa, diğer bir deyişle, tüm bilgiler anında ve tam olarak fiyatlara yansıyor ise o piyasa bilgi açısından etkin bir piyasadır.

Etkin piyasa kavramında, yatırımcıların alım-satım kararlarında fiyatlarla ilgili bütün bilgilerin kullanıldığı varsayılır ki bu olguya etkin piyasalar varsayımı adı verilir. Dolayısıyla, etkin piyasalar varsayımı altında, bir hisse senedinin cari piyasa fiyatının kendisiyle ilgili bütün bilgileri ve gelecekle ilgili rasyonel beklentileri yansıttığı kabul edilir (Dağlı, 2009: 283).

Etkinliğin üst düzeyde olduğu hisse senedi piyasalarında, hisse senedi fiyatları her zaman mevcut bilgileri anında yansıtır. Eğer bazı bilgiler fiyatlara tam olarak yansımıyorsa veya bilginin ortaya çıkması ile fiyatlara yansımaları arasında bir gecikme meydana geliyorsa piyasa etkinlikten uzaklaşır (Dağlı, 2009: 286). Bu açıdan bakıldığında Fama (1970: 383) üç sınıf etkinlikten bahsetmiştir:

- *Zayıf Formda Piyasa Etkinliği:* Bu piyasa türünde cari fiyatlar geçmiş fiyatlara dayalı tüm bilgilere tepki gösterir. Yani hisse senetlerinin geçmiş ve gelecek fiyatları arasında herhangi bir ilişki yoktur. Mevcut bilgiler hisse senetlerinin fiyatlarına yansır. Dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatları zaman içerisinde birbirinden bağımsız hareket eder.
- *Yarı Güçlü Formda Piyasa Etkinliği:* Bu piyasa türünde fiyatlar kamu tarafından elde edilebilen tüm bilgilere tepki gösterir. Yani kamuya duyurulan bütün bilgiler hisse senetlerinin fiyatlarına yansır.

- *Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği*: Bu piyasa türünde fiyatlar kamu tarafından elde edilebilir ve elde edilemez tüm bilgilere tepki gösterir. Yani hisse senetlerinin fiyatları kamuya duyurulmuş ya da duyurulmamış (özel) tüm bilgileri yansıtır.

Uygulamaya bakıldığında piyasa etkinliğini destekleyen sonuçlar genelde yarı güçlü formda piyasa etkinliğini öne çıkarır (Officer ve Finn, 1989'dan aktaran: Law ve Callum, 1999:2). Yarı güçlü formda piyasa etkinliğinde kamunun ulaşabildiği bilgilerin tekrarlanmasına gerek yoktur. Çünkü piyasa fiyatı bu bilgilerin etkisini içermektedir (Law ve Callum, 1999: 2). Dolayısıyla, yöneticilerin isteğe bağlı tahmin açıklamalarının ilk ve en önemli etkisi hisse senetlerinin piyasa fiyatları üzerinde görülür. Gerçekte ampirik bulgular (Waymire, 1984; Han ve Wild, 1991; Keasey ve McGuinness, 1991), kâr tahminlerinin hisse senetlerinin fiyat hareketlerini etkilediğini ortaya koymuştur. Birçok sermaye bütçelemesi kararları da aynı zamanda, firmaların finansal tahminlerinden etkilenir (Yau ve Chun, 1999: 89).

Literatürde kâr tahmini açıklamanın ekonomik faydaları üzerine birçok araştırma yapılmıştır. Bu araştırmalarda esas olarak kâr tahmini açıklamanın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi üzerinde durulmuştur. Kâr tahmini açıklamanın hisse senedi fiyatları dışında firma performansı (örneğin Klein ve Bawa, 1976; Handa ve Linn, 1993), hisse senedi likiditesi (örneğin Healy ve diğerleri, 1999; Botosan ve Harris, 2000) ve analist takibi (örneğin Healy ve diğerleri, 1999; Botosan ve Harris, 2000) üzerinde de etkili olduğu yine araştırmalarda ifade edilmiştir. Buradan hareketle, kâr tahmini açıklamanın ekonomik faydalarını hisse senedi fiyatlarında artış, hisse senedi likiditesinde ve analist takibinde artış ile firma performansında artış şeklinde üç başlık altında toplamak mümkündür.

#### **2.1.2.1. Hisse Senedi Fiyatlarında Artış**

Yöneticiler kâr tahminlerini çoğunlukla isteğe bağlı olarak açıklarlar. Bununla birlikte; bazı yöneticiler, isteğe bağlı olarak tahmin edilen performansla firmaların faaliyetleri gibi iç etkenleri ve politikacılar gibi dış etkenleri birleştirmeyi seçerler. Bu bilgiler finansal tablolara göre analiz yapan yatırımcılar için önemlidir (Baginski ve diğerleri, 2004: 1). Diğer taraftan, yöneticilerin kâr tahmini açıklamaları isteğe bağlı



olduğu için, analizlerde isteğe bağlı güvenilir bilgi açıklamaları ve daha yüksek hisse senedi fiyatı arasındaki ilişki temel alınır. Açıklanan bilginin güvenilirliği ve hisse senedi fiyatı arasındaki ilişki literatürde iki şekilde açıklanmıştır:

- Merton (1987), King ve diğerleri (1990) ile Diamond ve Verrecchia (1991) bu ilişkiyi artan likiditenin özsermaye maliyetini azaltması olarak açıklarlar.
- Handa ve Linn (1993) ile Clarkson ve diğerleri (1996) ise bu ilişkiyi hisse senedi fiyatları için hesaplama riskindeki azalma ile açıklarlar.

Bettis (1983), bir proje ya da strateji hakkında ilave bir bilgi açıklamanın firmanın değerini pozitif olarak etkilediğini iddia etmiştir. Birçok finans teorisi de, bilgi açıklama ve firma performansı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu vurgulamıştır. Bu teorilerde (Klein ve Bawa, 1976; Handa ve Linn, 1993) ileri sürülen temel düşünce, bilgi açıklamanın nakit akım tahminleri ile ilgili belirsizliği azaltarak, piyasa fiyatını etkileyeceği üzerine oturtulmuştur. Daha fazla bilgi edinme, yatırımcılara hatasız tahmin yapma yönünde daha büyük avantaj sağlar. Yatırımcılar, riskten kaçınmayı tercih etmelerine bağlı olarak daha fazla bilgi elde etmek için prim ödemeyi kabul ederler. Bununla birlikte stratejik yönetim açısından bakıldığında; Darrough (1993)'a göre bilginin kamuya açıklanması, piyasa katılımcılarının bu bilgiyi kendi avantajları doğrultusunda kullanmaları durumunda firmaya zarar verebilir.

Baginski ve diğerleri (1993)'ne göre, hisse senetleri fiyatları hem kâr tahmini açıklamalarından hem de kâr tahmini açıklama şeklinden etkilenir. Araştırmacılara göre nokta tahminler, aralık tahminlere kıyasla hisse senetleri fiyatları üzerinde daha çok etkilidir. Bununla birlikte, Pownall ve diğerleri (1993) ile Atiase ve diğerleri (2005), tahmin şekli ve hisse senedi fiyatı ilişkisi üzerine yaptıkları araştırmalarında, tahmin şeklinin hisse senetleri fiyatları üzerinde etkili olduğu yönünde bir bulgu elde edememişlerdir. Ortaya çıkan bu sonuç, Hirst ve diğerleri (1999) tarafından yapılan çalışmada elde edilen ve önceki tahminlerden elde edilen doğruluk düzeyinin tahmin şeklinin üzerinde belirleyici bir rol üstleneceği sonucunu doğrulayıcı bir durum olarak değerlendirilebilir. Zira Hirst ve diğerleri (1999), yatırımcıların sadece, önceki tahminlerden elde edilen doğruluk düzeyinin yüksek olduğu durumlarda tahmin şeklini göz önüne alacakları sonucuna ulaşmışlardır.

Law ve Callum (1999)'a göre yöneticiler, firmaları ile ilgili tüm içsel bilgilere sahip oldukları için, kâr tahmini yapma konusunda en iyi pozisyona sahip kişilerdir. Yönetici kâr tahminleri, yatırımcıların karar vermeleri açısından ilgili ve yararlı bilgiler içerir. Araştırmacılara göre, yöneticilerin bu tür bilgi açıklamaları, halka açık şirketlere ait hisse senetlerinin fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.

### **2.1.2.2. Hisse Senedi Likiditesinde ve Analist Takibinde Artış**

Botosan (1997), analist takibinin düşük olduğu firmalarda bilgilendirme düzeyi arttıkça firmanın özsermaye maliyetinin azaldığını iddia etmiştir. Araştırmacı ayrıca, analist takibinin yüksek olduğu firmalar için bilgilendirme ile özsermaye maliyeti arasında bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Sengupta (1998) ise, analistler tarafından bilgilendirme kalitesi puanının<sup>4</sup> yüksek olduğu firmaların borç maliyetlerinin daha düşük olduğunu ifade etmiştir.

Healy ve diğerleri (1999) artan bilgilendirme düzeyinin hisse senedi likiditesinin yükselmesine ve analist takibinin artmasına yol açtığını ifade etmişlerdir. Araştırmacılar, ayrıca, hisse senedi performansının bilgilendirme düzeyindeki artış ile ilişkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Leuz ve Verrecchia (2000), artan bilgilendirme düzeyinin, yönetici ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azalttığı ve bu nedenle firmalar için ekonomik açıdan faydalı olduğu görüşünü destekleyen ampirik bulgular elde etmişlerdir. Söz konusu araştırmacılar bilgi asimetrisi ölçüsü olarak alım-satım marjlarını ve hisse senedi devir hızını kullanmışlardır. Araştırma sonucunda, daha küçük marjların ve daha yüksek devir hızının bilgilendirme düzeyindeki artışın bir sonucu olduğunu ortaya koymuşlardır.

Healy ve Palepu (2001)'ya göre bilgilendirmenin; sermaye maliyetinin azaltılması, hisse senedi likiditesinin artırılması ve analistlerin takibinin geliştirilmesi şeklinde üç temel sonucundan söz edilebilir. Mensah ve diğerleri (2003) ise çalışmalarında, bilgilendirme

---

<sup>4</sup> Bilgilendirme kalite puanı; "Yatırım Yönetimi ve Araştırmaları Birliği (Association for Investment Management and Research)" tarafından oluşturulan ve firmaların kazanç yönetimi seviyelerini ölçmek amacıyla, firmaların isteğe bağlı bilgilendirme düzeyleri dikkate alınarak hesaplanan bir ölçümdür (Lobo ve Zhou, 2001: 2).

düzeyinin diğ er bir etkisinin analistin tahmin dağılımındaki azalma oldu ğ u sonucuna ulaşmışlardır.

### **2.1.2.3. Firma Performansında Artış**

Literatürde yapılan araştırmalar, isteğ e bağ lı kâr tahmini açıklamanın diğ er önemli etkisinin firma performansı üzerinde görüldü ğ ünü ortaya koymuştur.

Bettis (1983) ve Peavy (1984)'ya göre bilgilendirme düzeyi arttıķça firmalar bundan kazançlı çıkarlar. Yapılan araştırmalar incelendiğ inde bunun nedenini dört faktöre bağ lamak mümkündür. İlk olarak Mensah ve diğ erleri (2003)'nin ifade ettikleri gibi, kamunun daha fazla bilgilendirilmesi hisse senetlerinin fiyatlandırılmasında ortaya çıkabilecek hataları azaltabilir. Araştırmacılar bu durumu, firma yönetimi ve yatırımcılar arasındaki azalan bilgi asimetrisinin potansiyel yatırımcıların hesaplama riskini azaltmasına bağ lamışlardır. Handa ve Linn (1993) ile Clarkson ve diğ erleri (1996)'ne göre ise bu sonuç daha sonra öz sermaye maliyetini azaltır.

İkinci olarak, bilgi açıklama hisse senetlerinin likiditesini artırabilir. Bu durum özellikle bilgilendirilmiş ve bilgilendirilmemiş yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azaltabilir. Böylece yatırımcılar menkul kıymet fiyatları üzerinde mutabık kalabilirler ve buna bağ lı olarak da Diamond ve Verrecchia (1991)'ya göre, yatırımcılar belirli bir firmanın hisse senetleri üzerinde büyük bir sahiplik yüzdesi elde etme isteğ inde olabilirler.

Üçüncü olarak Jensen ve Meckling (1976)'e göre bilgi açıklama, temsil maliyetlerini azaltabilir. Muhasebe bilgilerinin genelde yönetici davranışlarını kontrol etmek ve izlemek için kullanıldığ ı göz önüne alındığ ında, yöneticiler ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi daha fazla bilgi açıklayarak azaltılabilir. Bunun yanı sıra, Schrand ve Verrecchia (2004)'ya göre, daha çok bilgi açıklama sermayenin maliyetini azaltabileceğ i gibi sermayenin daha etkin dağıtımının yolunu da açabilir.

Son olarak Leland ve Pyle (1977) tarafından geliştirilen işaret teorisi, artan bilgi açıklama düzeyinin pozitif etkisine vurgu yapar. Yüksek kaliteli firmalar kendi firmalarının diğ erlerinden daha üstün oldu ğ u konusunda yatırımcılara işaret vermek

isteyecekleri için, bilginin açıklanması kalite hakkında bir işaret olarak değerlendirilebilir. Bu durum yatırımcıların, firmaların ilk halka arz aşamasında bilgi açıklama yönündeki eğilimlerini, daha yüksek uzun dönemli performans beklentilerine temel oluşturacak bir işaret olarak kullandıkları anlamına gelebilir. Bunun yanısıra Welch (1989), firmadan gelen pozitif bir işaretin daha yüksek piyasa değerine imkân sağladığını ifade etmiştir.

Bu araştırmalarda ortaya konan iddialar, modern finans teorisinin bilgi açıklama ve firma performansı arasında pozitif yönde bir ilişki olduğu varsayımına dayanak oluşturmaktadırlar. Bu açıdan bakıldığında izahnamelerde bilgi açıklama düzeyinin ilk halka arz firmasının değeri ve performansı ile pozitif ilişkili olması beklenir.

Hayn (1995) ile Graham ve diğerleri (2005) ise yöneticilerin tahmin açıklama davranışlarını yatırımcı talepleri açısından değerlendirmişlerdir. Araştırmacılara göre analistler tarafından zarar tahmini yapılan firmaların nakit akım tahminleri yayınlama eğilimlerinin daha yüksek olması beklenir. Çünkü zarar söz konusu olduğu durumda kârlar, firmanın gelecekteki performansı konusunda daha az tahmin gücüne sahiptir (Wasley ve Wu, 2006: 394). Bu nedenle yatırımcılar, nakit akım bilgileri gibi ilave finansal bilgilerin açıklanmasını talep ederler.

Firmalar için açıklanacak bilgi miktarına karar verme konusunda, hasılat ve maliyet açısından bir denge söz konusudur. Bu denge, sadece yasalarla zorunlu tutulan bilgilerin açıklanmasıyla, yasalarla zorunlu tutulan bilgilere ilave olarak farklı bilgilerin açıklanması arasındaki kâr ve maliyet dengesidir. Bu durum, bilgilendirme stratejisinin, yasalarda ifade edilen açıklanması zorunlu bilgilerin yanında ilave olarak açıklanacak bilgilere karar vermeyi kapsadığı düşüncesini destekler. Söz konusu denge artan bilgilendirme nedeniyle karşı karşıya kalınan maliyetten ve bunu takip eden kârdan kaynaklanır (Healy ve Palepu, 1993: 5). Healy ve Palepu (1993)'ya göre bilgi açıklamanın fayda ve maliyeti bir arada söz konusu olduğunda ilk halka arz firması, yasalarda zorunlu bilgilendirmeleri aşan bilgi açıklama düzeyini optimize eden bir bilgi açıklama stratejisi geliştirebilir. Bu nedenle bilgi açıklama ile firma değeri ve performansı arasında ters yönlü U biçiminde bir ilişki olduğu varsayımı söz konusu olmaktadır. Bu parabolik ilişkide rasyonel firma, etkin bir fiyatlandırma için yeterli düzeyde bilgi açıklama eğilimi içerisinde olacaktır. Bununla birlikte firma ne çok ne de az detaylı bir bilgi açıklama stratejisi seçmelidir. Bazı bilgi

açıklamaları sermaye maliyetini azaltmak için faydalı iken; çok fazla bilgi açıklama organizasyonu zarara sokar ve yatırımcıları firmanın rekabetçi yapısı konusunda endişeye sevk eder. Beatty ve Ritter (1986) de ilk halka arz firmalarının sahip oldukları özel bilgilerin detaylı açıklamalarını rakiplerden dolayı yapmadıklarını, bununla birlikte, açıklanan bilginin miktarını optimum noktaya ulaşacak şekilde düzenlediklerini ifade etmişlerdir.

Bu noktada, isteğe bağlı tahmin açıklamanın ekonomik faydaları ile birlikte olası maliyetlerinin de göz önüne alınmasında yarar vardır.

### **2.1.3. Kâr Tahmini Açıklamanın Maliyetleri**

İsteğe bağlı bilgi açıklamalarının kazanımlarının yanı sıra bazı maliyetleri de söz konusudur. Firmalar; bilgi açıklamaya engel durumların olduğu veya maliyetlerin bilgi açıklamadan sağlanacak faydayı aştığı durumlarda bilgi açıklamaktan kaçınacaklardır. Firmaların bilgi açıklamaktan kaçınmalarına yol açan durumlar şu şekilde ifade edilebilir (Law ve Callum, 1999: 16);

- Rekabet avantajı kaybı; bilgi açıklama, bilgiyi açıklayan firmanın faaliyette bulunduğu sektördeki rakip firmalar açısından faydalı bilgiler sağlayabilir. Bu da bilgiyi açıklayan firmalar için rekabet avantajı kaybına neden olur.
- Açıklanan bilgi, bilgiyi açıklayan firmanın piyasa değerinin olması gerekenin altında olduğunu ortaya koyabilir. Bu durum, bilgi açıklamanın, bilgi açıklayan firma ile ilgili olumsuz haberlerden ziyade olumlu haberlerin söz konusu olması durumunda kullanılacak bir durum olduğunu ifade eder.
- Yasal maliyetler; şirketler hukuku içerisinde yer alan hukuki tehlikeler bilgi açıklamaya engel bir durumu ifade eder. Bu ise bilgi açıklamanın olası yasal maliyetlerine işaret eder.

Bettis (1983) ile Elliott ve Jacobson (1994)'a göre açıklanan bilgiler bazen rekabet anlamında da değer taşırlar ve bu anlamda söz konusu bilgiler rakipler tarafından kullanılabilirler. Verrecchia (1983), Darrough (1993) ile Healy ve Palepu (2001)'ya göre bu çerçevede açıklanan bilgi, firmaların rekabetçi pozisyonlarına zarar verir. Diğer bazı

araştırmacılar (örneğin Bettis, 1983) ise bu duruma bağlı olarak bilgi açıklamanın negatif etkisi üzerinde durmuşlardır.

Bushman ve Smith (2003)'e göre sermaye piyasasının bilgi dinamikleri çoğunlukla ülke yönetimleri tarafından Őekillendirilir. Bu durumda firmaların raporlama maliyetleri getiriler üzerinde belirleyici bir faktördür. Benzer Şekilde Roe (2003), firmaların raporlama içeriği ile kalitesinin ve bunun hisse senedi piyasası katılımcıları tarafından kullanılmasından kaynaklanan etkinliğin ülkelerin yönetim rejimlerinin bir sonucu olduğunu ifade etmiştir.

Lees (1981) yöneticiler tarafından yapılan yanlış tahminlerin, hisse senedi piyasasında yatırımcıların, bu firmaları istikrarsız ve riskli görmeleri gibi olumsuz tepkilerine neden olabileceğini ifade etmiştir. Bu görüşe paralel olarak Philips ve diğerleri (2003) kr yönetiminin, krlarda olası bir azalma tahmin edildiği durumlarda kr kayıplarından kaçınma yönünde kullanılan bir araç olduğu Şeklinde bulgular ortaya koymuştur. Benzer bir görüşü ifade eden Matsumoto (2002) ise beklenmedik kr gerekleşmelerinden kaçınma noktasında, tahminleri aşağı yönlü olarak belirleme veya kârları yukarı yönlü olarak yönetme Şeklinde iki ayrı kazanç yönetim mekanizması önermiştir.

Francis ve diğerleri (1994) ile Skinner (1997)'e göre ileriye yönelik olarak açıklanan özel bilgilerin doğru olmaması durumunda, firma ve firma yöneticileri itibar kaybına ve muhtemel bazı hukuki risklere maruz kalırlar. Bu durumda ileriye yönelik bilgi açıklamanın maliyetlerinin yüksek oluşu firma yöneticilerinin bu bilgileri, maliyetlerin minimum olduğu zamanlarda açıklamalarına yol açar.

Kasznik (1999) ile Gramlich ve Sorensen (2004), ilk halka arz yılına ilişkin kâr tahminlerini açıklayan firma yöneticilerinin, tahminleri karşılayacak Şekilde açıklanan kârları yönettiklerini tespit etmişlerdir. Bu nedenle kr tahminlerinin isteğe bağlı olarak açıklanması, ilk halka arz yılını takip eden yıldaki kârları manipüle etme yönünde yöneticilerde bir eğilim oluşturabilir. Gerçekten de ilk halka arz izahnamelerinde kr tahminlerini açıklayan firmaların, halka arzı takip eden yılda, kr yönetiminde, tahmin açıklamayan firmalardan farklılaşması beklenir (Cormier ve Martinez, 2006: 211).

#### **2.1.4. Kar Tahmini Açıklama Süreci**

Wiedman (2000), isteğe bağlı bilgi açıklama sürecinin; isteğe bağlı bilgi açıklama çevresi, isteğe bağlı bilgi özellikleri ve isteğe bağlı bilgi etkisi şeklinde birbirini takip eden üç aşamadan oluştuğunu ifade etmiştir. İsteğe bağlı bilgi açıklama çevresi, bilgi açıklama kararının verildiği çevrenin özelliklerine işaret eder. İsteğe bağlı bilgi özellikleri açıklanan bilginin türü, zamanlılığı ve güvenilirliği gibi çeşitli özelliklerini ortaya koyar. İsteğe bağlı bilgi açıklama etkisi ise, açıklanan bilginin sermaye maliyeti, temsil maliyetleri ve likidite gibi sermaye piyasalarını ilgilendiren sonuçları ile ilgilidir.

Hirst ve diğerleri (2008), Wiedman (2000) tarafından şekillendirilen tahmin açıklama sürecini alt başlıklar altında detaylandırarak ele almışlardır. Hirst ve diğerleri (2008) tarafından ele alınan ve yönetici kâr tahminleri için kullanılan tahmin açıklama sürecine ilişkin iskelet yapı Şekil 1' de gösterilmiştir. Bu yapıya göre halka arzlarda kâr tahmini açıklama süreci üç aşamadan oluşur.

##### **2.1.4.1. Tahmin Öncesi**

Hirst ve diğerleri (2008) tahmin öncesini, yöneticinin bir kâr tahminini açıklamaya karar verdiği anda var olan koşullar olarak açıklamışlardır. Bu araştırmacılara göre tahmin öncesi var olan koşullar, yöneticinin kâr tahminini açıklayıp açıklamama kararı, yöneticinin açıklayacağı kâr tahmininin özelliklerinin seçimi ve tahmin sonuçları üzerinde etkili olabilir. Hirst ve diğerleri (2008) tahmin öncesini iki temel kategoriye ayırmıştır. Bunlardan birincisi, yasal ve düzenleyici çevrenin özellikleri ile analizci ve yatırımcı çevresinin özelliklerini içine alan tahmin çevresidir. İkinci temel kategori ise, bilgi asimetrisi, bilgi açıklama için ortaya konan ön taahhütler, firmaya özgü hukuki risk, yönetsel teşvikler, önceki tahmin davranışları ve özel maliyetleri içine alan tahminci özellikleridir.

Hirst ve diğerleri (2008)'ne göre firmalar, genellikle kısa dönemde, tahmin yapılan dönem öncesi faaliyet dönemi içerisinde oluşmuş belirli özellikleri üzerinde çok sınırlı bir kontrol gücüne sahiptirler. Ancak firmalar bu geçmiş özelliklerini uzun dönemde etkileyebilir ya da değiştirebilirler. Örneğin; bir firmanın tahmin dönemindeki itibarı

üzerinde, tahmin yaptığı dönemden önceki faaliyet dönemlerine ilişkin tahminlerinden elde edilen tahmin doğruluğu etkilidir. Tahmin döneminden önceki faaliyet dönemlerine bağlı olarak gelişen bu itibar ise normal olarak geniş bir zaman döneminde elde edilir ve genelde hızlı değişme özelliği göstermez. Bununla birlikte geçmiş faaliyet dönemi için elde edilmiş bu ve benzeri özellikler, tahmin özelliklerini ve tahmin sonrası oluşan sonuçları etkiler.

#### **2.1.4.1.1. Tahmin Çevresi**

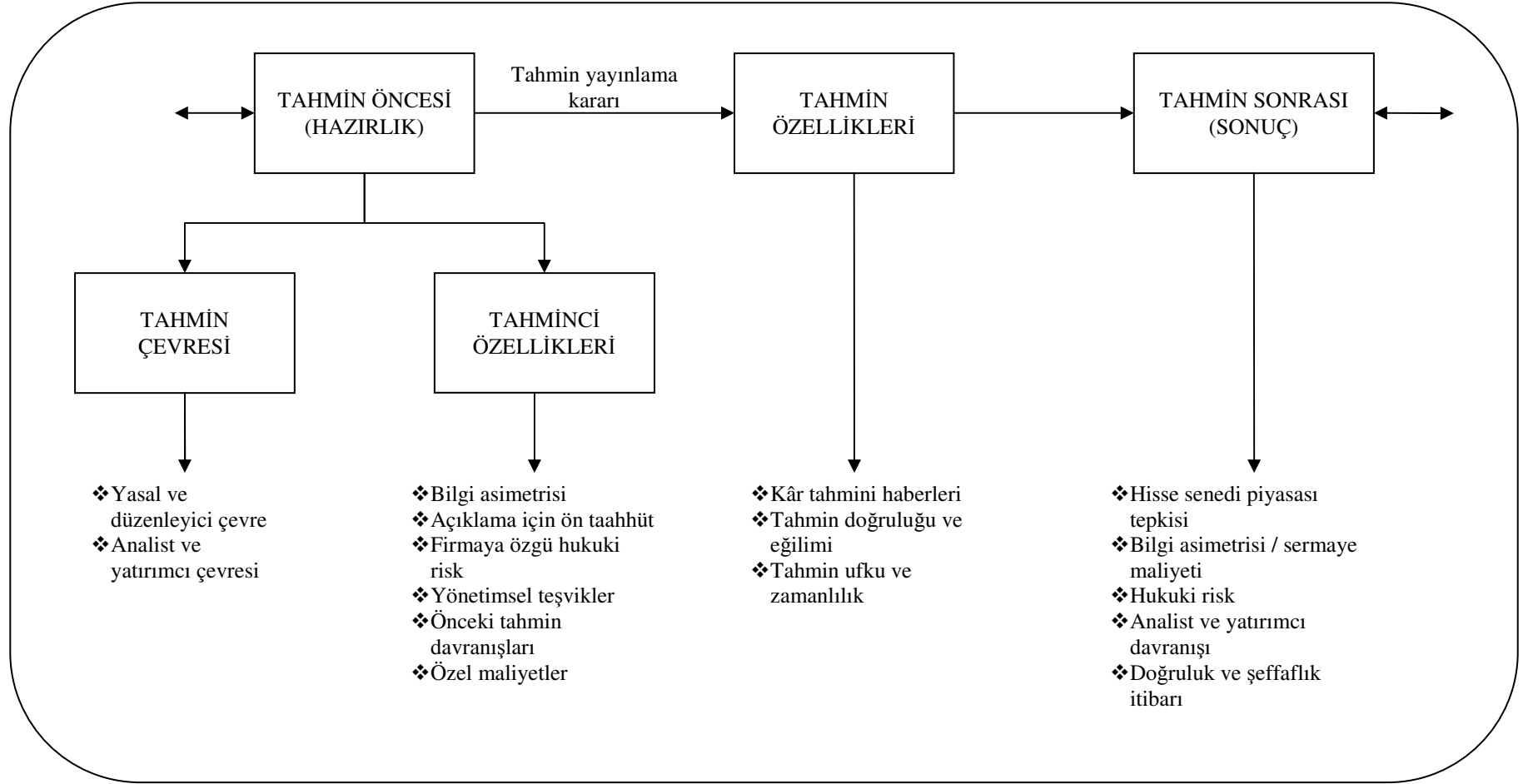
Wiedman (2000) tarafından geliştirilen ve Hirst ve diğerleri (2008) tarafından genişletilen tahmin sürecinin ilk parçası tahmin çevresidir. Tahmin çevresi, tahminin yapıldığı çevreyi ifade eder. Hirst ve diğerleri (2008)'ne göre tahmin çevresi iki unsurdan oluşur. Bunlardan birincisi yasal ve düzenleyici çevre, diğeri ise analist ve yatırımcı çevresidir.

*Yasal ve Düzenleyici Çevre:* Tahmin yapılan çevrede bulunan yasal ve düzenleyici unsurlar tahmin çevresi içerisinde değerlendirilmektedir. Yönetici kâr tahminleri isteğe bağlı açıklamalar olmasına rağmen, yasal ve düzenleyici çevreler firmaların yapmış oldukları kâr tahmin türlerini ve kâr tahminlerinin yayınlandığı kanalları etkileyebilirler. Örneğin ABD Sermaye Piyasası Kurumu SEC (Securities and Exchange Commission), 1973 yılında firmaların düzenleyici belgeleri içerisinde geleceğe yönelik bilgiler bulundurmalarına izin vermiştir. SEC, 1979 yılında firmalara, geleceğe yönelik bilgileri yayınlamaları sürecinde karşılaşacakları gereksiz hukuksal düzenlemelerin kaldırılması konusunda çeşitli güvenceler vermiştir. Daha sonra, 1996 yılında, Özel Menkul Kıymet Davaları Reform Yasası (Private Securities Litigation Reform Act) ile bu güvenceler biraz daha geliştirilmiştir. SEC tarafından yapılan bu düzenlemeler, yasal ve düzenleyici çevrelerin tahmin davranışlarına etkisine işaret eden örneklerdir.

Baginski ve diğerleri (2002) yönetici kâr tahminlerini dikkate alarak gerçekleştirdikleri çalışmalarında ABD ve Kanada piyasalarında yasal düzenlemelerin isteğe bağlı tahmin açıklamaları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırmacılar, ülkenin tahmin açıklamaya ilişkin yasal düzenlemelerindeki bazı farklılıklardan dolayı, yöneticilerin isteğe bağlı tahmin açıklamalarının bu iki ülke arasında farklılık gösterdiğini ortaya koymuşlardır.



**Şekil 1: Tahmin Açıklama Süreci**



**Kaynak:** Hirst ve diğerleri, 2008: 320

*Analist ve Yatırımcı Çevresi:* Tahmin çevresi içerisinde değerlendirilen bir konu ise analist ve yatırımcı çevresidir. Analist ve yatırımcı davranışları olarak da değerlendirilen bu iki faktör, yöneticilerin tahmin yayınlayıp yayınlamama kararlarını etkiler. Healy ve diğerleri (1999) ve Ajinkya ve diğerleri (2005), yatırımcı ve analistlerin kâr tahminleri gibi geleceğe yönelik bilgileri talep edeceklerini ve bilgi açıklamaya yönelik politikalara sahip firmalara yatırım yapma eğilimi içerisinde olacaklarını ifade etmişlerdir.

#### **2.1.4.1.2. Tahminci Özellikleri**

Wiedman (2000) tarafından geliştirilen ve Hirst ve diğerleri (2008) tarafından genişletilen tahmin sürecinin diğer bir parçası ise tahminci özellikleridir. Birçok faktör tahminci özellikleri kapsamında tahmin sürecine etki eder.

*Bilgi Asimetrisi:* Tahminci özellikleri içerisinde değerlendirilen konulardan ilki yöneticilerin bilgi asimetrisine ilişkin tutumlarıdır. Firmaların kâr tahminlerini yayınlamaları konusundaki istekleri genellikle hisse senedi sahiplerinin bu tahminlere olan talepleri ile benzerlik gösterir. Verrecchia (2001)'ya göre her iki durumda da amaç, hem yönetici ve analistler hem de cari ve potansiyel yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin azaltılmasıdır. Düşük bilgi asimetrisi; Diamond ve Verrecchia (1991)'ya göre yüksek likidite ve Leuz ve Verrecchia (2000)'ya göre ise düşük sermaye maliyeti ile ilgili olduğu için arzu edilen bir durumdur.

Literatürde yapılan çalışmalar, bilgi asimetrisi ve firma davranışı arasında bir ilişki olduğu yönündeki düşünceleri destekler. Örneğin Coller ve Yohn (1997)'a göre yönetici kâr tahminlerini yayınlayan firmalar, bu tür tahminleri yayınlamayan firmalara göre daha düşük bilgi asimetrisine sahiptirler. Tahmin açıklamanın etkisini belirtecek şekilde, firmalar kâr tahminlerini yayınladıkça bilgi asimetrisinde bir azalma olduğu çalışmalarda ortaya konulmuştur. Diğer taraftan yöneticiler bilgi asimetrisinin azaltılmasını her zaman istemezler. Çünkü; Shleifer ve Vishny (1989)'e göre, daha düşük bilgi asimetrisinin izleme ve izleme maliyetini artırması durumunda, yöneticiler bilgi asimetrisinin azaltılmasını istemezler.

*Bilgi Açıklama İçin Ön Taahhüt:* Tahminci özellikleri ile ilgili diğer bir konu, bilgi açıklamaya yönelik ön taahhütlerdir. Leuz ve Verrecchia (2000), bilgi açıklamaya yönelik olarak yapılacak ön taahhütlerin, firmanın sermaye maliyetine ilişkin bilgi asimetrisi bileşenlerini azaltacağını ileri sürer. Botasan ve Haris (2000)'e göre yöneticiler bilgi açıklamaya yönelik ön taahhütlerini ortaya koymalarına rağmen, bilgi açıklamaya süreklilik kazandırdıkları durumda ön taahhütlerini avantaja dönüştürebileceklerdir. Yöneticilerin tahminlerin yayınlanması ve bunlara süreklilik kazandırılması noktasında seçebilecekleri değişik yöntemler vardır. Bazı firmalar çeyrek dönemlik veya yıllık bazda düzenli bir tahmin yayınlama politikasını benimserken, diğer bazı firmalar ise düzensiz bir tahmin açıklama politikasını özümserler.

Literatürde yapılan çalışmalar tahmin sürekliliği ile ilgili birçok düzenlemeyi ele almıştır. Düşük kâr değişkenliğine sahip firmalar, yüksek kâr değişkenliğine sahip firmalara göre daha sıklıkla tahmin yayınlamalar (Waymire, 1985: 269). Ayrıca daha güçlü kurumsal yönetim seviyesine sahip firmalar daha sıklıkla tahmin yayınlama eğilimi taşırlar (Ajinkya ve diğerleri, 2005: 343). Diğer taraftan bazı araştırmacılar tahmin açıklama aralığının ya da tahmin sürekliliğinin firma performansı ile ilişkili olduğunu ifade etmişlerdir. Miller (2002), tahmin açıklama sıklığının, kârların artış gösterdiği dönemlerde yükseldiğini ve kârlardaki artışın bittiği dönemlerde ise düştüğünü ileri sürmüştür.

*Firmaya Özgü Hukuki Risk Düzeyi:* Tahminci özellikleri ile ilgili ele alınan diğer bir konu ise firmaya özgü hukuki risk düzeyidir. Firmaya özgü hukuki risk düzeyi, firmaların tahmin yayınlayıp yayınlamamaları konusunda etkili diğer bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Skinner (1997)'e göre yöneticiler, kendileri ve firmaları hakkında olumsuz haberlerin söz konusu olduğu dönemlerde, ortaya çıkması muhtemel hukuki davalar ve bu davaların maliyetlerinden kaçınmak amacıyla daha sıklıkla kâr tahminlerini yayınlamalar. Firmaya özgü hukuki riski belirlemeye yönelik çalışmalarda (örneğin Brown ve diğerleri, 2005; Rogers ve Stocken, 2005; Field ve diğerleri, 2005) ele alınan modellerde çeşitli değişkenler kullanılmıştır. Firmaya özgü hukuki riskin artışıyla ilişkilendirilen bu değişkenler;

- (1) Firma büyüklüğü,
- (2) Getirilerin değişkenliği,

(3) Hisse senedi fiyatlarında büyük oranda düşüslere neden olacak olumsuz haberler,

(4) Firmanın bağılı olduğı endüstri koludur.

Söz konusu araştırmalarda, firma büyüklüğünün, getirilerdeki değışkenliğin ve firma hakkındaki olumsuz haberlerin firmaya özğü hukuki risk düzeyi ile doğıru orantılı olduğı şeklinde sonuçlar elde edilmiştir.

Araştırmalar genelde, hukuki risk seviyesinin tahminleri yayınlama kararını etkilediğine işaret ederler. Cao ve Narayanamoorthy (2005), yüksek hukuki riske maruz kaldıklarında kendileri ile ilgili olumsuz haberlerin söz konusu olduğı firmaların, kendileri ile ilgili olumlu haberlerin söz konusu olduğı firmalara göre, kâr tahminlerini yayınlama yönünde daha yüksek bir eğilim taşıdıklarını ifade etmişlerdir. Brown ve diğerleri (2005) ise, haklarında olumlu veya olumsuz haberlerin söz konusu olduğı firmaların tahmin açıklamaları halinde daha yüksek hukuki risk düzeyine maruz kalacakları görüşünü ileri sürmüşlerdir. Araştırmacılar, hukuki riski kontrol altına aldıktan sonra, haklarında olumsuz haberlerin söz konusu olduğı firmaların, haklarında olumlu haberlerin söz konusu olduğı firmalara göre kâr tahmini açıklama konusunda daha yüksek bir eğilim taşıdıklarını ifade etmişlerdir. Söz konusu araştırmacıların ulaştığı sonuçlar, Kasznik ve Lev (1995) tarafından elde edilen sonuçlarla benzerlik göstermektedir.

*Yönetimsel Teşvikler:* Yönetimsel teşvikler, tahminci özellikleri kapsamında ele alınan diğer bir faktördür. Yöneticiler, kendileri ile hem analistler hem de yatırımcılar arasında var olan bilgi asimetrisini azaltmak amacıyla, kâr tahminlerini yayınlama yönünde oldukça isteklidirler. Bununla birlikte, bazen yöneticiler, tamamen kendi ilgi ve teşviklerine bağılı olarak kâr tahminlerini yayınlarlar. Firmalar açısından, hisse senedine dayalı teşvikler gibi farklı yönetimsel teşvikler söz konusudur. Araştırmalara göre bu tür teşvikler yöneticilerin tahmin davranışlarını etkiler. Nagar ve diğerleri (2003) hisse senedi teşviklerinin daha yüksek olduğı yöneticilerin, hisse senetlerinin yanlış fiyatlandırılmasından kaynaklanacak servet kaybından kaçınmak için daha sıklıkla tahmin yayınlayacaklarını ifade etmişlerdir.

*Geçmiş Tahmin Davranışları:* Tahminci özellikleri kapsamında değerlendirilen diğer bir faktör geçmiş tahmin davranışlarıdır. Firmaların geçmiş tahmin davranışlarının, yöneticilerin tahmin davranışları üzerinde etkisi söz konusudur. Doğruluk, tahmini değerlerin gerçekleşen kâr değerlerinden sapması olarak ölçülür. Graham ve diğerleri (2005), yöneticilerin doğru ve şeffaf raporlama konusunda itibar oluşturmak ve oluşturulan itibarı geliştirmek için kâr tahminlerini de içine alacak şekilde isteğe bağlı bilgi açıklamalarında bulduklarını ileri sürmüşlerdir. Bu görüşü destekler şekilde Williams (1996) ile Hutton ve Stocken (2007), önceki dönemlerde elde edilen tahmin doğruluğunun mevcut durumda yapılan tahminlerin güvenilirliğini ve inandırıcılığını etkileyeceğini ifade etmişlerdir.

*Özel Maliyetler:* Özel maliyetler de yine tahminci özellikleri kapsamında değerlendirilen bir faktördür. Yöneticilerin kâr tahmini açıklamalarının çeşitli faydalarının yanı sıra maliyetleri de söz konusudur. Verrechia (1983), özel maliyetlerin, yöneticilerin, kâr tahminleri de dahil olmak üzere, genel anlamda gelecek dönemlere ilişkin isteğe bağlı tahmin açıklamaları konusunda önemli bir caydırıcı güç olduğunu ifade etmiştir.

Tüm bu açıklamalar ışığında tahmin öncesi dönemdeki koşulların, yöneticilerin tahmin açıklama kararlarını etkileyebileceği sonucu ortaya çıkmaktadır. Tahmin öncesi var olan koşulların bazıları (yasal ve düzenleyici çevre, yatırımcılar) firmanın dışında, bazıları (tahminci özellikleri) ise firmanın içerisinde var olan koşulları ifade eder. Tüm bu koşullar yöneticilerin tahmin açıklama kararlarını etkiler. Bazı istisnalar olmakla birlikte, ifade edilen bu koşullar kısa vadede kolayca değişme özelliği göstermezler.

#### **2.1.4.2. Tahmin Özellikleri**

Tahmin özellikleri, kâr tahminlerini de içine alacak şekilde genel anlamda yapılan tahminlerin özelliklerini ifade eder. Tahmin özellikleri ile ilgili olarak birçok faktörün tahmin süreci içerisindeki fonksiyonu ve etkisi araştırılmıştır.

*Kâr Tahmini Haberleri:* Tahmin özellikleri ile ilgili olarak tahmin süreci içerisindeki etkisi araştırılan faktörlerden biri kâr tahmini haberleridir. Yöneticiler tahminleri ile ilgili tüm haberleri kontrol edemediklerinden dolayı, içinde buldukları dönemle ilgili tahmin

açıklama kararı ve açıklanacak tahmin miktarı üzerinden bir kontrol mekanizması geliştirebilirler. Tahminin olumlu olması, tahminin piyasa beklentilerini aştığını; tahminin olumsuz olması, piyasa beklentilerinin altında kaldığını, tahminin nötr bir nitelik taşıması ise piyasa doğrultusunda bir tahmin olduğuna işaret eder (Hirst ve diğerleri, 2008: 325).

*Tahmin Doğruluğu ve Eğilimi:* Tahmin doğruluğu ve eğilimi tahmin özellikleri çerçevesinde değerlendirilen diğer bir faktördür. Tahmin açıklama kararı verildiğinde yöneticiler doğru tahminler yapmaya gayret gösterebilirler ya da stratejik olarak istenilen sonuçları elde edecek tahminler yapmaya gayret gösterebilirler. Çalışmalar farklı değişkenlerin tahmin doğruluğu ile ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Örneğin Chen (2004) tahmin tecrübesi daha fazla olan yöneticilerin daha doğru tahminler yapabileceğini ifade etmiştir.

Yöneticilerin iyimser ya da kötümser yönde tahmin yapmaları piyasa katılımcılarının beklentilerini etkiler. Yöneticilerin kötümser tahmin yapmaları piyasa katılımcılarının beklentilerini aşağı yönde revize etmelerine neden olur (Hirst ve diğerleri, 2008: 326).

*Tahmin Şekli:* Tahmin sürecinde, tahmin doğruluğu ve eğilimlerinin yanı sıra tahmin şeklinin de etkisi söz konusudur. Yöneticiler kâr tahminlerini nitel veya nicel yöntemlerle yayınlatabilirler. Nitel tahminler sayısal olmayan (örneğin gelecek dönemin kârı bu dönemin kârından çok olacak gibi) tahminleri içerir iken, nicel tahminler nokta, aralık, minimum veya maksimum beklentiler şeklinde sayısal tahminleri içerir. King ve diğerleri (1990)'ne göre tahmin şekli, yöneticilerin gelecekle ilgili beklentilerinin hassaslığını ortaya koyar. Aralık tahminlerine göre daha hassas olan nokta tahminleri yöneticilerin gelecek dönemlere ilişkin daha kesin beklentilerine işaret eder (Hughes ve Pae, 2004: 276 ).

*Tahmin Ufku ve Zamanlılığı:* Wiedman (2000) tarafından geliştirilen ve Hirst ve diğerleri (2008) tarafından genişletilen tahmin süreci içerisinde, tahmin özellikleri kapsamında değerlendirilen diğer bir faktör tahmin ufku ve zamanlılığıdır. Yöneticiler tahminlerini kapsayacak dönemler seçebilirler. Yöneticiler genelde çeyrek dönemlik ya da yıllık tahminler yaparlar.

Tahmin özellikleri ile ilgili diğer bir husus ise, tahmin yapılma zamanı ile tahmin dönemine ilişkin kârın gerçekleşme zamanı arasındaki farka işaret eden tahmin zamanlılığıdır. Waymire (1985), daha değişken kârlılığa sahip firmaların, tahmin dönemine yakın zamanlarda tahminlerini açıkladıklarını ifade etmiştir.

Tüm bu açıklamalar doğrultusunda, tahmin açıklama kararı verildiğinde yöneticilerin bu tahminlerin özellikleri ile ilgili çeşitli seçeneklere sahip oldukları sonucu ortaya çıkmaktadır. Yöneticiler özellikle kısa dönemde bu özelliklerin birçoğunu kontrol altına alabilirler.

### **2.1.4.3. Tahmin Sonuçları**

Tahmin sonrası olarak da ifade edilen tahmin sonuçları, tahmin açıklama ile birlikte oluşan sonuçlara işaret eder. Açıklanan tahmin birçok nedenden dolayı çeşitli sonuçlar ortaya koyabilir.

*Hisse Senedi Piyasası Tepkisi:* Açıklanan tahminlerin neden olacağı sonuçlardan birisi hisse senedi piyasası tepkisidir. Nagar ve diğerleri (2003)'ne göre yöneticiler, bilgi asimetrisi problemini ortadan kaldırmak için genellikle gelecek döneme ilişkin tahminlerini açıklarlar ve böylece firmalarının hisse senetlerinin fiyatını etkilemiş olurlar. Ancak, Hirst ve diğerleri (2008)'ne göre kâr tahminlerinin değer ilişkili olduğu görüşü her zaman belirgin değildir. Bununla birlikte, yönetici kâr tahminlerinin değer ilişkili olduğunu dikkate alarak bazı araştırmacılar, tahmin ve tahminci özelliklerinin, tahminlerin bilgi verme özelliğini veya hisse senedi fiyatlarını etkileyip etkilemediğini belirlemeye çalışmışlardır. Örneğin Hutton ve Stocken (2007) tahminci özelliklerinden hareketle, firmanın tahmin itibarının, yatırımcıların yönetici kâr tahminlerine tepkisi üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırmacılar, firmaların tahmin itibarlarını geçmişte yaptıkları tahminlerin doğruluk düzeyleri ile ölçtükleri çalışmalarında, yatırımcıların, tahmin itibarı yüksek olan firmaların iyimser tahmin açıklamalarını daha hassas karşıladıkları sonucuna ulaşmışlardır.

*Tahmin Şekli ve Tahmin Ufku:* Tahmin şekli ve tahmin ufku da hisse senedi piyasasının tahminlere nasıl tepki verdiğini gösteren özellikler arasında değerlendirilebilir. Baginski ve

diğerleri (1993) nokta tahminlerin diğer tahmin şekillerine göre daha bilgilendirici özellik taşıdıklarını ifade etmiş iken, Pownall ve diğerleri (1993) tahmin çeşidi ile hisse senedi fiyatları arasında herhangi bir ilişki elde edememişlerdir. Pownall ve diğerleri (1993), ayrıca, ara dönemler için yapılan tahminlerin yıllık tahminlere göre bilgilendirici özelliklerinin daha yüksek olduğunu belirtmişlerdir.

*Bilgi Asimetrisi ve Sermaye Maliyeti:* Tahmin açıklamanın bir diğer tahmin sonrası etkisi, bilgi asimetrisi ve sermaye maliyeti üzerinde görülür. Diamond ve Verrechia (1991) ile Leuz ve Verrechia (2000)'ya göre isteğe bağlı olarak yapılan tahmin açıklamaları bilgi asimetrisini azaltır. Bilgi asimetrisindeki bu azalma sermaye maliyetini düşürür. Coller ve Yohn (1997), firma yöneticilerinin kâr tahmini açıklamalarının bilgi asimetrisi üzerindeki etkisinin bir göstergesi olarak alım-satım marjındaki azalmayı almışlardır. Diğer taraftan, Botosan ve diğerleri (1997), bilgi açıklama düzeyi ile öz sermaye maliyeti arasında negatif bir ilişki olduğu sonucunu elde etmişlerdir. Sengupta (1998) ise firmanın bilgi açıklama düzeyi ve kalitesi ile borç maliyeti arasında negatif bir ilişki olduğunu ifade etmişlerdir. Bazı çalışmalarda ise yönetici kâr tahmini açıklamaları ile sermaye maliyeti arasında dolaylı bir ilişkinin olduğu ileri sürülmüştür. Bu çalışmalarda genelde, kâr tahmini açıklamanın firmanın sermaye sağlama kabiliyetini etkileyebileceği noktasından hareket edilmiştir. Örneğin Frankel ve diğerleri (1995) daha sık tahmin açıklayan firmaların, sermaye piyasasındaki diğer firmalara göre daha kolay sermaye temin edebileceklerini ileri sürmüşlerdir.

*Hukuki Risk:* İsteğe bağlı tahmin açıklama sonrasında bazı hukuki risklerin oluşması söz konusudur. Hirst ve diğerleri (2008), özellikle olumsuz haberlerin yayınlandığı bir ortamda yöneticilerin, davadan dolayı ortaya çıkabilecek maliyetleri azaltmaya yönelik tahmin açıklamalarında bulunacaklarını ifade etmişlerdir. Skinner (1994) bu nedenle, olumsuz haberler yayınlayan firmaların bu tür hukuki risklere maruz kalmamak için daha hassas kâr tahminleri yayınladıklarını ifade etmiştir.

*Analist ve Yatırımcı Davranışları:* Tahmin açıklamalarının analist ve yatırımcı davranışları üzerindeki etkisi de tahmin süreci içerisinde değerlendirilen bir konudur. Analistler, yöneticilerin açıkladıkları kâr tahminlerine göre kendi tahminlerini güncellerler. Bunun da ötesinde analist davranışları, tahmin özelliklerinden de etkilenir. Libby ve diğerleri



(2006)'ne göre, analistlerin kâr beklentileri, tahminin açıklanmasından hemen sonra, tahmin şekli (nokta veya aralık tahmini) aynı derecede etkilenir. Bununla birlikte kârlar rapor edildikten sonra tahmin doğruluğu ile tahmin şekli, analistin revize edilmiş kâr beklentilerini belirlemeye yönelik olarak birbirini etkiler (Hirst ve diğerleri, 2008: 331).

*Firma İtibarı:* İsteğe bağlı tahmin açıklamaları sonucunda firmalar doğruluk ve şeffaflık konusunda itibar geliştirebilirler. Graham ve diğerleri (2005), doğru ve şeffaf raporlamayla ilgili itibarın geliştirilmesi düşüncesinin yöneticilerin isteğe bağlı tahmin açıklamaları üzerinde önemli bir etki gösterdiğini ileri sürmüşlerdir. Tahmin doğruluğunun analistlerin tahmine nasıl tepki vereceklerini belirleyen önemli bir etken olmasına bağlı olarak Hutton ve Stocken (2007), doğru tahmin yayınlama konusunda itibara sahip firmaların hisse senetlerinin olumlu haberlere karşı tepkisinin diğer firmalara karşı daha yüksek olduğunu belirtmişlerdir. Bu durum, geçmiş dönemlere ilişkin kâr tahminleri konusunda itibar oluşturmuş firmaların yaptıkları tahminlere, analistlerin tepkisinin daha yüksek olduğunu gösterir (Williams, 1996: 103)

Tüm bu açıklamalar paralelinde, yönetici kâr tahminlerinin, hisse senedi fiyatları ve sermaye maliyeti gibi sermaye piyasası unsurları ile ilişkili olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu sonuçlar ise tahmin özelliklerinin bir fonksiyonu olarak belirginleşmektedir.

## **2.2. İlk Halka Arz İzahnamelerinde Kâr Tahmini Açıklama**

Firmalar hisse senelerini ilk kez halka arz ettiklerinde, halka arza ilişkin izahname yayınladılar. İzahname hazırlamanın amacı, bilgiye dayalı yatırım kararı verebilmeleri için yatırımcılara gerekli bilgi ve belgelerin sağlanmasıdır (Law ve Callum, 1999: 2).

İzahnamelerde yer alan bilgilerle ilgili unsurların birçoğu mevzuatta düzenlenmiştir. Bununla birlikte; diğer bazı bilgiler ya izahnamelerde ya da izahname eklerinde açıklanır. Halka arz firmaları ve halka arz firmasına aracılık hizmeti veren yatırım bankaları, başarılı bir halka arz için ve adil bir fiyatın belirlenebilmesi için potansiyel yatırımcılara halka arz ile ilgili ilave bilgiler sağlama eğilimi taşırlar (Cheng ve Firth, 2000: 423). Potansiyel yatırımcılar halka yeni arz edilen firma hakkında çok sınırlı

bilgiye sahiptirler. Halka kapalı firmalar ile ilgili bu eksikliği gidermek için; halka arz firmaları, hem potansiyel yatırımcılar hem de firma ile ilgilenen analistler için, hisse senedi değerlemesinde veya firmanın değeri ve kalitesi hakkında bir işaret olarak kullanılabilir bazı bilgileri açıklarlar.

İlk halka arz izahnamelerinde yer alan bilgilerden biri, yöneticilerin cari yıla ilişkin kâr tahmini açıklamalarıdır (Cheng ve Firth, 2000: 424). Halka açılmamış özel firmalar ile ilgili kamunun sınırlı bilgi ediniminden dolayı ilk halka arz firmalarının değerlendirilmesinde söz konusu bu kâr tahminleri çok önemli bir yer tutmaktadır.

Diğer taraftan yatırımcılar, halka arz firmaları hakkında sınırlı bilgiye sahip oldukları için nakit akım tahminleri gibi ilave bilgi talebinde bulunurlar. Bununla birlikte Wasley ve Wu (2006)'ya göre yöneticilerin, yatırımcıların nakit akım tahminlerine ilişkin taleplerini karşılamak için nakit akım tahminlerini açıklamaları, tahmin açıklama özgürlüklerini sınırlandırır. Çünkü yöneticiler, olumsuz haberlerin ortaya çıkaracağı olası maliyetleri göz önüne alarak, sahip oldukları tüm bilgileri açıklamazlar. Sadece yatırımcıların taleplerine olumlu katkı sağlayacak bilgileri açıklarlar.

Yatırımcıların bilgilenmiş olarak yatırım kararı verebilmeleri için, firmaya ait menkul kıymetlerin değeri konusunda bilgi sahibi olmaları gerekir. Law ve Callum (1999)'a göre etkin bir piyasada fiyat, menkul kıymetlerin değerinin en iyi göstergesidir. Fiyat ise gelecek dönemlerdeki kâr beklentileri esas alınarak belirlenir. Bu noktadan hareketle Law ve Callum (1999) gelecek dönemlerdeki kârlarla ilgili bilgilerin yatırımcılar açısından kullanılabilir faydalı bilgiler olduklarını ileri sürmüşlerdir. Bununla birlikte kâr tahminleri ile ilgili bazı riskler de söz konusudur. Bilson ve diğerleri (2003)'ne göre bu risklerin en önemlisi kâr tahminlerinin yayınlanması durumunda karşılaşılabilecek hukuki yaptırımlardır. Diğer bir risk ise yayınlanan kâr tahminlerinin potansiyel yatırımcılarca inandırıcı bulunmamasıdır.

### **2.2.1. İlk Halka Arz İzahnamelerinde Kâr Tahmini Açıklamanın Önemi**

Dış kaynak temin etmek amacıyla hisse senetlerini ilk kez halka arz edecek olan bir firma yatırımcılar açısından tanınmayan bir firmadır. Yöneticiler firmanın gelecekteki

durumu hakkında her türlü bilgiye sahiptirler. Bununla birlikte; bu bilgiler firma dışındaki potansiyel yatırımcılar tarafından bilinmez (Daily ve diğerleri, 2005). Teoh ve diğerleri (1998) ve Jog ve McConomy (2003)'ye göre bu durum klasik bir problem olan asimetrik bilgi problemini ortaya çıkarır. Gounopoulos (2004)'a göre halka arz sürecinin en önemli aşamalarından biri, söz konusu bilgi asimetrisini azaltmayı amaçlayan, yatırımcılara yeni halka arz firmasının finansal durumu hakkında bilgiler veren ve yasal bir belge olan izahnamelerin yayınlanmasıdır. Halka arz firmaları birçok ülkede, ilgili mevzuata bağlı olarak ya zorunlu ya da isteğe bağlı olarak, ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini yayınlarlar.

İlk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerinin açıklanması genelde nakit akım tahminleri ile birlikte verilmektedir. Halka arz firmaları özellikle hisse senetlerinin ihraç fiyatlarının tespitinde kullanılmak üzere halka arz sonrası dönemlere ilişkin nakit akım tahminlerini yayınlarlar. Bu tahminler söz konusu dönemlere ilişkin kâr tahminlerini de içerir.

Yöneticilerin nakit akımı tahminlerini açıklamaları 1980'li yılların başlarında ortaya çıkmış ve 2000'li yıllarla birlikte önemli ölçüde artış göstermiştir. Wasley ve Wu (2006)'ya göre bu artışın en önemli nedenlerinden biri, tahmin açıklama ile ilgili düzenlemelerdir. Araştırmacıya göre, tahmin açıklama düzenlemelerinden önce, yöneticiler nakit akım tahminlerini özel olarak analistlere açıklamaktaydılar. Tahmin düzenlemelerinden sonra ise yöneticiler nakit akım tahminlerini ya tüm taraflar için açıklamakta ya da yönetici tahmin açıklamalarında kısıtlamalara gitmektedirler.

Wasley ve Wu (2006)'ya göre son yıllarda yöneticilerin nakit akım tahminlerini açıklama eğilimlerinde görülen artışın bir nedeni de, yatırımcı ve analistlerin nakit akım tahminlerine geçmiş dönemlere göre daha çok dikkat etmeleridir. Özellikle Enron ve Worldcom gibi büyük şirket skandallarından sonra yatırımcıların muhtemel kâr manipülasyonlarına olan duyarlılığı artmıştır. Yatırımcıların nakit akım tahminlerine olan bu hassasiyeti beraberinde analist ilgisini getirmiştir.

Yöneticilerin nakit akım tahminlerini açıklama eğilimlerindeki artışın bir diğer açıklaması ise, 2000'li yılların başında hisse senedi piyasasında başlayan keskin

düşüşlerdir. Ekonomi kaynaklı olumsuz haberleri beraberinde getiren bu düşüş, yatırımcıların nakit akım tahminlerine olan talebini de artırmıştır (Wasley ve Wu, 2006: 390).

İlk halka arz firmaları bilgi açısından zayıf bir çevre ile karakterize edilirler. Çünkü bu firmalar; daha az kamuya açık bilgiye ve daha kısa faaliyet geçmişine sahiptirler. Bu firmalar aynı zamanda ikincil bir piyasadan da yoksundurlar. Tüm bu faktörler, potansiyel yatırımcı ve analistlerin ilk halka arz firmasını değerlendirmesini zorlaştırır. Böylece bir değerlendirme belirsizliği problemi ortaya çıkar.

Firmaların izahnamelerinde bu tür tahminlere yer vermelerinin yatırımcılar açısından önemi çeşitli araştırmacılarca ortaya konmuştur. Berlinger ve Robbins (1986), Firth (1997) ve Hartnett ve Römcke (2000), izahnamelerde tahminlere yer verilmesinin, yatırımcılar açısından önemli bir bilgi kaynağı olduğunu ve firmanın gelecekteki değeri hakkındaki belirsizlikleri azaltacağını ileri sürmüşlerdir.

Trueman (1986) ise, tahminlerin açıklanmasının sermaye piyasalarında firmanın değeri hakkında yatırımcılar tarafından olumlu bir işaret olarak değerlendirileceğini ileri sürmüştür. Benzer şekilde Firth (1997)'de izahnamelerde tahminlerin açıklanmasının firmanın değerlendirilmesi sürecinde yatırımcılar tarafından pozitif bir işaret olarak değerlendirileceğini ileri sürmüştür. Hung (1993) ise izahnamelerinde tahminlere yer veren firmalara yatırımcıların güveninin daha çok olacağını ifade etmiştir.

İlk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerinin açıklanmasının önemi literatürde firma değeri, bilgi asimetrisi ve işaret teorileri ile ilişkili olarak açıklanmıştır.

Berlinger ve Robbins (1986)'e göre, kâr tahminleri fiyat konusunda yatırımcılar açısından önemli bir bilgi kaynağıdır. İlk halka arzlar hakkında genelde bir bilgi eksikliği söz konusudur. İzahnamelerde yer alan bilgiler, halka arz firması ile ilgili kamunun elinde bulunan sınırlı bilgiler dikkate alındığında önemli bir bilgi kaynağıdır. Dolayısıyla ilk halka arz izahnamelerinde yer alan kâr tahminleri, halka açık firmaların yapmış oldukları kâr tahminlerine göre yatırımcılar için daha önemlidir.

Kim ve Ritter (1999), muhasebe bilgilerinin genelde, yatırımcılar tarafından ulaşılabilen tek bilgi kaynağı olduğu için, ilk halka arzların değerlendirilmesinde çok önemli olduklarını ifade etmişlerdir. Araştırmacılar ayrıca, kâr tahminlerinin, geçmiş dönem kâr bilgilerine göre değerlendirme konusunda daha kullanılabilir ve faydalı bilgiler olduklarını ileri sürmüşlerdir.

Kim ve Ritter (1999), ayrıca, ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminleri ile muhtemel maliyetlerinin, yeni ihraçların değerlendirilmesinde kullanılan standart yöntemlerden biri olan benzer özellikli firma yaklaşımı ile ilişkili olarak analiz edilebileceğini ifade etmişlerdir. Yeni bir ilk halka arzın değerlendirilmesinde kullanılan benzer özellikli firma yaklaşımı, gelecekte beklenen hisse başına kârın, uygun bir fiyat-kazanç oranı ile çarpılması ile elde edilir. Buradaki uygun fiyat-kazanç oranı, ilk halka arz firmasının faaliyet gösterdiği endüstrideki halka açık benzer firmaların fiyat kazanç oranlarının karşılaştırılması ile elde edilir.

Firth (1998) izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin, yeni ihraçta firmanın değeri hakkında bir işaret olarak nasıl kullanılabileceğini araştırmıştır. Araştırmacıya göre açıklanan kâr tahminleri, yatırımcıların yeni ihraca katılıp katılmama kararlarında dikkate aldıkları önemli bir parametredir.

İlk halka arz izahnamelerinde geçmiş dönemlere ilişkin gerçekleşen kârlar yer alır. Bununla birlikte; Firth (1998)'e göre bu bilgiler yönetici kâr tahminleri kadar kullanışlı değildir. Çünkü geçmiş dönemlere ilişkin gerçekleşen kârlar, iş koşullarındaki cari değişiklikleri ve halka arz işleminden elde edilen hasılat üzerinden sağlanan getiriye yansıtılmaz. Bunun aksine, yöneticilerin gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminleri ifade edilen bu faktörlerin etkisini yansıtır.

### **2.2.2. İlk Halka Arz İzahnamelerinde Kâr Tahmini Açıklama Nedenleri**

İzahnamelerde kâr tahminlerine yer verilmesinin yatırımcılar açısından ifade ettiği önem dışında, firmaların izahnamelerde kâr tahminlerine yer verme sebepleri bir diğer araştırma konusu olmuştur. Ström (2006)'e göre bu konudaki araştırmalar iki temel açıklama etrafında toplanmıştır. Birincisi, yöneticilerin değerlendirme sürecini yönetme

amacıyla izahnamelerde kâr tahminlerine yer verdikleri düşüncesidir. İkincisi ise firmaların geleceğine ilişkin bilgi toplamanın yatırımcılar açısından oldukça maliyetli olduğu; bu nedenle firmaların, yatırımcıların bilgi toplama sürecine katkı sağlamak amacıyla izahnamelerinde kâr tahminlerine yer vermeleridir.

Ström (2005)'e göre halka arz aşamasındaki bir firma, açıklanan bilgi miktarındaki artışın sermaye maliyetini azaltıcı etkisinden dolayı, firmalara ve sermaye piyasasına bilgi açıklama eğilimi taşır. Beatty ve Ritter (1986)'e göre ise bilgi açıklama önceden tahmin edilen belirsizliği azaltır.

Sermaye piyasasının tarafları, firmayı değerlendirirken izahnamelerde açıklanan bilgileri kullanırlar. Bu nedenle; açıklanan bilgi miktarındaki azalmanın firma değerlendirmesinde yatırımcılar veya analistler açısından belirsizliği artıracak gerçeğine bağlı olarak, ilk halka arzlarda hangi bilginin açıklandığının incelenmesi önemlidir (Ström 2005: 3).

İlk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklama nedenleri literatürde genelde bilgi asimetrisi ve işaret teorileri ile bağlantılı olarak açıklanmıştır.

Schrand ve Verrecchia (2004) izahnamelerde kâr tahminleri ile ilgili bilgilerin kamuya açıklanmasının bilgi asimetrisini azalttığını ve bunun da fiyatlandırmayı etkileyerek firmanın ihraç maliyetlerini azalttığını ifade etmişlerdir. Araştırmacılara göre bu durumda hem firma hem de yatırımcılar bilgi asimetrisindeki azalmadan kazançlı çıkacaklardır.

Cazavan-Jeny ve Jeanjean (2007)'a göre halka arz firması yöneticileri ile potansiyel yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi büyüklüğü ilk halka arzların belirgin bir özelliğidir. Bu ikili ilişkinin bir tarafında bulunan yöneticiler firmalarının gelecekteki performansları hakkında önemli bilgilere sahiptirler. Diğer tarafta bulunan potansiyel yatırımcılar ise firmalar hakkında çok az bilgiye sahiptirler. Çünkü halka arz firmalarının, halka arz öncesi bilgi açıklamaları daha kısıtlıdır. Bu bilgi asimetrisini azaltmak için yöneticiler ilk halka arz izahnamelerinde yatırımcı ve analistlere yönelik bilgi açıklamalarında bulunabilirler.

Yöneticilerin bu tür bilgi açıklamaları, ulusal yasalara bağlı olarak izne bağlanır, gerekli tutulur ya da yasaklanır. Örneğin Clarkson ve diğerleri (1996)'ne göre ABD'de halka arz firmalarını hukuki risklere karşı korumak amacıyla izahnamelerde tahminlere ilişkin bilgilere genelde yer verilmemektedir. Buna karşın Fransa'da ise ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerine yer verilmesi önemli bir özelliktir.

Cazavan-Jeny ve Jeanjean (2007) ayrıca yöneticilerin özel bilgileri çeşitli yollarla açıklayabileceklerini ifade etmişlerdir. Araştırmacılara göre yöneticilerin kâr tahminleri tüm finansal tabloları ve yapmış oldukları varsayımları içerecek şekilde detaylı olabilir. Yöneticiler, alternatif olarak, kâr tahminlerini basit bir tablo ve temel göstergelerden oluşacak şekilde çok sınırlandırılmış olarak açıklayabilirler. Yöneticilerin özet bilgileri açıklama şekli bilgi asimetrisi açısından önemlidir. Çünkü Lev (1992)'e göre detaylı kâr tahminleri halka arz firması yöneticileri ve potansiyel yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini basit tahmin açıklamalarına göre daha çok azaltır. Bununla birlikte, gelişmiş ülkelerin çoğunda düzenleyici yapılar, ilk halka arz firmalarına izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamaları yönünde müsaade etmemektedir.

İlk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerinin açıklanmasının önemini işaret teorileri ile ilişkili olarak açıklayan çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Leland ve Pyle (1977) tarafından ele alınan yönetici sahiplik düzeyi, Hughes (1986) tarafından ortaya konan nakit akımlarının doğru açıklanması, Allen ve Faulhaber (1989), Welch (1989) ve Grinblatt ve Hwang (1989) tarafından ileri sürülen halka arz firmasının düşük fiyatlandırma düzeyi ve Titman ve Trueman (1986) tarafından ifade edilen denetçi ve yatırım bankası kalitesi gibi birçok işaret mekanizması literatürde yer almıştır.

Leland ve Pyle (1977) tarafından geliştirilen işaret modeli, halka arz sonrası yöneticilerin ellerinde bulunan sahiplik yüzdesinin firmanın itibarı hakkında yatırımcılara önemli bir işaret sağladığını ifade eder.

Bilson ve diğerleri (2003)'ne göre, sadece özel bilgiye sahip ihraççılar firmanın gerçek değerini bilirler ve dikkate alırlar. Dolayısıyla yüksek yönetici sahiplik düzeyi, firmanın beklenen nakit akımları hakkında bir işareti ortaya koyar. Başka bir deyişle,

yönetici-sahiplik düzeyinin yüksek olması ihraççıların, firmanın gelecek dönemlerine ilişkin getirileri konusunda daha iyi beklentilere sahip oldukları anlamını taşır.

Titman ve Trueman (1986), firmaların ilk halka arz için seçtikleri denetim firması ve yatırım bankalarının itibar düzeylerinin, halka arz firmaları tarafından, değerleri ile ilgili bir işaret olarak kullanılacağını ifade eden bir işaret modeli geliştirmişlerdir. Söz konusu araştırmacılar, seçilen denetim firması ve yatırım bankası itibar düzeyine göre yatırımcıların firmaların değerlerine ilişkin beklentilerinin daha yüksek olacağını ileri sürmüşlerdir.

Diğer taraftan Allen ve Faulhaber (1989), Welch (1989) ve Grinblatt ve Hwang (1989) düşük fiyatlandırma düzeyine bağlı olarak işaret modelleri geliştirmişlerdir. Söz konusu araştırmacılar, düşük fiyatlandırmanın esasında firma bilgilerinin yatırımcılara gösterilmesinde ihraççılar tarafından kullanılan bir enstrüman olduğunu ifade etmişlerdir. Bu modellerde, ihraççıların halka arz firmasının kalitesi ile ilgili özel bilgilere sahip oldukları varsayılır. İhraççılar bu bilgilere dayanarak firmalarını gelecekte beklenen faaliyet performanslarına göre yüksek veya düşük değerli firmalar olarak sınıflandırabilirler. Yüksek değerli firmalar, düşük fiyatlandırma seviyesini, yatırımcılara, firmalarının yüksek değerli bir firma olduğu işaretini vermek için seçebilirler. Çünkü bu firmalar gelecekteki faaliyet performanslarından emindirler. Bu nedenle yüksek değerli firmalar düşük fiyatlandırmadan kaçma eğilimi taşımazlar. Düşük değerli firmalar, yüksek değerli firmalar gibi gelecekteki performanslarından emin olmadıkları için, düşük fiyatlandırmadan kaçınırlar. Bu noktadan hareketle ihraç firmasının değerinin halka arzda ortaya çıkan düşük fiyatlandırma düzeyi ile pozitif korelasyona sahip olması beklenir.

Hughes (1986) tarafından geliştirilen işaret modelinde, gelecek dönemlere ilişkin nakit akımları gibi tahminlerin ilk halka arzın değerlemesinin yapılmasında direkt bir işaret olarak kullanılabilmesi ifade edilir. Söz konusu işaret modelinde, tahminlerin başarısız olması durumunda ihraççıların maruz kalacağı hukuki riskin, izahnamelerde açıklanan tahminlerin ilk halka arzın değeri konusunda yatırımcılar tarafından güvenilir bir işaret olarak kabul edilmesi için yeterli bir ceza olacağını varsayılır.



Penman (1980) ile Clarkson ve diğeri (1992) de ilk halka arz firmalarının izahnamelerde kâr tahminlerini açıklamalarını işaret teorisi ile bağlantılı olarak açıklamaya çalışmışlardır. Araştırmacılar, işaret teorisi çerçevesinde ifade edilen ve olumlu haberlere sahip firmaların düşük performanslı firmalardan ayırt edilmek için kâr tahminlerini açıklayacakları varsayımını test etmişlerdir. Benzer şekilde Lev ve Penman (1990) ise ortalama olarak olumlu haberlere sahip firmaların, olumsuz haberlere sahip firmalardan farklılaştırmak için isteğe bağlı olarak kâr tahminlerini açıklayacaklarını ileri sürmüşlerdir.

Tüm bu çalışmalar, bilgi asimetrisinden dolayı yöneticilerin, ilk halka arzlarını, düşük kaliteli firmaların ilk halka arzlarından farklılaştırmak isteyeceklerini ve bunun için de, firmalarının değerleri konusunda özellikle kâr tahminleri gibi çeşitli işaretler verme eğilimi taşıyacaklarını ortaya koymaktadır. Söz konusu çalışmalarda esas olarak, halka arz firmalarını, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamaya yönelten nedenler belirlenmeye çalışılmıştır.

Öte yandan bazı çalışmalarda, halka arz izahnamelerinde isteğe bağlı bilgi açıklamalarının yayınlanması temsil hipotezi ile açıklanır. Watts (1977), istikrarsız bir ekonomide, finansal tabloların temsil maliyetlerini azaltabileceğini ifade etmiştir. Araştırmacı, halka açılan firmalarda yöneticilerin finansal tablolar vasıtasıyla bilgiler açıklamak suretiyle temsil maliyetlerini azaltma gayreti içerisinde olacaklarını ileri sürmüştür. Ruland ve diğeri (1990) ise izahnamelerde kâr tahminlerini açıklamanın ters seçim ve ahlaki risk problemlerini azaltabileceğini ve bunun da yeni sermaye teminini kolaylaştırabileceğini iddia etmişlerdir.

Literatürdeki değerlendirmelere paralel olarak bu çalışmanın ilk araştırma konusunu, yöneticilerin ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimleri ve yöneticilerin kâr tahmini açıklama eğilimlerine etki eden faktörler oluşturmuştur. Araştırmanın söz konusu bu kısmı ile ilgili gerekli teorik alt yapı araştırma modelleri ile birlikte üçüncü bölümde aktarılmıştır.

### **2.2.3. İlk Halka Arz İzahnamelerinde Açıklanan Kâr Tahminlerinin Doğruluğu ve Hisse Senedi Performansı**

İlk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin yatırımcılar açısından ifade ettiği önem ve halka arz firmalarının bu tür tahminleri açıklama nedenlerini ele alan çalışmaların yanında, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama ile ilgili olarak literatürde araştırılan diğer bir konu, kâr tahminlerinin hatası ile ölçülen tahmin kalitesidir. İlk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin kullanılabilir veya güvenilir olması için doğru olmaları gerekir. Bu nedenle birçok ampirik çalışmada ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu araştırılmıştır. Firth ve Smtih (1992) Yeni Zelanda, Lee ve diğerleri (1993) Avustralya, Firth ve diğerleri (1995) Singapur, Jelic ve diğerleri (1998) Malezya, Chen ve diğerleri (2001) Hong Kong, Jog ve McConomy (2003) Kanada piyasaları için ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunu araştırmışlardır.

Daha önce ifade edildiği üzere, bu çalışmada ilk olarak yöneticilerin ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimleri ve yöneticilerin kâr tahmini açıklama eğilimlerine etki eden faktörler araştırılmıştır. Bu araştırma kapsamında ayrıca yöneticilerin açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğu incelenmiştir. Kâr tahminlerinin doğruluğu, tahmin hatası ölçümlerinden hareketle belirlenmiştir. Araştırmanın bu kısmı ile ilgili gerekli teorik alt yapı araştırma modelleri ile birlikte üçüncü bölümde aktarılmıştır.

İlk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminleri ile ilgili araştırılan diğer bir konu, söz konusu kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin performansına etkisidir. Bu etki hisse senetlerinin hem kısa vadeli (Firth ve Smith, 1992; Lonkani ve Firth, 2005) hem de uzun vadeli (Firth, 1998; Lonkani ve Firth, 2005) performansları açısından araştırılmıştır.

İlk halka arzlarla ilgili olarak uzun dönemli düşük performans konusu son yıllarda literatürde önemli bir ilgi görmüştür. Örneğin Ritter (1991) ve Loughran ve Ritter (1995), ilk halka arz firmalarının halka arzdan 5 yıl sonrasını kapsayan dönemde, aynı endüstride faaliyet gösteren benzer özellikli firmalara göre daha düşük performans gösterdiklerini ortaya koymuşlardır. Brav ve Gompers (1997) halka arz sonrası performans üzerinde risk

sermayesi iştirakinin etkisini araştırmışlardır. Araştırmacılar çalışmalarında, küçük ve halka arzda risk sermayesi desteği almamış firmaların diğer firmalara göre halka arz sonrası daha düşük performans gösterdikleri sonucuna ulaşmışlardır. Teoh ve diğerleri (1998), uzun dönemli düşük performansı ilk halka arzdan önceki kr yönetimine bağlı olarak açıklamışlardır. Houge ve diğerleri (2001) ise belirsizliği daha yüksek olan firmaların uzun dönemli hisse senedi performanslarının daha düşük olduğunu ifade etmişlerdir.

İlk halka arz izahnamelerinde açıklanan bilgiler, yatırımcılar açısından, firma hakkındaki belirsizliği azaltır. Çünkü izahnamelerde açıklanan bilgiler yatırımcıların ulaşabilecekleri sınırlı bilgileri içerir. İzahnamelerde açıklananların dışında bilgi temininin maliyetli oluşu yatırımcıları, izahnamelerde açıklanan bilgilere dayalı olarak yatırım kararı vermeye yöneltir. Bu nedenle yatırımcılar, yatırım yapmayı planladıkları yeni halka arz firması konusundaki belirsizliği izahnamelerde açıklanan bilgilerle azaltmaya çalışırlar. Houge ve diğerleri (2001) tarafından ulaşılan sonuçlar firma belirsizlik düzeyinin, halka arz firmalarının, halka arz sonrası düşük performanslarının bir işareti olarak değerlendirilebileceğini gösterir. Dolayısıyla, yatırımcılar açısından izahnamelerde yer alan bilgiler, firmaların halka arz sonrası performanslarını açıklamada da kullanılabilir. Zira Benveniste ve Spindt (1989), hisse senetlerinin ilk gün getirilerinin, tahmin hatası ile ölçülebilen belirsizliğin pozitif bir fonksiyonu olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Literatürde, izahnamelerde açıklanan bilgilerin ilk halka arzların fiyatlandırılmasındaki rolü ve değeri konusunda birçok çalışma yapılmıştır. Keasey ve McGuinness (1991), Firth ve Smith (1992), Clarkson ve diğerleri (1992) ve Mak (1994), kr tahminlerinin fiyatlandırma sürecindeki değerini araştırmışlardır. Kim ve diğerleri (1995) ve Klein (1996) ise ilk halka arz izahnamelerinde yer alan finansal değişkenlerin fiyatlandırmadaki rolünü araştırmışlardır. Bu çalışmalarda elde edilen sonuçlar, izahnamelerden elde edilen verilerin ilk getiri ve ilk halka arzların fiyatlandırılması ile ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Bununla birlikte aynı çalışmalarda, söz konusu veriler ile firmaların uzun dönem performansları arasında bir ilişki olmadığı sonucu elde edilmiştir.

Diğer taraftan Firth ve Smith (1992), Firth (1998), Chen ve Firth (1999), Chen ve diğerleri (2002) ve Lonkani ve Firth (2005), ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu ile halka arz sonrası hisse senedi performansı arasında ilişki olduğu yönünde bulgular elde etmişlerdir.

Literatürdeki değerlendirmelere paralel olarak bu çalışmaya ait araştırmanın ikinci kısmında, yöneticilerin ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimleri ile birlikte, açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin hem kısa hem de uzun vadeli performansına etkisi araştırılmıştır. Araştırmanın bu kısmıyla ilgili teorik alt yapı yine araştırma modelleri ile birlikte üçüncü bölümde aktarılmıştır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ ve HİPOTEZLERİ

#### 3.1. Genel Açıklama

Firmalar ilk kez halka arz olduklarında, firmanın yapısı, faaliyetleri ve geçmiş performansları hakkında bilgilerini içeren izahnameler yayınlarlar. Bu izahnameler, o firmanın hisse senetlerine yatırım yapmayı planlayan yatırımcılar için temel bilgi kaynağını oluştururlar. İzahnameler birçok ülkede firmaların mevcut bilgileri dışında, yöneticilerin özellikle hisse senedinin ihraç fiyatını belirlemeye yönelik olarak hazırladıkları gelecek yıllara ilişkin nakit akım tahminlerini de içerirler. Bilgiye ulaşmaları kurumsal yatırımcılara göre daha zor ve maliyetli olan bireysel yatırımcılar, yatırım yapmayı planladıkları firmanın geleceğine ilişkin belirsizlikleri izahnamelerde yer alan bu tahminlere dayanarak azaltmaya çalışırlar.

Hisse senetlerinin ilk halka arzında düzenlenecek izahnamelerde yer verilen nakit akım tahminleri içerisinde yer alan bir unsur kâr tahminleri ve beklentileridir. Kâr tahmini, açıkça ya da bazı rakamsal bilgilerden hareketle cari dönem veya önceki dönemlere ilişkin kâr ve zararların asgari ya da azami tutarlarının ne olacağını dolaylı olarak ortaya koyan bir açıklamadır. Bunun da ötesinde kâr tahmini, gelecek dönemlere ilişkin kâr ve zarar tutarlarının hesaplanabileceği verileri içeren açıklamaları da kapsar (Küçüksözen ve diğerleri, 2006: 23). Kâr tahminlerin açıklanması Singapur, Yeni Zelanda, Yunanistan ve Çin gibi bazı ülkelerde bir zorunluluk olarak firmalara yöneltmiş iken, İngiltere ve İsveç gibi diğer bazı ülkelerde ise firmaların isteğine bırakılmıştır. Amerika' da ise tahminlerin açıklanması firmaların isteğine bırakılmış olmasına rağmen yasal sınırlamalardan dolayı izahnamelerde tahminlere çok fazla yer verilmediği görülmektedir. Bu nedenle izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu üzerine yapılan çalışmaların genellikle, tahmin açıklamanın firmalar açısından zorunlu tutulduğu ülkeler ve firmaların

isteklerine bırakılmakla birlikte, herhangi bir yasal sorumluluk ve karşılığında herhangi bir yaptırımın söz konusu olmadığı ülkelerde yoğunlaştığı görülmektedir.

Bu çalışmada ise, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklamasının halka arz firmalarının isteklerine bırakıldığı Türkiye’de, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimleri, açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu ile kâr tahmini eğilimi ve kâr tahmin doğruluğunun hisse senedi performansına etkisi araştırılacaktır.

### **3.2. Araştırmanın Önemi**

Halka arz izahnameleri, halka arz edilmiş ve borsada işlem gören firma hisse senetlerine yatırım yapmayı planlayan özellikle bireysel yatırımcılar açısından temel bir bilgi kaynağıdır. Alternatif bilgi kanallarının çok maliyetli olması, bireysel yatırımcıları izahnamelerde açıklanan bilgilere güvenme durumunda bırakmaktadır. Halka arz firmalarının izahnamelerinde yer verdikleri en önemli konulardan birisi, gelecek dönemlere ilişkin olarak kâr ve büyüme potansiyelleri hakkındaki projeksiyonlarıdır. Firmaların izahnamelerinde yer verdikleri bu projeksiyonlardaki bilgilerin doğruluk düzeyi yatırımcılara sunulan bilgi kalitesinin bir göstergesidir. Halka açıklanan bilgi kalitesi ise firmanın kısa ve uzun dönemli performansı üzerinde etkili olur. Türkiye’de özellikle kurumsal yönetim uygulamaları ve AB ile uyum çalışmaları çerçevesinde firmalar 2000’li yıllardan sonra izahnamelerde bu tür bilgilere yer vermeye başlamışlardır. Uzakdoğu ve Asya ülkelerinde geniş uygulama alanı bulan bu konu, Türkiye’de kapsamlı olarak ilk kez bu araştırmada ele alınacaktır. Bu nedenle araştırma bu alandaki ilgili literatüre önemli bir katkı sağlayacaktır.

### **3.3. Araştırmanın Amacı**

Bu araştırmanın başlıca amaçları şu şekilde sıralanabilir:

- ✓ Türkiye’deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklamaya yönelik eğilimlerini ortaya koymak,

- ✓ Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklamaya yönelik eğilimlerine etki eden faktörleri belirlemek,
- ✓ Türkiye'deki ilk halka arz firmalarının izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluk düzeyini ortaya koymak,
- ✓ Türkiye'deki ilk halka arz firmalarının izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluk düzeyine etki eden faktörleri belirlemek,
- ✓ Türkiye'deki ilk halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemli performansına etkisini ortaya koymak,
- ✓ Türkiye'deki ilk halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemli performansına etkisini ortaya koymak.

### **3.4. Araştırmanın Kapsamı**

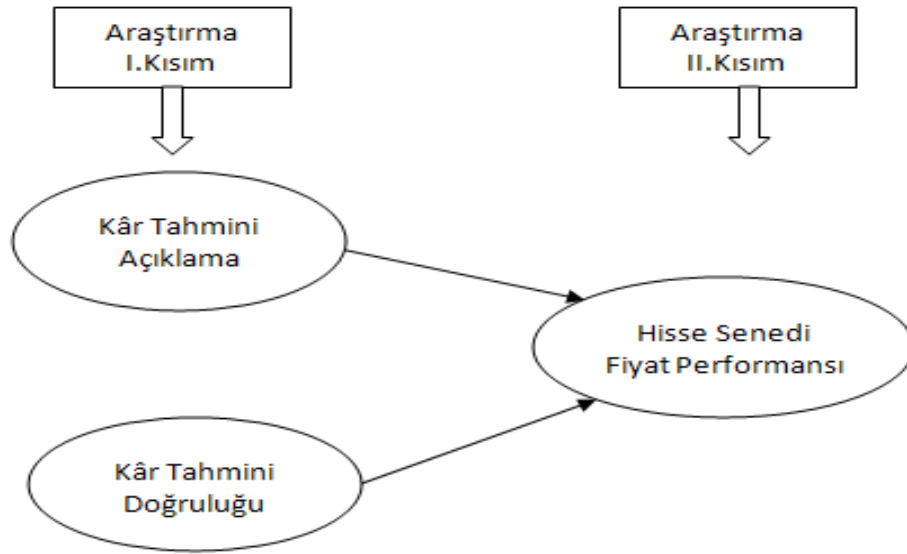
Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerinin, açıklanan kâr tahminlerinin doğruluk düzeyinin ve hisse senedi fiyat performansına etkisinin belirlenmeye çalışıldığı bu araştırmanın kapsamı şu şekildedir.

Araştırmanın ilk kısmında, Türkiye'de halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama yönündeki eğilimleri ortaya konulacaktır. Bu amaçla ilk olarak, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmalar ve ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamayan firmalar olmak üzere halka arz firmaları iki temel gruba ayrılacaktır. Daha sonra, temel halka arz göstergeleri açısından her iki grup arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı araştırılacaktır. Son olarak ise, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinde etkili olabilecek faktörler belirlenmeye çalışılacaktır.

Türkiye'de halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama yönündeki eğilimleri ortaya konulduktan sonra, izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu araştırılacaktır. Bu amaçla, ilk olarak kâr tahmin doğruluğunu

ifade eden kâr tahmin hatası ölçümlerine göre elde edilen sonuçlar ortaya konulacaktır. Daha sonra, izahnamelerde açıklanan yönetici kâr tahminlerinin istatistiki tahmin yöntemlerine göre hesaplanmış kâr tahminlerine göre üstünlüğü ve yine izahnamelerde açıklanan yönetici kâr tahminlerinin eğim ve rasyonelliği açıklanacaktır. Yine veri seti ve yöntem kısmında açıklanacak olan tahmin gerçekleşme diyagramına göre; Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen sonuçlara göre tahmin gerçekleşme diyagramları oluşturulacak ve bu diyagramlara göre tahminlerin eğilimi tartışılacaktır. Bölümde son olarak kâr tahmin doğruluğuna etkisi olduğu literatürde ifade edilmiş çeşitli faktörlerin bu araştırma kapsamındaki firmalara ait kâr tahminlerinin doğruluğu üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığı araştırılacaktır.

**Şekil 2: Araştırmanın Kapsamı**



Şekil 2’de de görüldüğü üzere araştırmanın ikinci kısmında ise, araştırmanın ilk kısmında tahmin açıklama ve tahmin doğruluğu ile ilgili olarak elde edilen sonuçların, ilk halka arz firmalarının kısa ve uzun dönemli hisse senedi performansları üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığı incelenecektir.



### **3.5. Araştırmanın Kısıtları**

Araştırma ile ilgili ilk kısıt araştırma dönemi hakkındadır. Türkiye’deki halka arz firmaları 2000’li yıllardan sonra ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamaya başlamışlardır. Bu yıllardan önce firmalar eğer halka arz sürecinde hisse senetlerinin fiyatlarını belilerken indirgenmiş nakit akımları yöntemini kullanmış iseler, proforma gelir tablosu bilgilerini izahname ekindeki fiyat tespit raporlarında SPK’ya vermekte idiler. Ancak, bu şekilde bir uygulama da çok yaygın değildi. Buna bağlı olarak 2000’li yıllardan önce çok az sayıda firmanın kâr tahminlerini yayınladıkları görülmektedir. Bu nedenle araştırma döneminin, 3 firmanın kâr tahminlerini açıkladığı 1998 yılından başlaması uygun görülmüştür. Araştırmada, hisse senetlerinin uzun dönemli performansları hesaplanırken halka arzdan 3 yıl sonrasına kadarki veriler dikkate alınacaktır. Bu nedenle uzun dönemli performans hesaplamalarında daha fazla gözlem kaybına maruz kalmamak için araştırmanın 2007 yılına kadarki halka arzları kapsamı uygun görülmüştür. Kaldı ki, 2008 yılındaki halka arzlarda firmaların ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerine yer verdiği bir halka arz olmadığı görülmektedir. Sonuçta araştırma, 1998-2007 yılları arasındaki 10 yıllık bir dönemi kapsamaktadır.

Araştırma ile ilgili diğer bir kısıt ise araştırma kapsamına alınacak firmalar hakkındadır. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları, genellikle defter değeri üzerinde halka açılmış ve her hangi bir değerlemeye gitmedikleri için araştırma kapsamı dışında bırakılmıştır.

### **3.6. Araştırmanın Veri Seti, Yöntemi ve Hipotezleri**

#### **3.6.1. Araştırmanın Veri Seti**

Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin olarak kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinin, açıklanan kâr tahminlerinin doğruluk düzeyinin ve firmaların kâr tahmini açıklama kararlarının ve açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluk düzeyinin kısa ve uzun dönemli hisse senedi fiyat performansına etkisinin araştırılacağı bu çalışma, 1998-2007 döneminde Türkiye’de ilk kez halka arz olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nda işlem görmeye başlayan halka arz

firmaları üzerinde gerçekleştirilecektir. Araştırma esas itibari ile söz konusu dönemde Türkiye’de ilk halka arzını gerçekleştirmiş ve İMKB’de faaliyet gösteren firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları proforma bilanço ve gelir tablolarındaki veriler ve bilgiler ışığında şekillendirilecektir.

**Tablo 2: Araştırmada Kullanılan Veri Setine İlişkin Tanımlayıcı Bilgiler**

Yıllar	Kâr Tahmini Açıklama	Halka Arz Sayısı <sup>5</sup>	Ortalama Halka Arz Oranı (%)	Toplam Nominal Tutar (\$)	Toplam Hasılat (\$)
1998	Tahmin Açıklayan	3	23,33	2 269 664	17 572 848
	Tahmin Açıklamayan	10	20,18	35 129 983	245 450 161
1999	Tahmin Açıklayan	1	7,00	324 977	3 574 745
	Tahmin Açıklamayan	1	5,81	516 964	7 444 901
2000	Tahmin Açıklayan	6	17,69	45 303 892	1 859 061 975
	Tahmin Açıklamayan	26	19,99	107 850 827	946 716 602
2001	Tahmin Açıklayan	-	-	-	-
	Tahmin Açıklamayan	-	-	-	-
2002	Tahmin Açıklayan	1	16,00	243 128	21 152 156
	Tahmin Açıklamayan	2	17,50	485 469	16 531 869
2003	Tahmin Açıklayan	-	-	-	-
	Tahmin Açıklamayan	2	35,12	1 952 704	11 252 272
2004	Tahmin Açıklayan	9	27,26	94 412 480	446 681 282
	Tahmin Açıklamayan	1	15,00	1 975 458	10 834 557
2005	Tahmin Açıklayan	4	36,61	25 392 119	467 672 365
	Tahmin Açıklamayan	1	25,18	237 130 864	1 269 091 122
2006	Tahmin Açıklayan	9	28,92	213 781 786	919 421 806
	Tahmin Açıklamayan	-	-	-	-
2007	Tahmin Açıklayan	5	30,64	204 550 411	1 066 311 185
	Tahmin Açıklamayan	1	24,98	231 656 841	1 837 006 085
Toplam / Ortalama	Tahmin Açıklayan	38	25,36	586 278 456	4 801 448 361
	Tahmin Açıklamayan	44	20,17	616 704 110	4 344 327 569

<sup>5</sup> Yatırım ortaklıkları ve gayri menkul yatırım ortaklıkları dışındaki halka arzları içermektedir.

Tablo 2’den de görülebileceği gibi, 1998-2007 döneminde yatırım ortaklıkları, gayri menkul yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları hariç toplam 82 firma ilk kez halka arz olmuştur. Bu firmalardan 38’i (%46,34) izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklamalarına yer vermiştir. Firmaların izahnameleri SPK’dan temin edilmiştir. Ayrıca, gerek halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinin ve gerekse izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğuna etki eden faktörlerin belirlenmesi amacıyla ilgili literatürde kullanılan bazı değişkenlere ait verilere de yine halka arz izahnamelerinden ulaşılmıştır. Diğer faktörlere ilişkin veriler ise İMKB’nin çeşitli kaynaklarından elde edilmiştir. Benzer şekilde, halka arz firmalarının kâr tahmini açıklama eğilimleri ve kâr tahminlerinin doğruluğu dışında hisse senedi fiyat performansına etkisi araştırılan diğer faktörlere ilişkin verilere de yine halka arz izahnameleri ve İMKB’nin çeşitli kaynaklarından ulaşılmıştır.

### **3.6.2. Araştırmanın Yöntemi ve Hipotezleri**

#### **3.6.2.1. Halka Arz Firmalarının Kâr Tahmini Açıklama Eğilimleri**

Araştırmanın bu kısmında, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerde kâr tahmini açıklama eğilimleri ve bu eğilimlerine etki eden faktörler belirlenecektir. Bu amaçla, halka arz firmaları ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklayan firmalar ve ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklamayan firmalar olmak üzere iki grup halinde araştırmaya dahil edilecektir.

Literatürde firmaların halka arz izahnamelerinde isteğe bağlı bilgi açıklamaları ile ilgili çalışmalar (Jog ve McConomy, 2003; Al-Ahmad ve Saadouni, 2006; Jelic, 2007) genelde tahmin açıklamanın bilgi asimetrisini azaltıcı etkisi ile hisse senedi performansını etkileyeceği noktasından hareketle yapılmıştır. Bununla birlikte sınırlı sayıdaki çalışmada (Al-Ahmad ve Saadouni, 2006; Ström, 2006; Jelic, 2007) firmaların tahmin açıklama kararlarında etkili olan faktörler ele alınmıştır. Buradan hareketle bu bölümde Türkiye’deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinde etkili olan faktörler, literatürde bu konuyu ele almış sınırlı sayıdaki

çalışmalar (Al-Ahmad ve Saadouni, 2006; Ström, 2006; Jelic, 2007) paralelinde belirlenmeye çalışılacaktır.

Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimleri üzerine, firma büyüklüğü, firma yaşı, halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyi, yönetici-sahiplik düzeyi, denetim firması itibarı ve yatırım bankası itibarı olmak üzere 6 faktörün etkisi araştırılmıştır.

Hagerman ve Ruland (1979), firma büyüklük ölçüsü olarak halka arz büyüklüğünü aldıkları çalışmalarında, tahmin açıklamanın küçük firmalar açısından daha maliyetli olacağı görüşünden hareketle büyük firmaların tahmin açıklama yönünde daha yüksek bir eğilime sahip olacağını ifade etmişlerdir.

Jog ve McConomy (2003) konuya farklı bir açıdan yaklaşmışlardır. Bu araştırmacılara göre küçük ve daha riskli firmalar tahmin açıklama yönünde istek duymalarına rağmen bu istekleri, halka arz sürecinde beraber çalıştıkları yatırım bankaları, denetim firmaları veya risk sermayesi şirketlerince engellenir. Dolayısıyla küçük ve daha riskli firmaların kâr tahmini açıklama eğilimlerinin daha düşük olması beklenir.

Ström (2006) ise firma büyüklüğü ve halka arz firmalarının izahnamelerde kâr tahminlerini açıklama eğilimleri arasındaki ilişkiyi temsil teorisi ile açıklamışlardır. Buna göre, büyük firmalar küçük firmalara göre daha fazla temsil maliyetine sahiptirler. Büyük firmalar bu temsil maliyetini azaltmak için bilgi açıklama yönünde daha yüksek bir eğilime sahiptirler.

Jelic (2007), firma büyüklük ölçüsü olarak halka arz büyüklüğünü ele aldığı çalışmada; daha büyük halka arzların firmaların varlıklarının defter değerlerinde önemli bir artışa neden olabileceğini ifade etmiştir. Araştırmacı diğer taraftan, söz konusu varlıkların faaliyet kârı oluşturacak kadar uzun bir süre elde bulundurulmadığından, halkla arzı takip eden yılda, varlıkların defter değerlerindeki artışla orantılı şekilde bir artışa neden olmayacağını ifade etmiştir. Jelic (2007) buna bağlı olarak daha büyük halka arz yapmış firmaların doğru kâr tahmini açıklamasının daha zor olduğunu ifade etmiştir.

Literatürde firma büyüklüğü ölçüsü olarak, toplam varlık düzeyi (Jaggi, 1997; Jelic ve diğerleri, 1998; Chen ve Firth, 1999; Ström, 2006), piyasa değeri (Cheng ve Firth, 2000), halka arzdan sonra hissedarların ellerindeki sermaye miktarı (Mak, 1994), halka arz büyüklüğü (Firth ve Smith, 1992; Mohamad ve diğerleri, 1994) gibi çeşitli ölçüler kullanılmıştır. Bu çalışmada ise firmalar büyüklüklerine göre sıralanırken toplam varlık miktarları dikkate alınmış olup, tahmin açıklama ve firma büyüklüğü arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

***H1:** Firma büyüklüğü ile tahmin açıklama eğilimi arasında pozitif güçlü bir ilişki vardır.*

Mak (1989)'a göre, geçmiş verilerin tahmin süreci açısından çok önemli bir girdi olması nedeniyle kısa faaliyet geçmişine sahip firmaların kârlarının tahmin edilmesi zordur. Mak (1989)'a göre halka ilk kez arz olacak bir firma, eğer aynı ya da benzer bir endüstrideki firmaların faaliyet geçmişlerine güvenerek tahmin yapacak ise, bu firmaların faaliyet geçmişlerinden elde edilecek bilgilerin halka arz firmasının kendi faaliyet geçmişinden elde edilecek bilgilere göre, gelecek dönemlere yönelik kâr tahminleri için daha az geçerliliği olacağını ifade etmiştir. Benzer şekilde Bilson ve diğerleri (2003) daha kısa faaliyet geçmişine sahip genç firmaların, yapılacak tahminlerinin doğru olmama ihtimaline dayalı beklenen maliyetlerin daha yüksek olacağından hareketle tahmin açıklamaktan kaçınacaklarını ifade etmişlerdir.

Ström (2005)'e göre, uzun faaliyet geçmişine sahip yaşlı firmalar, geçmiş dönemlere ilişkin daha çok bilgiye sahip oldukları için bu firmalardaki yöneticiler daha kolay tahmin yapma imkânına sahiptirler. Bu durum, daha yaşlı firmaları tahmin açıklama yönünde motive eder.

Al-Ahmad ve Saadouni (2006), genç firmaların yeterli faaliyet geçmişine sahip olmadıkları için, bu firmaların doğru tahmin yapabilme durumlarının şüpheli olduğunu ve genç firmaların isteğe bağlı olarak tahmin açıklama eğiliminde olmadıklarını ileri sürmüşlerdir. Bunun da ötesinde, şayet söz konusu genç firmalar doğru tahmin yapabilme kabiliyetine sahip olsalar bile piyasanın, bu firmalar tarafından yapılan tahminleri her ne kadar doğru olursa olsun dikkate alamayabileceğini ileri sürmüşlerdir.

Firma yaşının, firmanın kuruluş tarihi ile halka arz tarihi arasındaki faaliyet yılı olarak alındığı bu araştırmada, Türkiye’de ki ilk halka arz firmaları için firma yaşı ve tahmin açıklama arasındaki ilişki bu görüşlerden hareketle şu hipotez ile test edilmiştir:

**H2:** *Halka arz firması yaşı ile tahmin açıklama eğilimi arasında pozitif güçlü bir ilişki vardır.*

Eddy ve Seifert (1992), firmanın risk ölçülerinden birisinin kaldıraç düzeyi olduğunu ve yüksek riskli firmaların ise geleceğe yönelik kârlılık düzeylerine ilişkin belirsizliğin daha çok olacağını ileri sürmüşlerdir. Mohamad ve diğerleri (1994) ile Cheng ve Firth (2000)’e göre ise yüksek kaldıraç düzeyine sahip kârlı firmaların kârlılıkları daha değişkendir. Yüksek kaldıraç düzeyine sahip firmaların kârlılıklarındaki değişkenlik kâr tahmini açıklamayı daha riskli hale getirir. Firth ve Smith (1992), Chan ve diğerleri (1996) ve Jaggi (1997) ise kârlılıklarındaki değişkenlikten hareketle yüksek kaldıraç düzeyine sahip firmaların gelecek dönemlere ilişkin kârları tahmin etmelerinin zor olduğunu ve dolayısıyla da tahmin açıklamaktan kaçınacaklarını ifade etmişlerdir.

Bu açıklamalardan hareketle, kaldıraç düzeyinin toplam yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı olarak hesaplandığı bu araştırmada, firma kaldıraç düzeyi ile tahmin açıklama arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

**H3:** *Kaldıraç düzeyi ile tahmin açıklama eğilimi arasında negatif güçlü bir ilişki vardır.*

Leland ve Pyle (1977) tarafından geliştirilen işaret modeli, işletmede yüksek sahiplik yoğunlaşmasının<sup>6</sup> var oluşunun ters seçim problemi ile ilişkili olduğunu ve sahiplik yoğunlaşmasının fazla olduğu işletmelerin bilgi açıklama yönünde daha az istekli olacaklarını ifade etmektedir. Eğer sahiplik yapısında bir yoğunlaşma söz konusu ise firma içerisindeki sahipler yani yöneticiler, yapacakları tahminlerin doğru olmaması durumunda getirileri olumsuz bir şekilde etkileneceğinden, kâr tahmini açıklama konusunda isteksiz olabilecekleri işaret çerçevesinde ortaya konur.

---

<sup>6</sup> Sahiplik yapısında yoğunlaşma (ownership concentration) kavramı pay senetlerinin çoğunluğuna sahip olan kişi sayısını ifade etmektedir. Yoğunlaşma ne kadar yüksekse işletmedeki hakim ortak sayısı o kadar düşüktür (Fettahoğlu-Okuyan, 2009: 4)

Diğer taraftan Ruland ve diğerleri (1990), Firth ve Liau-Tan (1997) ile Jelic ve diğerleri (1998) yüksek yönetici-sahiplik düzeyinin, yöneticilerin firmanın gelecekteki performansı konusunda kendilerinden daha emin olmalarını sağladığı ve bununla birlikte doğru olmama riskine karşı, firmanın kalitesi konusunda bir işaret olmak üzere kâr tahmini açıklama konusunda daha düşük bir eğilim taşıdıklarını ifade etmişlerdir. Dolayısıyla yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmaların kâr tahmini açıklama eğilimlerinin düşük olması beklenir.

Bu araştırmada, yönetici-sahiplik düzeyi ile tahmin açıklama arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

**H4:** *Yönetici-sahiplik düzeyi ile tahmin açıklama eğilimi arasında negatif güçlü bir ilişki vardır.*

Yatırım bankaları ya da yatırım bankacılığı hizmeti veren benzer kuruluşlar (örneğin risk sermayesi şirketleri), halka arz piyasalarında yatırımcılarla olan uzun süreli iş ilişkilerine bağlı olarak bir itibar<sup>7</sup> geliştirirler. Yatırım bankaları, geliştirdikleri itibar sermayesinin bir sonucu olarak, halka arz piyasalarında güvenilir bilgi üreticileri olarak görülürler ve işletmeler ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi problemini hafifletirler. Bulut (2008) bu noktadan hareketle yatırım bankalarının halka arz piyasalarında güvenilir bir onaylama rolü taşıdıklarını ifade etmiştir. Diğer taraftan ihraççılar ve yatırımcılar

---

<sup>7</sup> Bu araştırmada, yatırım bankası itibar sıralaması için iki yöntem kullanılmıştır. Her iki yöntemde de yatırım bankalarının aracılık yüklenim faaliyet yoğunluğu göz önünde tutulmuştur. İlk olarak Megginson-Weiss (1991) yönteminde olduğu gibi halka arzlarda gerçekleşen toplam satış hasılatları dikkate alınmıştır. Sıralama yapılırken halka arz faaliyetine lider ya da eş lider pozisyonunda katılan yatırım bankaları dikkate alınmıştır. Yatırım bankalarının tek başına veya bir konsorsiyumun lideri olarak katıldıkları halka arzlarda satış hasılatının tümü; eş lider olarak katıldıkları halka arzlarda ise satış hasılatının yarısı kadar bir tutar dikkate alınarak, her bir yatırım bankası aracılığında gerçekleşen toplam satış hasılatları hesaplanmıştır. Her bir yatırım bankası için hesaplanan toplam halka arz hasılatı, aynı dönemdeki toplam halka arz hasılatı ile karşılaştırılarak yatırım bankaları itibar sıralamasına tabi tutulmuştur.

İkinci yöntemde ise, McDonald-Fisher (1972) ölçümünde olduğu gibi yatırım bankalarının aracılık ettikleri halka arzlar sayısal olarak dikkate alınmıştır. Bu yaklaşımda yatırım bankası itibarı, tek başına veya bir konsorsiyum lideri olarak katıldıkları halka arzlarda 1, eş lider olarak katıldıkları halka arzlarda 0.5 puan ya da sayı değeri verilerek yatırım bankalarının aracılık ettikleri toplam halka arzlar sayısal olarak hesaplanmıştır. Bu şekilde her bir yatırım bankası için elde edilen sonuçlar, toplam halka arz sayısı ile karşılaştırılarak yatırım bankası itibar sıralaması oluşturulmuştur. Her iki yöntem sonunda elde edilen sonuçlar arasındaki Pearson ve Spearman korelasyon katsayıları 0.695 olarak hesaplanmıştır. İki yöntem sonuçları arasındaki korelasyonun yüksek çıkması nedeniyle çalışmanın tek bir yöntem üzerinden elde edilen sıralamaya göre yürütülmesi uygun görülmüştür. Bu nedenle de toplam halka arz satış hasılatları içinde yatırım bankası halka arz satış hasılatının payına göre elde edilen yatırım bankası itibar sıralaması dikkate alınarak çalışma şekillendirilmiştir.

arasındaki bilgi asimetrisi, denetim firmaları tarafından sunulan bazı hizmetlerin kullanılması yoluyla azaltılabilir. Bir ihraç işlemi gerçekleştirilmeden önce ilk halka arz izahnamelerinin bir denetçi firma tarafından denetlenmesi gerekmektedir. Denetçi, diğer tüm gerekli belgelerin açıklanmasının teminine ilave olarak bilgilerin doğruluğunu da kontrol eder. Bu denetleme işinin kalitesi yüksek olduğunda, ilk halka arzın değerine ilişkin belirsizlik azaltılır. Bu şekilde bir işaret Dopuch ve Simunic (1982) tarafından yapılan çalışmada da dile getirilmiştir. Söz konusu araştırmacılar yapmış oldukları çalışmada, denetçi kalitesinin ekonomik rolünü tepe yönetimi ile firma hisselerinin potansiyel alıcıları arasındaki söz konusu bilgi asimetrisi sorununu giderme olarak tanımlarlar. Dolayısıyla hem yatırım bankaları ve hem de denetim firmaları itibar<sup>8</sup> hassasiyetlerinin gereği olarak halka arz izahnamelerinde açıklanan tahminlerin doğruluğunu önemserler.

Jog ve McConomy (2003), riskli firmaların tahmin açıklama yönünde istek duyabileceklerini, ancak bu isteklerinin halka arz sürecinde beraber çalıştıkları yatırım bankaları, denetim firmaları veya risk sermayesi şirketlerince engellenebileceğini ifade etmişlerdir. Buradan hareketle Gerard ve diğerleri (2003) tarafından yapılan çalışmada, risk sermayesi desteği almış olan ilk halka arzların risk sermayesi desteği almamış olan ilk halka arzlara göre daha az tahmin açıklama eğiliminde oldukları şeklinde bir sonuç elde etmişlerdir.

---

<sup>8</sup> Boo ve Koh (2004)'a göre, denetim firması itibarı ve kalitesinin en yaygın kullanılan göstergesi denetim firmasının büyüklüğüdür. Araştırmacılara göre, herhangi bir ülkedeki itibarlı denetim firmaları "BüyükN (BigN)" olarak ifade edilir. Buradaki N, büyüklüğüne göre itibarlı denetim firması grubundaki denetim firması sayısıdır. Araştırmacılar bu görüşlerini De Angelo (1981)'nin daha büyük denetim firmalarının daha çok müşteriye sahip olduğu şeklindeki ve Palmrose (1986)'nin, büyüklüğü denetim firmaları için bir itibar göstergesi olarak kabul etmenin büyük N grubu içerisindeki firmalar açısından bir homojenlik varsayımı olduğu şeklindeki görüşlerine dayandırırılar.

Denetim firması itibarı ile ilgili yapılan çalışmalarda da genelde bu şekilde bir ayırım yapıldığı görülmektedir. Menon ve Williams (1991)'in ABD, Holland ve Horton (1993)'un İngiltere ve Firth ve Smith (1992)'in Yeni Zelanda piyasaları için yapmış oldukları araştırmalarda aktif büyüklüklerine göre büyük sekiz (big-eight) grubu içerisinde yer alan denetim firmalarını itibarlı denetim firmaları olarak almışlardır. Diğer taraftan Ng ve diğerleri (1994) Hong Kong piyasası için yaptıkları araştırmada ise itibarı yüksek denetim firmaları olarak ilk sekiz yerine altı denetim firmasını (big-six) almışlardır.

Türkiye için denetim firmaları itibar sıralaması yapılırken de benzer bir yol izlenmiştir. Türkiye'de faaliyet gösteren ve aktif büyüklüğü açısından diğer denetim firmaları ile belirgin şekilde ayrılan dört denetim firması itibarı yüksek denetim firmaları olarak "büyük-dört" grubu şeklinde adlandırılmıştır. Büyük-dört grubu içerisindeki denetim firmaları Price Waterhouse Coopers, Ernst&Young, Deloitte Touche Tohmatsu ve KPMG firmalarıdır.



Citron ve diğeri (2009) ise, halka arz sürecinde yatırım bankalarına benzer bir işlev üstlenen risk sermayesi şirketlerinin desteğinde halka arz olmuş firmaların, risk sermayesi şirketlerinin itibar kaybına uğrama riskine karşı yatırımcılar için kâr tahmini açıklama konusunda risk sermayesi desteği almamış halka arz firmalarına göre daha az istekli olacaklarını ifade etmişlerdir.

Diğeri taraftan yatırım bankası ve denetim firması itibar düzeyinin firmaların ya da yöneticilerin tahmin açıklama kararları üzerinde ki etkisinin belirlenmesinin çok zor olduğu ileri süren görüşler de vardır. Örneğin Al-Ahmad ve Saadouni (2006) çalışmalarında, firmaların gelecek dönemlere ilişkin tahmin açıklamalarının yatırım bankaları ve denetim firmalarının taşıdıkları itibar hassasiyetleri tarafından engellenebileceğini ifade etmişlerdir. Araştırmacılar diğeri taraftan, firmaların yüksek itibarlı yatırım bankası ve denetim firmaları ile çalışmayı ve gelecek dönemlere ilişkin tahminlerini açıklamayı diğeri konusunda yatırımcıya yönelik bir işaret olarak kullanabileceklerini bu nedenle de yatırım bankası ve denetim firması itibarının tahmin açıklama üzerindeki etkisinin yönünün önceden belirlenmesinin zor olduğunu ifade etmişlerdir.

Bu açıklamalardan hareketle, itibarlı yatırım bankaları aracılığında ve itibarlı denetim firmalarının denetiminde halka arz olan firmalarda geleceğe yönelik tahmin açıklama eğilimlerinin, yatırım bankaları ve denetim firmalarının itibar hassasiyetlerinden dolayı düşük olması beklenir. Yatırım bankası itibarı ve denetim firması itibarı ile tahmin açıklama arasındaki ilişkiler şu hipotezler ile test edilmiştir:

***H5:** Denetim firması itibarı ile tahmin açıklama eğilimi arasında negatif güçlü bir ilişki vardır.*

***H6:** Yatırım bankası itibarı ile tahmin açıklama eğilimi arasında negatif güçlü bir ilişki vardır.*

Yukarıda ifade edilen faktörlerin üzerinde etkisi araştırılan halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimleri (kararları), halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama ve açıklamama

durumlarını gösteren kategorik bir değişkendir. Bağımlı değişkenin kategorik olduğu durumlarda kullanılacak uygun analiz teknikleri discriminant (ayırma) analizi ve lojistik regresyon analizidir. Discriminant ve lojistik regresyon analizleri benzer amaca hizmet etmekle birlikte, özellikle de parametrik testlere ilişkin gerekli ön şartların ihlal edildiği durumlarda lojistik regresyon analizi avantajlı durumda olmaktadır (Altunışık ve diğerleri, 2007: 214). Zira, bağımlı değişkeni iki veya daha çok gruptan oluşan bir discriminant modelinde, modelin parametreleri grupları birbirinden en iyi ayıracak şekilde hesaplanmaktadır. Bununla birlikte, discriminant analizinin grupları en iyi biçimde ayırabilmesi için, bağımsız değişkenlerin normal dağılıma uyması ve bağımsız değişkenlerin kovaryanslarının her grup düzeyinde eşit olması gerekmektedir. Bundan dolayı discriminant analizinde bağımsız değişkenler arasında metrik değişkenlerin kullanılması durumunda bu iki varsayım sağlanamamaktadır (Kalaycı, 2005: 273).

Amaçlarından birisi sınıflandırma, diğeri ise bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkileri araştırmak olan lojistik regresyon analizinde, bağımlı değişken kategorik veri oluşturmakta ve kesikli değerler almaktadır. Bağımsız değişkenlerin ise hepsinin veya bazılarının sürekli ya da kategorik değişkenler olmasına ilişkin bir zorunluluk bulunmamaktadır (Girginer ve Cankuş, 2008: 185). Dolayısıyla lojistik regresyon modelinde bağımsız değişkenler için bu iki varsayım aranmamaktadır. Bundan dolayı, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerini gösteren metrik olmayan bağımlı değişken üzerinde etkisi araştırılan bağımsız değişkenler içerisinde metrik değişkenler de yer aldığı için, araştırmanın bu kısmında lojistik regresyon analizinin kullanılması uygun görülmüştür.

Bu açıklamalar ışığında Türkiye’de halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerine etki eden faktörleri belirlemek amacıyla şu lojistik regresyon modeli kullanılmıştır:

$$\ln \left( \frac{P(TAHA)}{1-P(TAHA)} \right) = TAHA = \beta_0 + \beta_1 ATlog + \beta_2 YAS + \beta_3 KDRC + \beta_4 YSD + \beta_5 DFI + \beta_6 YBI + \varepsilon$$

Bu lojistik regresyon denkleminde  $P(\text{TAHA}) / 1 - P(\text{TAHA})$ , halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama ihtimallerinin açıklamama olasılığına oranını gösteren olasılık oranını (bu ifadenin doğal logaritması ise logit olarak bilinmektedir) ifade etmekte olup, diğer değişkenler şu şekilde tanımlanmıştır;

- TAHA** : Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama durumlarını göstermekte olup; eğer firma ilk halka arz izahnamesinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklıyorsa 1, aksi takdirde 0 değerini alan bir kukla değişken olarak denklemde yer almıştır.
- AT** : Firma büyüklüğünü göstermekte olup, halka arz öncesi firmanın aktif toplamının logaritması olarak hesaplanmıştır.
- YAS** : Halka arz firmasının yaşı olup, firmanın kuruluş tarihi ile halka arz olma tarihi arasındaki faaliyet yılı olarak hesaplanmıştır.
- KDRC** : Halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyini göstermekte olup, (toplam borç / toplam aktif) oranı şeklinde hesaplanmıştır.
- YSD** : Halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyini göstermekte olup, (1- halka arz oranı) olarak hesaplanmıştır.
- DFİ** : Denetim firması itibar düzeyini göstermekte olup; eğer halka arz firması yüksek itibarlı denetim firması denetiminde halka arz olmuşsa 1; aksi takdirde 0 değerini alan bir kukla değişken olarak denklemde yer almıştır.
- YBİ** : Yatırım itibar düzeyini göstermekte olup; eğer halka arz firması yüksek itibarlı yatırım bankası aracılığında halka arz olmuşsa 1; aksi takdirde 0 değerini alan bir kukla değişken olarak denklemde yer almıştır.

### **3.6.2.2. Halka Arz Firmalarının Açıkladıkları Kâr Tahminlerinin Doğruluğu**

Kâr tahminlerinin doğruluğu, kâr tahmin hatası ölçüleri kullanılarak hesaplanacaktır. Bunun için firmaların ilk halka arz izahnamelerinde yapmış oldukları kâr tahminleri ve kâr tahmini yapmış oldukları yıllara ilişkin gerçekleşen kârlar kullanılacaktır. Kâr tahmin hatası ölçümleri firmaların halka arz oldukları yılsonu için ve halka arzdan sonraki 3 yıl için olmak üzere dört ayrı dönem için hesaplanacaktır. Elde edilen veriler

daha sonra tahmin doğruluğuna etki eden faktörleri belirlemek amacıyla yatay kesit regresyon analizinde bağımlı değişken olarak kullanılacaktır.

### 3.6.2.2.1. Kâr Tahmini Hatasının Hesaplanması

Türkiye'deki ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu literatürde (Firth-Smith, 1992: 241; Jaggi, 1997: 306; Jelic ve diğerleri, 1998: 61; Cheng-Firth, 2000: 429-430; Clarkson, 2000: 603; Gounopoulos, 2004: 7; Lonkani-Firth, 2005: 273; Ström, 2006: 15; Siougle, 2007: 252-253) yaygın olarak başvurulan tahmin hatası ölçümleri kullanılarak hesaplanacaktır. Bu ölçümlerin temel hareket noktası, herhangi bir t muhasebe yılındaki gerçekleşen kârı o yıla ilişkin tahmini kâr ile karşılaştırmaktır. Literatürde yaygın olarak kullanılan söz konusu bu tahmin hatası ölçümleri tahmin hatası (TH) ve mutlak tahmin hatası (MTH)'dir.

Herhangi bir i firmasının ilk halka arzın t yılındaki tahmin hatası kâr tahminleri için şu şekilde hesaplanır:

$$TH_{it} = \frac{GK_{it} - TK_{it}}{|GK_{it}|} \quad (1)$$

Burada;

$TH_{it}$  : i firmasının halka arzın t yılı için yapmış olduğu kâr tahmininden elde edilen tahmin hatasını,

$GK_{it}$  : i firmasının halka arzının t yılındaki gerçekleşen kârını,

$TK_{it}$  : i firmasının halka arzının t yılına ilişkin olarak tahmin ettiği ve halka arz izahnamesinde açıkladığı kârını

göstermektedir.

Ortalama tahmin hatası tahmin işlemindeki eğilimin bir ölçüsüdür. Bu ise Türkiye'de ilk halka arz firma yöneticilerinin firmaların kârını sistematik olarak düşük ya da yüksek tahmin edip etmediklerini ifade eder. Elde edilen ortalama tahmin hatasının işareti (pozitif veya negatif), yöneticilerin yüksek veya düşük tahminlerini de göz önüne

olarak firmanın gelecekteki kârı hakkında iyimser veya kötümser olup olmadıkları konusunda bir işaret ortaya koyar. Ortalama tahmin hatasının pozitif işaretli olması ( $TH > 0$ ), firma yöneticilerin düşük tahminlerde bulduklarını ve dolayısıyla firmanın gelecek dönemlerdeki kârlarına ilişkin kötümser bir eğilim taşıdıklarını ifade eder. Benzer şekilde ortalama tahmin hatasının negatif işaretli olması ise ( $TH < 0$ ), firma yöneticilerinin yüksek tahminlerde bulduklarını ve dolayısıyla firmanın gelecek dönemlerdeki kârlarına ilişkin iyimser bir eğilim taşıdıklarını ifade eder (Jaggi ve diğerleri, 2006: 283).

Mutlak tahmin hatası (MTH) ise her bir firmanın tahmin hatasının mutlak değerini gösterir. Mutlak tahmin hatası, gerçekleşen kârın tahmin edilen kârdan nisbi sapmasını gösterir ve tahmin edilen kârın gerçekleşen kâra mutlak anlamda ne derece yaklaştığını ortaya koyar. Brown ve diğerleri (2000) tahmin hatasının tahmin eğilimini, mutlak tahmin hatasının ise tahmin doğruluğunu gösterdiğini ifade etmişlerdir. Herhangi bir  $i$  firmasının ilk halka arzın  $t$  yılındaki mutlak tahmin hatası kâr tahminleri için şu şekilde hesaplanır:

$$MTH_{it} = \frac{|GK_{it} - TK_{it}|}{|GK_{it}|} \quad (2)$$

Burada;

$MTH_{it}$  :  $i$  firmasının halka arzın  $t$  yılı için yapmış olduğu kâr tahmininden elde edilen mutlak tahmin hatasını,

$GK_{it}$  :  $i$  firmasının halka arzının  $t$  yılındaki gerçekleşen kârını,

$TK_{it}$  :  $i$  firmasının halka arzının  $t$  yılına ilişkin olarak tahmin ettiği ve halka arz izahnamesinde açıkladığı kârını

göstermektedir.

1 ve 2 no'lu eşitliklerden hareketle mutlak tahmin hatasını aşağıdaki gibi, tahmin hatasının mutlak değeri olarak ifade etmek mümkündür.

$$MTH_{it} = |TH_{it}| \quad (3)$$

Bazı araştırmacılar (Firth-Smith, 1992: 241; Jelic ve diğerleri, 1998: 61; Gounopoulos, 2004: 11) alışmalarında tahmin doğruluğunun ölçülmesinde, dzeltiymiş tahmin hatası (DTH) şeklinde üçüncü bir ölçüm kullanımışlardır. Dzeltiymiş tahmin hatası daha büyük tahmin hatalarına daha fazla ağırlık verir. Firth ve Smith (1992) bu ölçümü yatırımcıların tahmin hatalarına dayalı kayıplarını belirlemeye yönelik en uygun model olarak nitelerler. Herhangi bir *i* firmasının ilk halka arzın *t* yılındaki dzeltiymiş tahmin hatası kr tahminleri için şu şekilde hesaplanır:

$$DTH_{it} = \left( \frac{GK_{it} - TK_{it}}{|GK_{it}|} \right)^2 \quad (4)$$

Burada;

$DTH_{it}$  : *i* firmasının halka arzın *t* yılı için yapımış olduğu kr tahmininden elde edilen dzeltiymiş tahmin hatasını,

$GK_{it}$  : *i* firmasının halka arzının *t* yılındaki gerçekleşen kârını,

$TK_{it}$  : *i* firmasının halka arzının *t* yılına ilişkin olarak tahmin ettiği ve halka arz izahnamesinde açıkladığı kârını

göstermektedir.

### 3.6.2.2.2. Kr Tahminlerinin Eğilim ve Rasyonelliği

De Bondt ve Thaler (1990) ile Capstaff ve diğerleri (1995), halka arz firmaları yöneticileri ve yatırım analistleri tarafından yapılan kr tahminlerinin eğilim ve rasyonelliğini test etmek amacıyla bir model geliştirmişlerdir. Cheng ve Firth (2000) ve Siougle (2007) de çalışmalarında bu tekniğe başvurmuşlardır. Bu amaçla ilk olarak kârlardaki gerçek değişimi tahmini değişimler ile karşılaştırmışlardır. Elde edilen sonuçları şu regresyon modeli ile tamamlamışlardır.

$$\frac{GK_{it} - GK_{i(t-1)}}{GK_{i(t-1)}} = \alpha_{it} + \beta_{it} \left( \frac{TK_{it} - GK_{i(t-1)}}{GK_{i(t-1)}} \right) \quad (5)$$

Burada;

- $GK_{it}$  : i firmasının tahmin yapılan t dönemine ilişkin gerçekleşen kârını,  
 $GK_{i(t-1)}$  : i firmasının tahmin yapılan t döneminden bir önceki döneme ilişkin gerçekleşen kârını,  
 $TK_{it}$  : i firmasının t dönemine ilişkin olarak tahmin edilen kârını,  
 $\alpha_{it}, \beta_{it}$  : Regresyon sonucu hesaplanan değerleri

göstermektedir.

Buna göre boş hipotez, izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin yansızlığını gösterir. Bu durumda  $\alpha = 0$  ve  $\beta = 1$ 'dir. De Bondt ve Thaler (1990)'in bulgularına göre eğer  $\alpha < 0$  ise kâr tahminleri iyimser bir eğilime sahiptir. Yani, tahmin edilen kârlar gerçekleşen kârlardan yüksektir.  $\alpha > 0$  olması durumunda ise kâr tahminleri kötümser bir eğilime sahiptir. Yani, tahmin edilen kârlar gerçekleşen kârlardan düşüktür.  $\beta$  değerinin 1'den küçük olması ( $\beta < 1$ ) elde edilebilir bilgiye (örneğin  $GK_{t-1}$ ) karşı aşırı tepkiyi gösterir. Çünkü tahminlerin mutlak değeri oldukça yüksektir.  $\beta$  değerinin 1'den büyük olması ( $\beta > 1$ ) ise elde edilebilir bilgiye karşı düşük bir tepki olduğunu ortaya koyar.

Diğer taraftan Cheng ve Firth (2000),  $GK_{t-1}$  değerini "1+ tahmin döneminden (t) önceki üç dönemin kâr gerçekleştirmeleri üzerinden hesaplanan bileşik büyüme oranı (g)" ile çarparak yeni bir model elde etmişlerdir. Araştırmacılar bu şekilde gerçekleşen kârlar ile zaman serisi modellerinden elde edilen kâr tahminlerini büyüme oranını da içine alacak şekilde ( $g * GK_{t-1}$ ) karşılaştırmayı amaçlamışlardır. Bu işlem sonucu ortaya çıkan yeni model kâr tahminleri için şu şekilde olmuştur;

$$\frac{GK_{it} - GK_{i(t-1)}}{GK_{i(t-1)}} = \alpha_{it} + \beta_{it} \left( \frac{GK_{i(t-1)} * G - GK_{i(t-1)}}{GK_{i(t-1)}} \right) \quad (6)$$

Burada;

- $GK_{it}$  : i firmasının t dönemindeki gerçekleşen kârını,  
 $GK_{i(t-1)}$  : i firmasının t döneminden önceki döneme ilişkin gerçekleşen kârını,  
 $TK_{it}$  : i firmasının t dönemine ilişkin tahmin edilen kârını,  
 $g$  :  $1+(i$  firmasının halka arzdan önceki üç yıla ait kârları üzerinden  
 $\alpha_{it}, \beta_{it}$  : Regresyon sonucu hesaplanan değerleri

göstermektedir.

### 3.6.2.2.3. Kâr Tahmini Gerçekleşme Diyagramı

Jelic ve diğerleri (1998), tahmin hatalarındaki değişim ve dağılımları belirlemek amacıyla bir tahmin gerçekleşme diyagramı (prediction realisation diagram) hazırlamışlardır. Bu diyagramda (7) numaralı denklem ile hesapladıkları kârlardaki tahmini değişimleri düşey eksende göstermişlerdir. (8) numaralı denklem ile hesapladıkları kârlardaki gerçekleşen değişimleri ise yatay eksende göstermişlerdir. Hatasız tahminleri ise ( $\Delta T_{it} - \Delta G_{it} = 0$ ) yatay eksene 45 derecelik bir açı ile çizilen doğru etrafında göstermişlerdir. Sonuçta ortaya çıkan analitik düzlem aşağıdaki gibi, her biri tahmin hatalarındaki farklı bir örneği gösteren 6 kısımdan oluşmuştur.

$$\Delta T_{it} = TK_{it} - GK_{i(t-1)} \quad (7)$$

$$\Delta G_{it} = GK_{it} - GK_{i(t-1)} \quad (8)$$

(7) ve (8) nolu eşitliklerde;

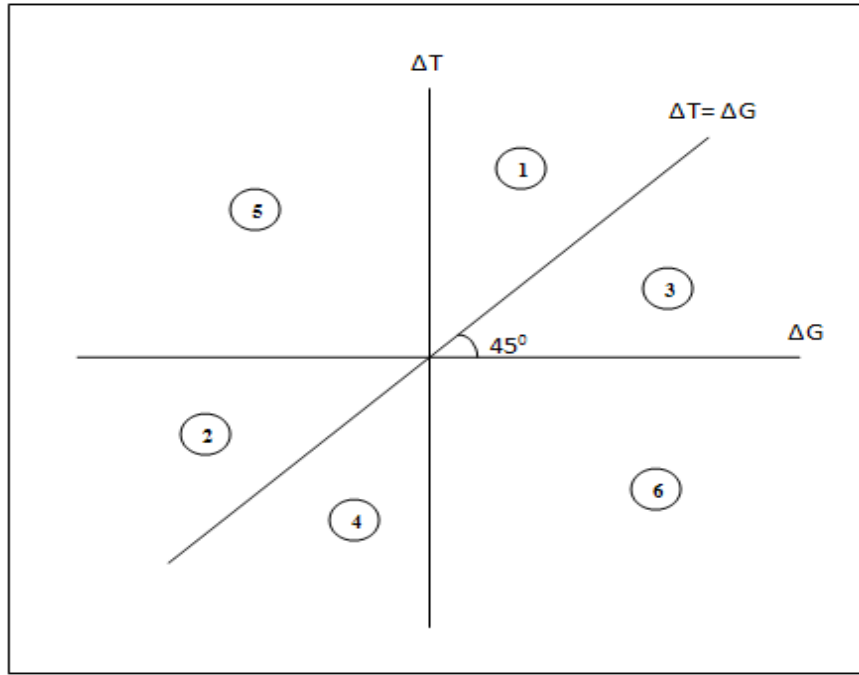
- $\Delta T_{it}$  : i firmasının t dönemine ilişkin kârlarındaki tahmini değişimi,  
 $\Delta G_{it}$  : i firmasının t dönemine ilişkin kârlarındaki gerçek değişimi,  
 $GK_{i(t-1)}$  : i firmasının tahmin yapıldığı dönemden bir önceki döneme ilişkin gerçekleşen kârını,



$GK_{it}$  : i firmasının t dönemindeki gerçekleşen kârını,  
 $TK_{it}$  : i firmasının t dönemindeki tahmini kârını

göstermektedir.

**Şekil 3: Kâr Tahmini Gerçekleşme Diyagramı**



**Kaynak:** Jelic ve diğerleri, 1998: 65

İyimser tahminler 45 derecelik doğrunun solunda yer alan 1, 2 ve 5 numaralı bölgelerde yer alırken, kötümser tahminler 45 derecelik doğrunun sağında yer alan 3, 4 ve 6 numaralı bölgelerde yer almaktadır. Tahmin gerçekleşme diyagramında 1. bölgede yer alan herhangi bir nokta, yöneticinin firmanın kârındaki bir artışı başarılı olarak tahmin ettiğini ifade etmektedir. Diğer taraftan, yöneticinin bu başarılı tahmini, kâr miktarındaki artışın büyüklüğü hakkında herhangi bir bilgi vermez. 2. bölgede yer alan herhangi bir nokta ise yöneticinin firmanın kârındaki bir azalışı doğru olarak tahmin ettiğini ifade etmektedir. Aynı şekilde yöneticinin bu başarılı tahmini, kâr miktarındaki azalışın büyüklüğü hakkında herhangi bir bilgi vermez. Tahmin gerçekleşme diyagramının 5. bölgesinde yer alan herhangi bir nokta ise esasında kârda azalma olduğu halde yöneticinin

firmanın kârının artacağı yönünde bir tahminde bulunduğunu ifade eder. 3, 4 ve 6. bölgeler ise 1, 2 ve 5. bölgelerin daha küçük örneklerini temsil etmektedir. Yani 3. ve 4. bölgedeki herhangi bir nokta yöneticinin firmanın kârındaki artış ve azalışı doğru olarak tahmin ettiğini ancak iyimser tahminin firmanın gelecekteki kârının büyüklüğü konusunda herhangi bir bilgi vermediğini ifade ederken; 6 bölgedeki herhangi bir nokta ise esasında kârda artış olduğu halde yöneticinin firmanın kârının azalacağı yönünde bir tahminde bulunduğunu ifade eder.

#### 3.6.2.2.4. Kâr Tahminlerinin Üstünlüğü

İstatistiksel tahmin modellerinin doğruluğu ile halka arz firmaları yöneticilerinin tahminlerini karşılaştıran çalışmaların sonuçları, istatistiksel tahmin modellerinin yönetim tahminlerinin yerine kullanılıp kullanılmayacağı konusunda bazı kanıtlar ortaya koyar. Cameron (1986), basit naive modeller<sup>9</sup> gibi az sayıda birkaç kâr tahmini modelinin yönetim tahminlerine göre doğruluk düzeyinin daha az olduğunu ifade etmiştir. Ancak, Box Jenkins modeli gibi daha karmaşık modellerden elde edilen sonuçlar kesin bir nitelik taşımaz (Imhoff ve Pare, 1982: 437).

Cheng ve Firth (2000)'e göre yöneticiler tahminlerini, halka arz tarihine kadar gerçekleşen sonuçlarla birleştirerek yapabilecekleri ve bunun yanında iş çevresindeki değişikliklerden kaynaklanabilecek etkileri de dikkate alabilecekleri için basit istatistiksel modellere göre daha başarılı tahminler yapabilme kabiliyetine sahiptirler.

Chen ve Firth (1999), Cheng ve Firth (2000) ve Lonkani ve Firth (2005) mutlak tahmin hatası (MTH) ile geçmiş dönemlere ait kâr gerçekleştirmelerini esas alan basit zaman serisi yöntemleri kullanılarak elde edilen kâr tahminlerinden hareketle hesaplanan tahmin hatası değerlerinin karşılaştırılabileceğini öne sürmüşlerdir. Araştırmacılar görüşlerine dayanak noktası olarak, Brown ve diğerleri (1987) tarafından ele alınan ve yatırım analistlerinin şirket kazançlarını tahmin etme kabiliyetlerini belirlemek amacıyla geliştirdikleri üstünlük (superiority) ölçüsünü ortaya koydukları çalışmayı almışlardır.

<sup>9</sup> Naive modeller, eldeki en son gözlem değerinin bir sonraki dönem için en iyi öngörü değeri olarak alınabileceği varsayımını yapan modellerdir. Naive modellerin en basiti;

$$\hat{Y}_{t+1} = Y_t \dots \dots \dots$$

formülü ile öngörü değeri belirleyen modellerdir. Bu modele göre hesaplanacak öngörü değerleri  $Y_t$ 'deki değişimleri çok yakından izler.

Brown ve diğeri (1987), kârlardaki gerçek değişimlere göre kâr tahminlerinin üstünlüğünü ölçen ve yönetim tahmin üstünlüğü olarak ifade ettikleri bir yöntem geliştirmişlerdir. Yönetim tahmin üstünlüğü, yöneticilerin kâr tahminlerini zaman serisi modellerine göre daha doğru olarak tahmin edebilme kabiliyetini ölçer.

Chen ve Firth (1999) Cheng ve Firth (2000), halka arz izahnamelerinde, halka arz firmalarının halka arz öncesi 3 yıla ilişkin dönem sonu mali tablolarına yer vermelerine bağlı olarak, kâr tahminlerine yönelik geliştirilen istatistiksel modellerin pratikte uygulanabilir olduklarını ifade etmişlerdir. Buradan hareketle Chen ve Firth (1999), Cheng ve Firth (2000) ve Lonkani ve Firth (2005) çalışmalarında, firmaların kâr tahminlerini belirlemek amacıyla tesadüfi hareket modeli (random walk model) ve büyüme modeli (growth model) olmak üzere iki ayrı istatistikî tahmin yöntemini kullanmışlardır. Tesadüfi hareket modeli, tahmini kârın halka arz olmadan önceki gerçekleşen en son kâr olduğunu öne sürer. Büyüme modeli ise tahmini kârın halka arz olmadan önceki gerçekleşen en son kâr'ın "1 + halka arz olmadan önceki iki yıl kârlarından elde edilen bileşik büyüme oranı" ile çarpılmasından elde edilen kâr olduğunu öne sürer.

Chen ve Firth (1999), Cheng ve Firth (2000) ve Lonkani ve Firth (2005) tesadüfi hareket ve büyüme modellerinden elde edilen tahmini kârlardan hareketle mutlak tahmin hatalarını hesaplamışlardır. Buna göre herhangi bir *i* firmasının ilk halka arzın *t* yılındaki mutlak tahmin hatası kâr tahminleri için tesadüfi hareket ve büyüme modellerine göre şu şekilde hesaplanır:

$$MTH(RW)_{it} = \frac{|GK_{it} - RWTK_{it}|}{|GK_{it}|} \quad (9)$$

$$MTH(G)_{it} = \frac{|GK_{it} - GTK_{it}|}{|GK_{it}|} \quad (10)$$

(9) ve (10) nolu eşitliklerde;

$MTH(RW)_{it}$  : *i* firmasının halka arzının *t* yılı için, tesadüfi hareket modeline göre hesaplanmış kâr tahminlerinden elde edilen mutlak tahmin hatasını,

- MTH(G)<sub>it</sub> : i firmasının halka arzının t yılı için, büyüme modeline göre hesaplanmış kâr tahminlerinden elde edilen mutlak tahmin hatasını,
- GK<sub>it</sub> : i firmasının halka arzının t yılındaki gerçekleşen kârını,
- RWTK<sub>it</sub> : i firmasının halka arzının t yılı için, tesadüfi hareket modeline göre hesaplanmış kâr tahminini,
- GTK<sub>it</sub> : i firmasının halka arzının t yılı için, büyüme modeline göre hesaplanmış kâr tahminini,

göstermektedir.

Yöneticilerin yapmış oldukları kâr tahminlerinin istatistiksel modellerden elde edilen kâr tahminlerine göre daha başarılı olduğunu ortaya koymak amacıyla, Lonkani ve Firth (2005) MTH(RW) ile MTH arasındaki fark olarak bir DIFF(RW) değeri ve MTH(G) ile MTH arasındaki fark olarak bir DIFF(G) değeri hesaplamışlardır. Söz konusu araştırmacılar, firma yöneticileri tarafından yapıлып halka arz izahnamelerinde açıklanan ve kâr tahminlerinin basit istatistiksel modellerden elde edilen kâr tahminlerine göre daha doğru olduğunu ortaya koymak amacıyla şu iki alternatif hipotezi kullanmışlardır;

$$H1 : DIFF(RW) = MTH(RW) - MTH > 0$$

$$H2 : DIFF(G) = MTH(G) - MTH > 0$$

Söz konusu araştırmacılar buradan hareketle, Brown ve diğerleri (1987) tarafından geliştirilip günümüze kadar çeşitli araştırmacılarca (örneğin Cheng ve Firth, 2000; Lonkani ve Firth, 2005) araştırmalarında kullanılan ve yöneticilerin kâr tahminlerini zaman serisi modellerine göre daha doğru olarak tahmin edebilme kabiliyetini ölçen üstünlük ölçüsünü şu şekilde ifade etmişlerdir:

$$SUP_{it} = \ln \left( \frac{GK_{it} - GK_{i(t-1)}}{GK_{it} - TK_t} \right)^2 \quad (11)$$

Burada;

- $SUP_{it}$  : i firmasının halka arzının t yılı için hesaplanmış, kârlardaki geçek değişimlere göre kârların tahmin edilmesindeki üstünlük düzeyini,  
 $GK_{it}$  : i firmasının halka arzının t yılında gerçekleşen kârını,  
 $GK_{i(t-1)}$  : i firmasının halka arzının t yılından önceki yıla ilişkin gerçekleşen kârını,  
 $TK_{it}$  : i firmasının halka arzının t yılı için tahmin ettiği kârını

göstermektedir.

(11) nolu eşitlikte pay kısmı t-1 döneminden t dönemine kâr değişimini gösterirken, payda kısmı ilk halka arz izahnamesinde yer alan tahmindeki hatayı ölçer. Pay kısmı ayrıca basit zaman serisi tahmin sürecinden elde edilen tahmin hatası olarak da düşünülebilir. Bu durumda  $GK_{t-1}$ , t yılındaki kârın tesadüfi hareket modelindeki tahminidir. Bu anlamda pozitif bir SUP değeri izahnamelerde yöneticiler tarafından yapılan kâr tahminlerinin tesadüfi hareket modeline göre elde edilen tahminlere göre daha doğru olduğunu gösterirken, negatif bir SUP değeri, izahnamelerde yöneticiler tarafından yapılan kâr tahminlerinin tesadüfi hareket modeline göre elde edilen tahminlere göre daha başarısız olduğunu ifade eder.

Cheng ve Firth (2000) ve Lonkani ve Firth (2005), Brown ve diğerleri (1987) tarafından geliştirilen üstünlük teorisini, tesadüfü hareket modeli ve büyüme modeli için olmak üzere iki ayrı zaman serisi modeli şeklinde ele almışlardır. Bu iki modele göre, izahnamelerde açıklanan kâr tahminleri ile basit istatistiksel modellerden elde edilen tahminleri karşılaştırmak için şu iki üstünlük ölçüsünü kullanmışlardır;

$$SUP(RW)_{it} = \log \left( \frac{GK_{it} - GK_{i(t-1)}}{GK_{it} - TK_{it}} \right)^2 \quad (12)$$

$$SUP(G) = \log \left( \frac{GK_{it} - GK_{i(t-1)} * g}{GK_{it} - TK_{it}} \right)^2 \quad (13)$$

(12) ve (13) nolu eşitliklerde;

$SUP(RW)_{it}$  : i firmasının halka arzın t yılı için halka arz izahnamesinde açıklanan kâr tahminlerinin tesadüfi hareket modeline göre üstünlüğünü,

$SUP(G)_{it}$  : i firmasının halka arzın t yılı için halka arz izahnamesinde açıklanan kâr tahminlerinin büyüme modeline göre üstünlüğünü,

$GK_{it}$  : i firmasının tahmin yapılan t dönemindeki gerçekleşen kârını,

$GK_{i(t-1)}$  : i firmasının tahmin yapılan t döneminden önceki döneme ilişkin gerçekleşen kârını,

$TK_{it}$  : i firmasının halka arzın t yılına ilişkin olarak tahmin ettiği kârını,

$g$  :  $1+(i$  firmasının halka arzdan önceki iki yıla ait kârları üzerinden hesaplanan bileşik büyüme oranı)'nı

göstermektedir.

Diğer taraftan Jelic ve diğerleri (1998), halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerini basit istatistiksel modeller ile karşılaştırmak için Theil'in eşitsizlik katsayısını (Theil's Inequality Coefficient-TIC) kullanmışlardır. TIC, kârlardaki tahmin ve gerçek değerlerdeki değişimlerden hareketle şu şekilde hesaplanır (Jelic ve diğerleri, 1998: 62);

$$TIC = \frac{\sum (\Delta T_{it} - \Delta G_{it})^2}{\sum (\Delta G_{it})^2} \quad (14)$$

Burada;

$TIC$  : Theil'in eşitsizlik katsayısı,

$\Delta T_{it}$  : i firmasının t dönemine ilişkin kârlarındaki tahmini değişimi,

$\Delta G_{it}$  : i firmasının t dönemine ilişkin kârlarındaki gerçek değişimi

göstermektedir.

TIC, basit naive modeller ile bir karşılaştırma yapılmasına imkân sağlayan basit ekonomik bir açıklamaya sahiptir. TIC değerinin sıfır olması başarılı bir tahmini gösterir.

Benzer şekilde kârlardaki tahmini değişim ( $\Delta T_{it}$ )'in sıfır olması durumunda TIC değeri 1'e eşit olur. Böylece TIC değerinin 1 olması basit naive modele göre bir tahmin yapıldığını gösterir. 1'den küçük değerler yöneticilerin modele göre daha iyi performans gösterdiklerini gösterirken, TIC değerlerinin 1'den büyük olması yöneticilerin başarısızlıklarının basit naive modele göre daha yüksek olduğunu gösterir.

### **3.6.2.2.5. Kâr Tahmin Doğruluğuna Etki Eden Faktörler**

Daha iyi tahmin performansını ortaya koymak amacıyla literatürde çeşitli değişkenler potansiyel faktörler olarak incelenmiştir. Bu çalışmada, 7 ayrı potansiyel faktörün tahmin doğruluğuna olan etkisi araştırılmıştır. Bunlar; firma büyüklüğü, firma yaşı, finansal kaldıraç düzeyi, yönetici-sahiplik düzeyi, denetim firması itibarı, yatırım bankası itibarı ve tahmin dönemi uzunluğudur.

Literatürde yapılan çalışmalar, büyük firmaların küçük firmalara göre gelecek dönemlerine ilişkin kârlarını tahmin etmelerinin daha kolay olduğunu ortaya koymuştur. Hagerman ve Ruland (1979)'a göre, büyük firmalar tahmin yapmaya yönelik olarak daha fazla iç ve dış kaynağa ulaşabilirler. Foster ve diğerleri (1984) ile Bernard ve Thomas (1990) ise, küçük firmaların kazançlarının daha az tahmin edilebilir olduğunu ve halka arz sonrası kazançlardaki sapmanın firma büyüklüğü ile ters orantılı olduğunu ileri sürmüşlerdir. Eddy ve Seifert (1992) ile Mak (1994)'a göre, büyük firmalar, modern bilgisayar teknolojilerine sahip olmaları daha kolay olduğu için ve daha incelikli tahmin yöntemleri kullanabildikleri için daha doğru tahminler yapabilirler. Diğer taraftan Firth ve Smith (1992), Brown ve diğerleri (2000) ile Dutta ve Gingler (2002), büyük firmaların piyasa ayarlamaları üzerinde daha etkin kontrol gücüne sahip olduklarını ve mukayeseli ölçek ekonomilerinden daha kazançlı çıktıklarını bunu da büyük firmaların kârlılıklarını daha az değişken, daha tahmin edilebilir ve daha doğru yaptığını ifade etmişlerdir. Jelic ve diğerleri (1998) ise küçük firmaların daha az istikrarlı kârlılık düzeylerine sahip olduklarını ve bu durumun da yöneticilere doğru tahminlerde bulunma açısından daha düşük fırsat sağladığını ileri sürmüşlerdir.

Literatürde firma büyüklüğü ölçüsü olarak, toplam varlık düzeyi, piyasa değeri, halka arzdan önceki son üç yıla ait ortalama satış tutarları gibi çeşitli ölçüler kullanılmıştır.

Bu araştırmada ise firmalar büyüklüklerine göre sıralanırken toplam varlık miktarları dikkate alınacak olup, tahmin doğruluğu ve firma büyüklüğü arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

**H7:** *Firma büyüklüğü ile tahmin hatası arasında negatif güçlü bir ilişki vardır.*

Firth ve Smith (1992) ve Lee ve diğerleri (1993)'ne göre, daha uzun faaliyet geçmişine sahip yaşlı firmalar daha çok piyasa deneyimine ve faaliyetleri üzerinde daha yüksek kontrol gücüne sahiptirler. Faaliyetler üzerinde sahip olunan bu kontrol gücü ise tahmin doğruluğunu artırır. Jaggi (1997)'ye göre ise, daha kısa faaliyet geçmişine sahip genç firmalar gelecekteki performansları üzerinde etkili olabilecek çevresel faktörleri anlayabilme ve değerlendirebilme konusunda daha az etkindirler. Araştırmacıya göre bu durum yeterli faaliyet geçmişine sahip olmayan genç firmaların doğru tahminler yapmalarını engeller. Ström (2006) de yine daha fazla faaliyet geçmişine sahip firmalarda geleceğe yönelik tahmin yapmanın daha kolay olacağını ileri sürmüştür.

Firma yaşının, firmanın faaliyette bulunduğu yıl olarak ele alındığı bu araştırmada, Türkiye'deki ilk halka arz firmaları için firma yaşı ve tahmin doğruluğu arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

**H8:** *Halka arz firması yaşı ile tahmin hatası arasında negatif güçlü bir ilişki vardır.*

Eddy ve Seifert (1992), firmanın risk ölçülerinden birisinin kaldıraç düzeyi olduğunu ve yüksek riskli firmaların ise geleceğe yönelik kârlılık düzeylerine ilişkin belirsizliğin daha çok olacağını ileri sürmüşlerdir. Mohamad ve diğerleri (1994) ile Cheng ve Firth (2000)'e göre ise, yüksek kaldıraç düzeyine sahip kârlı firmaların kârlılıkları daha değişkendir ve bu da kr tahminlerini daha riskli hale getirir. Bu görüşler çerçevesinde Firth ve Smith (1992) ve Chan ve diğerleri (1996) alışmalarında, kaldıraç düzeyi ile tahmin hatası arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu şeklinde hipotez oluşturmuşlardır. Diğer taraftan Jelic ve diğerleri (1998) alışmalarında, kaldıraç düzeyi ile tahmin doğruluğu arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu şeklinde hipotez oluşturmuşlardır. Jelic ve diğerleri (1998)'ne göre, yüksek kaldıraçlı firmalarda izleme maliyetleri daha yüksektir.



Araştırmacılar bu noktadan hareketle firmaların halka arzına aracılık eden yatırım bankaları yüksek kaldıraç düzeyine sahip firmalara temsil maliyetlerinin azaltılmasına yönelik olarak çok daha yoğun ve ayrıntılı izleme hizmeti sunacaklarını ve bunun da tahmin doğruluğunu artıracığını öne sürmüşlerdir.

Kaldıraç düzeyinin toplam yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı olarak hesaplandığı bu araştırmada, firma kaldıraç düzeyi ile tahmin doğruluğu arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

***H9:** Halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyi ile tahmin hatası arasında pozitif güçlü bir ilişki vardır.*

Halka arzla birlikte işletmelerin sahiplik yapılarında önemli değişiklikler olur. İşletme yönetici-sahiplerinin pay sahipliğindeki bir azalmanın, Jensen ve Meckling (1976) tarafından tanımlanan temsil problemini harekete geçirmesi muhtemeldir. Jensen ve Meckling (1976)'in temsil teorisine göre işletmeye yeni ortaklar alındığı zaman, yönetici-sahiplerin işletmeye karşı taşıdıkları teşvikler değişir. Teoride; yönetici-sahiplerin pay sahipliklerindeki bir azalmanın, işletmenin yönetici-sahipleri ile ortaklarının çıkarlarını birbirinden uzaklaştırabileceğine işaret edilir. Yönetici-sahipler, taşıdıkları pay sahipliğindeki azalmanın sonucu olarak, işletmenin değerini artırmaya yönelik olmayan kişisel harcamaları artırma eğilimi içine girerler ve buna bağlı olarak da yönetici-sahiplerle yeni ortaklar arasında çıkar çatışması artar. İşletme performansı bu durumdan olumsuz etkilenir. Yine aynı araştırmacılara göre, yönetici-sahiplerin işletme üzerinde önemli derecede pay sahipliği taşıyor olması temsil maliyetlerinde iyileşme sağlar.

Bu araştırmada tahmin doğruluğu ile yönetici-sahiplik düzeyi arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

***H10:** Yönetici-sahiplik düzeyi ile tahmin hatası arasında negatif güçlü bir ilişki vardır.*

De Angelo (1981), büyük altı grubu olarak ele aldığı itibarlı denetim firmalarının kaliteli denetim hizmeti üreticileri olduklarını ve bu sayede de daha başarılı ilk halka

arzlarla ilişkilendirilebileceklerini ifade etmiştir. Titman ve Trueman (1986)'a göre ise, itibarlı denetim firması seçimi firmalar açısından, daha özel ve uygulanabilir bilgiye sahip firmaların daha itibarlı denetim firmaları ile çalıştığına yönelik bir işaret olarak kabul edilebilir. Smunic ve Stein (1987)'e göre ise temsil teorisi çerçevesinde, yüksek itibarlı denetim firması seçimi firmaların maruz kalacağı temsil maliyetlerini azaltır. Aynı araştırmacılar, itibarlı firmaların ilk halka arzlarda kâr tahminlerinin açıklanmasında daha dikkatli davranacaklarını ve bu nedenle tahminlerinin doğruluk düzeylerinin daha yüksek olacağını ifade etmişlerdir.

Büyük-dört grubu içerisinde yer alana denetim firmalarının itibarlı denetim firmaları olarak alındığı bu araştırmada, tahmin doğruluğu ile denetim firması itibarı arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

***H11: Denetim firması itibarı ile tahmin hatası arasında negatif güçlü bir ilişki vardır.***

Temsil (Simunic ve Stein, 1987) ve işaret (Titman ve Trueman, 1986) hipotezleri çerçevesinde açıklanan denetim firması itibarı ve kâr tahminlerinin doğruluk düzeyi arasındaki ilişkiye benzer bir ilişki Booth ve Smith (1986) tarafından yatırım bankaları açısından ortaya konulmuştur. Bu araştırmacılara göre, yüksek itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilen firmalardaki kâr tahminlerinin doğruluk düzeyinin düşük itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilen firmalara göre daha yüksek olması beklenir. Benzer şekilde, Chen ve diğerleri (2001) ve Gounopoulos (2004)'da yatırım bankası itibarı ile kâr tahmin hatası arasında negatif yönde bir ilişki olduğunu ifade etmişlerdir.

Bu açıklamalardan hareketle, yatırım bankası itibarı ile tahmin doğruluğu arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

***H12: Yatırım bankası itibarı ile tahmin hatası arasında negatif güçlü bir ilişki vardır.***

Tahmin doğruluğuna etkisi olduğu öne sürülen ve literatürde etkisi çok çeşitli araştırmalarda incelenmiş, diğer bir faktör ise tahmin döneminin uzunluğudur. Dev ve Webb (1972) ile Mak (1989) tahmin dönemi uzunluğu ile tahmin hatası arasında doğru yönlü bir ilişki olduğunu ifade etmişlerdir. Ferris ve Hays (1977), Lee ve diğerleri (1993), Pedwell ve diğerleri (1994) ile Firth ve diğerleri (1995)'ne göre genelde tahmin dönemi uzunluğu arttıkça yapılan tahminlerin doğruluk düzeylerinin azalması beklenir. Bu beklentinin arkasında yatan temel düşünce ise, tahmin dönemi uzadıkça belirsizliğin ve beklenmedik gelişmelerin ortaya çıkma ihtimalinin artma eğilimi göstermesi ve bununda tahminlerin gerçekleşen değerlerden uzaklaşmasına neden olmasıdır. Diğer taraftan Jaggi (1997)'ye göre tahmin dönemi uzadıkça yöneticilerin yeni yatırım fırsatlarını değerlendirme imkânları artacak ve böylece tahminler gerçekleşen değerlere yaklaşacaktır.

Tahmin dönemi uzunluğunun halka arz izahnamesinin hazırlandığı tarih ile tahmin döneminin sonu arasındaki ay sayısı olarak hesaplandığı bu araştırmada, tahmin dönemi uzunluğu ile tahmin doğruluğu arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

***H13:** Tahmin dönemi uzunluğu ile tahmin hatası arasında pozitif güçlü bir ilişki vardır.*

Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğuna etki eden faktörlerin belirlenmesine yönelik olarak literatürde yapılan çalışmaların hemen hemen tamamında olduğu gibi, bu araştırmada da bağımlı değişken olarak mutlak tahmin hatası ölçümü kullanılmıştır. Çünkü Brown ve diğerleri (2000) tarafından da ifade edildiği gibi tahmin hatası, halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin eğilimini, mutlak tahmin hatası ise söz konusu tahminlerin doğruluğunu ortaya koyar.

Literatürde, halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğuna etki eden faktörlere ilişkin yapılan çalışmalar Tablo 3'de özetlenmiştir.

**Tablo 3: Tahmin Hatası Belirleyicilerine İlişkin Yapılan Çalışmalar**

Çalışma	Ülke	Firma Büyüklüğü	Denetim Firması İtibarı	Yatırım Bankası İtibarı	Kaldıraç Düzeyi	Tahmin Dönemi Uzunluğu	Firma Yaşı	Yönetici Sahiplik Düzeyi
Keasey ve McGuinness (1991)	İngiltere	✓	✓	✓		✓	✓	
Firth ve Smith (1992)	Yeni Zelanda	✓	✓		✓	✓	✓	
Pedwell ve diğerleri (1994)	Kanada	✓	✓	✓		✓	✓	
Jaggi (1997)	Hong Kong	✓	✓		✓	✓	✓	
Jelic ve diğerleri (1998)	Malezya	✓	✓		✓		✓	✓
Jaggi ve Jain (1998)	Hong Kong	✓				✓		
Chen ve Firth (1999)	Çin	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Yau ve Chun (1999)	Malezya	✓	✓		✓	✓	✓	
Hartnett ve Romcke (2000)	Avustralya	✓	✓					✓
Cheng ve Firth (2000)	Hong Kong	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Clarkson (2000)	Kanada	✓	✓		✓	✓	✓	
Chen ve diğerleri (2001)	Hong Kong	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Gounopoulos (2004)	Yunanistan	✓		✓	✓	✓	✓	✓
Lonkani ve Firth (2005)	Tayland	✓			✓	✓	✓	
Ström (2006)	İsveç	✓				✓	✓	
Jaggi ve diğerleri (2006)	Tayvan	✓				✓		
Chong ve Ho (2007)	Singapur	✓	✓			✓	✓	✓
Kwag ve Small (2007)	A.B.D.	✓						
<b>Bu araştırmada</b>	<b>Türkiye</b>	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Bu açıklamalar ışığında, Türkiye’de halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğuna etki eden faktörleri belirlemek amacıyla, tek bir zaman noktasında farklı değişkenlerin incelenmesine dayanan yatay kesit regresyon analizi kullanılmıştır. Araştırmanın bu kısmında kullanılacak yatay kesit regresyon modeli şu şekilde düzenlenmiştir:

$$MTH = \beta_0 + \beta_1 AT_{log} + \beta_2 YAS + \beta_3 KDRC + \beta_4 YSD + \beta_5 DFI + \beta_6 YBI + \beta_7 TDU + \varepsilon$$

Bu yatay-kesit regresyon modelinde;

- MTH : İlk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinden elde edilen mutlak tahmin hatasını göstermekte olup, (2) nolu eşitlik ile hesaplanmıştır.
- AT : Firma büyüklüğünü göstermekte olup, halka arz öncesi firmanın aktif toplamı olarak hesaplanmıştır.
- YAS : Halka arz firmasının yaşı olup, firmanın kuruluş tarihi ile halka arz olma tarihi arasındaki faaliyet yılı olarak hesaplanmıştır.
- KDRC : Halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyini göstermekte olup, (toplam borç / toplam aktif) oranı şeklinde hesaplanmıştır.
- YSD : Halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyini göstermekte olup, (1-halka arz oranı) olarak hesaplanmıştır.
- DFI : Denetim firması itibar düzeyini göstermekte olup; eğer halka arz firması yüksek itibarlı denetim firması denetiminde halka arz olmuşsa 1; aksi takdirde 0 değerini alan bir kukla değişken olarak denklemde yer almıştır.
- YBI : Yatırım itibar düzeyini göstermekte olup; eğer halka arz firması yüksek itibarlı yatırım bankası aracılığında halka arz olmuşsa 1; aksi takdirde 0 değerini alan bir kukla değişken olarak denklemde yer almıştır.
- TDU : Tahmin dönemi uzunluğunu göstermekte olup, firmanın halka arz olduğu zaman dilimi ile kâr tahmini yaptığı dönemin sonu arasındaki ay sayısı olarak hesaplanmıştır.

### **3.6.2.3. Tahmin Açıklama Eğilimleri ve Açıklanan Tahminlerin Doğruluğunun Hisse Senedinin Kısa ve Uzun Dönemli Performanslarına Etkisi**

Halka arz firmaların ilk halka arz izahnamelerinde ileriye yönelik kâr tahminlerini açıklamalarının ve açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senedi performansına etkisi sınırlı sayıda çalışmada ele alınmıştır. Söz konusu çalışmalarda hisse senedi kısa dönem (örneğin Chen ve Firth, 1999; Chen ve diğerleri, 2001) ve uzun dönem (örneğin Firth, 1997; Lonkani ve Firth, 2005) performans ölçüleri bağımlı değişken olarak yer almış, hisse senedi performansına etkisi araştırılan kâr tahmini açıklama ve açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunu ölçen tahmin hatası ölçüsü ise bağımsız değişken olarak yer almıştır. Bu bağımsız değişkenlere ilave olarak, çalışmalarda farklı kontrol değişkenlerine de araştırma modellerinde yer verilmiştir.

Araştırmanın bu kısımda öncelikle hisse senedi performansının kısa dönemli ve uzun dönemli olarak ölçülmesi ayrı ayrı olarak açıklanmıştır. Ardından halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama kararlarının hisse senedi kısa ve uzun dönemli performansına etkisi araştırılmıştır. Son olarak ise, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerinin doğruluk düzeyinin kısa ve uzun dönemli performansına etkisi incelenmiştir.

#### **3.6.2.3.1. Hisse Senedi Performansının Hesaplanması**

##### **3.6.2.3.1.1. Hisse Senedinin Kısa Dönem Performansının Hesaplanması**

Ritter (1991), Aggarwal ve diğerleri (1993) ve Kıymaz (1997) hisse senedi getirilerini ilk gün ham getiriler, ilk gün anormal getiriler ve piyasa getirisine göre düzeltilmiş kümülatif getiriler olarak incelemişlerdir.

*Ham Getiri (Initial Raw Return):* Halka arz edilen hisse senedinin halka arz fiyatı ile işlem gördüğü (ikincil piyasada) ilk gündeki kapanış fiyatı arasındaki yüzdesel farktır. Ham getiri piyasanın getirisinden bağımsız olan bir getiridir. i'inci halka arz için ham getiri şu şekilde hesaplanır;

$$r_{it} = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}} \quad (15)$$

Burada;  $P_{i0}$  ihraç fiyatını,  $P_{i1}$  ilk işlem günü kapanış fiyatını göstermektedir. Bu şekilde hesaplanan ilk getiriler, hisse senedi piyasasında gün içinde meydana gelen hareketlenmelere göre düzeltilmiş değerler değildir.

İncelenen tüm hisse senetlerinin ilk günkü ham getirileri bulunduktan sonra aşağıdaki formül yardımıyla hisse senetlerinin yıllar itibari ile ortalama ham getirisi hesaplanabilir.

$$R_{it} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n r_{it} \quad (16)$$

*Anormal Getiri (Abnormal Return):* Anormal getiri (düzeltilmiş getiri) halka ilk arzı gerçekleştiren hisse senedinin ham getirisinden, o dönem içerisinde elde edilen İMKB Bileşik Endeksi'nin getirisinin çıkartılmasıyla hesaplanır<sup>10</sup>. Eşitlik (15)'de hesaplanan getiri, başvuru dönemi sonu ile ilk işlem günü arasında bir zaman farkı olmayan piyasalar için geçerli olacaktır. Eğer söz konusu dönemde piyasa koşullarında dikkate değer değişikliklerin olması durumunda eşitlik (15)'de hesaplanan getirinin piyasa getirisine göre düzeltilmesi gerekmektedir. Bu durumda ilk getiri şu şekilde hesaplanır;

$$ar_{it} = \left( \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}} \right) - \left( \frac{M_{i1} - M_{i0}}{M_{i0}} \right) \quad (17)$$

Burada;  $P_{i0}$  ihraç fiyatını,  $P_{i1}$  ilk işlem günü kapanış fiyatını,  $M_{i1}$  ilk işlem günü sonundaki piyasa endeksini,  $M_{i0}$  başvuru dönemi sonundaki piyasa endeksini göstermektedir. Ritter (1991), bu tür bir düzeltmenin işleminin ilk getirileri üzerinde etkisinin çok küçük olduğunu sonucuna ulaşmış ve bu nedenle ihmal edilebilir bir etki

<sup>10</sup> Ritter (1991)'e göre göstergelere göre düzeltilmiş aylık getiriler, hisse senedi aylık ham getirilerinden 21 günlük aylık gösterge getirilerin çıkarılmasıyla hesaplanır. Ritter (1991) gösterge olarak;

(1) NASDAQ endeksi getirisini,  
(2) Amex-NYSE endeksi getirisini,  
(3) Endüstri ve büyüklüğe göre eşleştirilmiş firma getirilerini,  
(4) NYSE endeksinin büyüklük açısından en küçük %10'luk kısmının getirisi, kullanmıştır. Bu çalışmada ise gösterge olarak İMKB Bileşik endeksi getirisi kullanılmıştır.

olduğunu iddia etmiştir. Bununla birlikte bu çalışmada hisse senetlerinin kısa dönem performanslarının hesaplanması hem ham getiriler ve hem de düzeltilmiş ham getiriler şeklinde hesaplanmıştır.

Eşitlik (17)'nin sağ tarafı piyasa getirisi (MR) olarak düşünüldüğünde, *i* hisse senedi için anormal getiri formülü şu şekilde düzenlenebilir;

$$ar_{it} = R_{it} - MR_t \quad (18)$$

*n* adet hisse senedinden oluşan bir portföyün *t* ayındaki göstergeye göre düzeltilmiş ortalama getirisi, piyasaya göre düzeltilmiş getirilerin aritmetik ortalaması olarak şu şekilde hesaplanır;

$$AR_{it} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ar_{it} \quad (19)$$

Halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama ve açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senedi kısa dönem performansına etkisinin araştırıldığı çalışmalarda hisse senedi kısa dönem performans ölçümü için ağırlıklı olarak hisse senetlerinin ilk gün ham getirilerinin kullanıldığı görülmektedir. Bu nedenle çalışmada hisse senedi kısa dönem performans ölçüsü olarak (15) nolu eşitlik ile hesaplanan hisse senetleri ilk gün ham getirileri kullanılmıştır.

#### **3.6.2.3.1.2. Hisse Senedinin Uzun Dönem Performansının Hesaplanması**

Ritter (1991), ilk halka arzların uzun dönemli performanslarını belirlemek amacıyla kümülatif ortalama düzeltilmiş getiriler (Cumulative Abnormal Return-CAR) ve 3 yıllık elde tutma getirileri (Holding Period Return-HPR) olmak üzere iki ayrı ölçüm kullanmıştır.

Kısa dönem hisse senedi getirileri ilk getiri dönemini olarak isimlendirilen halka arz dönemini (normal olarak 1 gün) içerirken uzun dönem hisse senedi getirileri dönemi piyasa sonrası dönem yani halka arzdan sonraki ilk getiri dönemi hariç 3 yıllık dönem olarak tanımlanır. İlk getiri dönemi sıfıncı ay olarak tanımlanır ve bu dönem ilk işlem



günü dahil günlük ve haftalık getirileri kapsar. Piyasa sonrası dönem ise bunu takip eden 36 ayı içerir. Başka bir anlatımla piyasa sonrası dönem, her biri ilk halka arz tarihi ile ilişkili başarılı 21 işlem gününü içeren dönemler olan 36 ayı içerir. Buna göre; birinci ay, 2-22 arası günleri; ikinci ay, 23-43 arası günleri içerir. Eğer ilk getiri dönemi 1 günden daha uzun bir süre ise birinci dönem (ay) de aynı şekilde kısaltılır. Örneğin ilk getiri dönemi 6 gün ise birinci ay 7-22 arası günleri içerecektir.

Göstergeye göre düzeltilmiş aylık getiriler hisse senedi aylık ham getirilerinden 21 günlük aylık gösterge getirilerin çıkarılmasıyla (17) ve (18) nolu eşitliklerdeki şekliyle hesaplanır.

q ayından s ayına kadar kümülatif göstergeye göre düzeltilmiş piyasa sonrası performans ise, q ayından s ayına kadar göstergeye göre düzeltilmiş getirilerin toplamı olarak şu şekilde hesaplanır;

$$CAR_{q,s} = \sum_{t=q}^s AR_{it} \quad (19)$$

Eğer portföydeki bir firma listeden çıkarılırsa, o zaman bir sonraki ay için portföy getirisi portföyde kalan firmaların ağırlıklı ortalamaları şeklinde hesaplanır. İlk halka arzın listeden çıkarıldığı ay için ilk halka arz getirisi ve gösterge getirisi ayın başlangıcından firmanın listeden çıkarılmasına kadar olan günleri içerir.

Ritter (1991), göstergeye göre düzeltilmiş kümülatif ortalama getirilerin alternatif bir kullanımı olarak 3 yıllık elde bulundurma dönemi getirilerini hesaplamıştır.

$$HPR_{it} = \prod_{t=1}^{36} (1 + r_{it}) \quad (20)$$

Burada  $r_{it}$  i firmasının t ayındaki ham getirisidir.

Jelic (2007), elde bulundurma dönemi getirisini piyasa endeksi getirini de dikkate alarak şu şekilde hesaplamıştır;

$$HPR_{it} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + r_{mt}) \quad (21)$$

Ritter (1991) uzun vadeli performansı ayrıca, “Göreceli Refah Göstergesi (Wealth Relative: RW)” adını verdiği bir yöntem ile de ölçmüştür.

$$WR = \frac{1 + \text{Hisse senetlerinin 3 yıllık ortalama getirisi}}{1 + \text{Endeksin 3 yıllık ortalama getirisi}} \quad (22)$$

### 3.6.2.3.2. Kâr Tahmini Açıklama Eğilimlerinin Hisse Senedi Performansına Etkisi

Bir firmanın değerlendirme sürecinde yatırımcı ve analistler, halka arz izahnamelerinde açıklanan tahminler gibi değişik muhasebe bilgilerini kullanırlar. Clarkson (1992) kâr tahminleri ile ilgili işaretlerin değerlendirme ile ilişkili olduğunu ve bu tür tahminlerin gelecekteki kârlar için iyi haberler ortaya koyduğunu ifade etmiştir. Benzer şekilde Firth (1997), Firth (1998) ile Jog ve McConomy (1999), halka arz izahnamelerinde tahminlerin açıklanmasının ilk halka arzın fiyatlandırılması ile ilişkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Örneğin Jog ve McConomy (1999), kâr tahmini açıklamanın düşük fiyatlandırma ile ters yönlü ilişkili olduğunu ifade etmişlerdir. Söz konusu araştırmacılar ayrıca, iyimser tahmin açıklayan firmaların kötümser tahmin açıklayan firmalara göre daha düşük düşük fiyatlandırma düzeyine sahip olduklarını çalışmalarında ortaya koymuşlardır.

Firth (1998)’e göre, kâr tahminleri izahnamelerde yer alan en önemli değerlendirme değişkenidir ve yatırımcılar bu kâr tahminlerini değerlendirme sürecinde kullanırlar. Firth (1998) ayrıca, halka arzın ilk günündeki piyasa değerlerinin kâr tahminleri ile pozitif yönde ilişkili olduğunu ifade etmiştir. Firth (1997), Yeni Zelanda piyasası için yapmış olduğu araştırmada hisse senetleri kısa dönem getirilerinin ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminleri ile pozitif yönde ilişkili olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Diğer taraftan How ve Yeo (2001), Avustralya piyasası için yapmış oldukları çalışmada, tahmin açıklamanın hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performansı üzerindeki etkilerini araştırmış olup, tahmin açıklama ile ilk halka arz fiyatlandırması arasında herhangi bir ilişkiye ulaşamamışlardır. Benzer şekilde Al-Ahmad ve Saadouni (2006), İngiltere piyasası için yapmış oldukları araştırmada, firmaların tahmin açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemli performanslarına etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda firmaların tahmin açıklama eğilimlerinin hisse senedinin hem kısa dönemli ve hem de uzun dönemli performansı üzerinde anlamlı bir etki taşımadığı sonucuna ulaşmışlardır. Jelic (2007)'de yine İngiltere piyasası için yapmış olduğu çalışmada, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin kısa dönemli performansları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırma sonunda kâr tahmini ile hisse senedi kısa dönemli performansı arasında ters yönlü anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Ström (2006)'e göre, teorik olarak daha fazla tahmin açıklama düşük fiyatlandırmayı azaltır ve bu nedenle de izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerine yer veren firmalar diğer firmalara göre daha az düşük fiyatlandırma düzeyine sahip olur. Yani bu firmalara ait hisse senetlerinin kısa dönem performansları daha düşük olur.

Bu açıklamalar ışığında, Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde geleceğe yönelik kâr tahminlerini açıklama eğilimleri ile hisse senetlerinin kısa dönem performansları (düşük fiyatlandırma) arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

***H14: Tahmin açıklama ile hisse senetlerinin kısa dönem performansları (düşük fiyatlandırma) arasında negatif güçlü bir ilişki vardır.***

Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin kısa dönem performanslarına etkisi, tek bir zaman noktasında farklı değişkenlerin incelenmesine dayanan yatay kesit regresyon analizi ile araştırılacaktır. Regresyon modelinde, hisse senetleri kısa dönem performans göstergesi olan düşük fiyatlandırma düzeyleri bağımlı değişken olarak yer alacaktır. Söz konusu

regresyon modelinde, hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerinde etkisi araştırılacak olan tahmin açıklama eğilimleri ise bağımsız değişken olarak yer alacaktır. Yatay kesit regresyon modelinde tahmin açıklama eğilimi dışında, halka arz olmadan önceki kâr miktarlarındaki değişkenlik, halka arz esnasında halka arz firmasının mali tablolarını denetleyen denetim firmalarının itibar düzeyleri ve halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyi şeklinde üç ayrı bağımsız değişkene de kontrol değişkenleri olarak yer verilecektir.

Jensen ve Meckling (1976) tarafından geliştirilen temsil teorisinde, firmaların halka arz edilmesiyle yöneticilerin sahiplik oranının azalmasının, yönetici ve hissedarlar arasında bir temsil problemine neden olacağı ve bunun da firma performansını olumsuz etkileyeceğine işaret edilir.

Leland ve Pyle (1977) tarafından geliştirilen işaret hipotezi ise, sahiplik yapısının yöneticiler tarafından halka arzla ilgili bir kalite işareti olarak kullanılacağını ileri sürer. Bununla birlikte, fiyatlandırmanın daha doğru yapılması halka arz kalitesinin bir gereği olarak karşımıza çıkar. Daha doğru yapılan fiyatlandırma ise olağandışı ilk getirilerin daha az olmasına ve dolayısıyla düşük fiyatlandırma derecesinin daha düşük gerçekleşmesine neden olur.

Titman ve Trueman (1986) tarafından ileri sürülen işaret modelinde, ilk halka arz firmasının değerini belirlemede denetçi kalitesinin yatırımcılar açısından faydalı bilgiler sunacağına işaret edilir. Yüksek kaliteli firma sahipleri, eğer yüksek kaliteli ve dolayısıyla daha pahalı denetçilere denetçilerle çalışırlarsa ilk halka arzdan daha yüksek kazanç sağlarlar. Titman ve Trueman (1986)'a göre, yüksek kaliteli denetçi ilk halka arzla ilgili finansal tabloları daha yüksek bir doğruluk seviyesinde onaylarlar. Bu da, halka arzın ilk getirisinin daha düşük olması anlamını taşımaktadır. Bununla birlikte Bachar (1989), Titman ve Trueman (1986)'a ait bu modelin, yüksek kaliteli denetçilerin daha ayrıntılı denetim sayesinde ihraççılarca bilinmeyen yeni bilgileri bulması durumunda söz konusu olacağını ileri sürmüştür.

Ele alınan söz konusu işaret modellerinden hareketle ilk halka arzlardaki denetim kalitesi ile ilgili olarak yapılan araştırmalarda, bir halka arzın ilk getirisinin, muhasebe raporlarını onaylayan denetim firmasının itibarı ile ters orantılı olduğu ortaya konulmuştur.

Jelic ve diğerleri (1998), Cheng ve Firth (2000) ile Lonkani ve Firth (2005), halka arz öncesi firma net kârlarındaki değişimin yüksek oluşunun firmaların ileriye yönelik tahmin yapmalarını zorlaştıracakını bunun da yapılan tahminlerin doğruluğunu etkileyeceğini ifade etmişlerdir. Yanlış tahminler ise hisse senetlerinin fiyatlarının belirlenmesi konusundaki belirsizliği artırır. Bilson ve diğerleri (2003)'ne göre bu belirsizlik düşük fiyatlandırma düzeyini artırır.

Geçmiş dönemlere ilişkin faaliyet performansları konusunda daha çok bilgiye sahip olan yöneticilerin gelecek dönemlere ilişkin performansları tahmin etmeleri daha kolaydır. Diğer taraftan, geçmiş dönemlerdeki kazançlarında yüksek değişkenlik görülen firmaların gelecek dönemlere ilişkin kazançları tahmin etmeleri daha zordur. Al-Ahmad ve Saadouni (2006), firmanın geçmiş dönemlere ait kâr miktarlarındaki değişkenliğin firmanın risklilik düzeyinin bir göstergesi olduğunu ve geçmiş dönem kârlarında yüksek değişkenlik görülen firmaların daha riskli ve daha az istikrarlı firmalar olduğunu ifade etmişlerdir. Söz konusu araştırmacılar, buradan hareketle geçmiş dönem kârlarında değişkenlik görülen firmaların gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini yapmalarının zor olduğunu iddia etmişlerdir.

Bu açıklamalar doğrultusunda, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklama eğilimlerinin firma hisse senetlerinin kısa dönem performansları (düşük fiyatlandırma) üzerindeki etkisini belirlemek için kullanılacak yatay kesit regresyon modeli şu şekilde düzenlenmiştir;

$$IR = \beta_0 + \beta_1TAHA + \beta_2VHE + \beta_3YSD + \beta_4DFİ + \epsilon$$

Bu regresyon modelinde;

- IR : Hisse senedinin ilk günkü getirisini göstermekte olup, (15) nolu eşitlik ile hesaplanmıştır.
- TAHA : Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kr tahmini açıklama durumlarını göstermekte olup; eğer firma ilk halka arz izahnamesinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklıyorsa 1, aksi takdirde 0 değerini alan bir kukla değişken olarak denklemde yer almıştır.
- VHE : Halka arz öncesi firma kârlılığındaki değişim olup, halka arz öncesi 3 yıla ait net kâr tutarlarındaki değişim varyansı olarak hesaplanıtır.
- YSD : Halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyini göstermekte olup, (1-halka arz oranı) olarak hesaplanmıştır.
- DFI : Denetim firması itibar düzeyini göstermekte olup; eğer halka arz firması yüksek itibarlı denetim firması denetiminde halka arz olmuşsa 1; aksi takdirde 0 değerini alan bir kukla değişken olarak denklemde yer almıştır.

Literatürde yapılan bazı çalışmalar, yüksek ilk gün getirisine sahip firmaların daha kötü uzun dönemli performansa sahip olduklarını ortaya koymuştur. Ritter (1991) ve Jelic ve diğerleri (2001), yüksek dk fiyatlandırma düzeyine sahip firmaların aynı zamanda daha zayıf uzun dönemli performansa sahip olduklarını ifade etmişlerdir. Teori, kaliteli firmaların, firmalarının üstünlüğü konusunda piyasaya işaret vermek isteyeceklerini ve tahmin açıklamayı bu Şekilde bir işaret olarak kullanacaklarını ifade eder. Bu, yöneticilerin izahnamelerde tahminlere yer vererek firmalarının değeri konusunda yatırımcılara işaret verecekleri ve bununda daha dk düzeyde dk fiyatlandırma ve daha iyi uzun dönemli performansı içereceği anlamına gelir. Welch (1989), firmadan gelen pozitif bir işaretin firmayı daha yüksek bir piyasa değerine taıyacağını ve bunun da Leland ve Pyle (1977) tarafından ortaya konan işaret hipotezine uyumlu bir sonuç olduğunu ifade etmiştir.

Jog ve McConomy (2003) alımalarında benzer sonuçlara ulatırmılardır. Araştırmacılar, isteğe bağlı olarak yapılan yönetici kr tahmini açıklamalarının bilgi asimetrisini ve belirsizliği azalttığını ifade ederek, ilk halka arz izahnamelerinde yönetici kr tahminlerini açıklayan firmaların daha iyi halka arz sonrası performansa sahip

olduklarını iddia etmişlerdir. Bunun da ötesinde araştırmacılar, tahmin açıklamayan firmaların tahmin açıklayan firmalara göre uzun dönemde önemli ölçüde daha kötü performans gösterdiklerini ortaya koymuşlardır. Bu sonuç, tahmin açıklayan firmaların tahmin açıklamayan firmalara göre uzun dönemde daha iyi performans gösterdiklerini ifade etmektedir

Bu açıklamalar doğrultusunda, halka arz izahnamelerinde yönetici-kar tahminlerini açıklayan firmaların halka arz izahnamelerinde yönetici-kar tahminlerini açıklamayan firmalara göre uzun dönemde daha iyi performansa sahip olacakları beklenmekte olup bu durum şu hipotez ile test edilmiştir:

***H15:** Tahmin açıklama ile hisse senetlerinin uzun dönem performansları arasında pozitif güçlü bir ilişki vardır.*

Araştırmanın bu kısmında da yine yatay kesit regresyon analizi kullanılmıştır. Regresyon modelinde, hisse senetleri uzun dönem performans ölçümünün bağımlı değişken olarak yer almıştır. Söz konusu regresyon modelinde, hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerinde etkisini araştırılacak olan tahmin açıklama eğilimleri bağımsız değişken olarak yer alacaktır. Yatay kesit regresyon modelinde tahmin açıklama eğilimleri dışında, hisse senetlerinin ilk gün getirileri, halka arz olmadan önceki kâr miktarlarındaki değişkenlik, halka arz esnasında halka arz firmasının mali tablolarını denetleyen denetim firmalarının itibar düzeyleri ve halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyi şeklinde dört ayrı bağımsız değişkene de kontrol değişkenleri olarak yer verilecektir.

Bu açıklamalardan hareketle, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklama kararlarının firma hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerindeki etkisini ortaya koyacak yatay kesit regresyon modeli şu şekilde düzenlenmiştir;

$$CAR = \beta_0 + \beta_1TAHA + \beta_2IR + \beta_3VHE + \beta_4YSD + \beta_5DFİ + \varepsilon$$

Bu regresyon modelinde;

- CAR : Hisse senetlerinin uzun dönem (1 yıl) performanslarını göstermekte olup, (19) nolu eşitlik ile hesaplanmıştır.
- TAHA : Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama durumlarını göstermekte olup; eğer firma ilk halka arz izahnamesinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklıyorsa 1, aksi takdirde 0 değerini alan bir kukla değişken olarak denklemde yer almıştır.
- IR : Hisse senedinin ilk günlük getirisini göstermekte olup, (15) nolu eşitlik ile hesaplanmıştır.
- VHE : Halka arz öncesi firma kârlılığındaki değişim olup, halka arz öncesi 3 yıla ait net kâr tutarlarındaki değişim varyansı olarak hesaplanmıştır.
- YSD : Halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyini göstermekte olup, (1-halka arz oranı) olarak hesaplanmıştır.
- DFI : Denetim firması itibar düzeyini göstermekte olup; eğer halka arz firması yüksek itibarlı denetim firması denetiminde halka arz olmuşsa 1; aksi takdirde 0 değerini alan bir kukla değişken olarak denklemde yer almıştır.

### **3.6.2.3.3. Kâr Tahminlerinin Doğruluğunun Hisse Senedi Performansına Etkisi**

Firth (1998)'e göre, ilk kez halka arz olmuş bir firmanın hisse senedini satın almak, ilk halka arzlar ile ilgili bilgi eksikliğinden dolayı mevcut durumda borsada işlem gören bir firmanın hisse senedini satın almaktan daha riskli bir işlemdir. Yöneticiler ve potansiyel yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi, yeni bir halka arza yatırımcı olarak katılıp katılmama konusunda karar aşamasında olan yatırımcılar için temel bir belirsizlik kaynağıdır. Bu durumlarda yatırımcılar, yöneticiler tarafından ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan bilgilere güvenmek durumunda kalmaktadırlar.

İlk halka arzların değerlemesi ve performansları konusu araştırmacılarca önemli ölçüde ilgi gören bir konudur. Konu ile ilgili araştırmalar, yöneticilerin firmanın doğru değeri konusunda dışarıdaki yatırımcılara nasıl bir işaret verebileceği konusunu açıklığa



kavuşturmayı amaçlamışlardır. Araştırmalarda ele alınan söz konusu işaretler Leland ve Pyle (1977) tarafından geliştirilen elde bulunan sahiplik (retained ownership) ve düşük fiyatlandırmadır. Leland ve Pyle (1977), ilk halka arz değerlemesinin, halka arzdan sonra halka arzdan önceki hissedarların (girişimcilerin) ellerinde kalan sahiplik yüzdesinin bir fonksiyonu olduğunu iddia eden bir model geliştirmişlerdir. Hughes (1986) ise Leland ve Pyle (1977) tarafından geliştirilen işaret modelini iki değişkenli model olarak genişletmiştir. Hughes (1986)'e göre firma değeri, elde bulunan sahiplik yüzdesi ile yöneticiler tarafından gelecek dönemlere ilişkin olarak beklenen nakit akımları gibi doğrudan açıklanan bilgilerin bir fonksiyonudur. Dolayısıyla yöneticiler tarafından halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin hisse senedi performansına etkisi beklenen bir durumdur.

Tahmin doğruluğu ve hisse senetlerinin ilk gün getirileri arasındaki ilişkiyi ele alan bir başka çalışmada ise Benveniste ve Spindt (1989), hisse senetlerinin ilk gün getirilerinin tahmin hatası ile ölçülebilen belirsizliğin pozitif bir fonksiyonu olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Firma yöneticilerinin yapmış oldukları kâr tahminlerinin ilgili döneme ilişkin gerçekleşen kâr miktarından büyük olması (tahmin hatası değerinin negatif olması durumu) yöneticilerin iyimser eğilimde tahmin yaptıklarını gösterir. Firma yöneticilerinin yapmış oldukları kâr tahminlerinin ilgili döneme ilişkin gerçekleşen kâr miktarından küçük olması (tahmin hatasının pozitif olması durumu) ise yöneticilerin kötümser eğilimde tahmin yaptıklarını gösterir. Chen ve Firth (1999)'e göre, ilk işlem günü sonunda elde edilen piyasa değeri kâr tahminlerinin bir fonksiyonudur. Araştırmacılara göre eğer yatırımcılar tahmin edilen kârların en azından iyimser ya da kötümser şeklinde yönünü önceden tahmin edebiliyorlar ise bu durumda tahmin hatası ile ilk gün piyasa değeri arasında pozitif bir ilişki ortaya çıkar. Bunun da ötesinde araştırmacılar, eğer ihraç fiyatının kâr tahmininin bir fonksiyonu ve düşük fiyatlandırmanın da sabit bir yüzde olduğu varsayılırsa o zaman ilk getirilerde gözlemlenen herhangi bir değişimin rasyonel yatırımcıların kâr tahminlerinin doğruluğu ile ilgili algılamalarının bir fonksiyonu olabileceğini ifade etmişlerdir. Araştırmacılar bu noktada, tahmin hatası ile ilgili olarak önceden yapılan tahminleri sonradan gerçekleşen tahmin hatalarının bir göstergesi olarak almışlardır.

Diğer taraftan Chen ve diğerleri (2001)'ne göre, eğer kâr tahmini öncelikli olarak yatırımcılar tarafından iyimser (kötümser) olarak değerlendirilirse, bu durumda piyasa değeri ve böylece de hisse senetlerinin ilk getirileri, kâr tahminlerinin doğru olarak değerlendirildiği ilk halka arz firmalarına göre daha düşük (yüksek) olur. Çünkü Cehn ve Firth (1999) tarafından da ifade edildiği gibi, eğer yatırımcılar yapılan kâr tahminlerinde bir hata olduğunu düşünürlerse pozisyonlarını buna göre düzenleyeceklerdir. Rasyonel yatırımcılar, iyimser tahminlerde buldukları yani tahmin edilen kâr miktarına ulaşamayacaklarını düşündükleri firmaların hisse senetlerine diğer firmaların hisse senetlerine göre daha az talep gösterecektir. Bu durum, tahminin altında gerçekleşen kâra ulaşan firmaların, tahminin üstünde gerçekleşen kâra ulaşan firmalara göre ilk gün getirilerinin daha düşük ve dolayısıyla kısa dönem performanslarının da daha düşük olması anlamına gelir.

Bu açıklamalar paralelinde, halka arz izahnamelerinde açıklanan yönetici kâr tahminlerinin doğruluğu ile hisse senetlerinin ilk gün getirileri olarak hesaplanan kısa dönem performansları arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

***H16:** Kâr tahmin doğruluğu ölçüsü olan tahmin hatası ile hisse senetlerinin kısa dönem performansları arasında pozitif güçlü bir ilişki vardır.*

Kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin kısa dönem performanslarına etkisini belirlemek amacıyla kullanılacak yatay kesit regresyon modelinde, hisse senetleri kısa dönem performans ölçümünün bağımlı değişken olarak yer alacaktır. Söz konusu yatay kesit regresyon modelinde, hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerinde etkisi araştırılacak tahmin doğruluğu değişkeninin ölçüsü olan mutlak tahmin hatası ölçümü ise bağımsız değişken olarak yer alacaktır. Yatay kesit regresyon modelinde tahmin hatası dışında, halka arz olmadan önceki kâr miktarlarındaki değişkenlik, halka arz esnasında halka arz firmasının mali tablolarını denetleyen denetim firmalarının itibar düzeyleri ve halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyi şeklinde üç ayrı bağımsız değişkene de kontrol değişkenleri olarak yer verilecektir.

Bu açıklamalar ekseninde, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin olarak açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğunun bir ölçüsü

olan tahmin hatasının hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerindeki etkisini belirleyecek yatay kesit regresyon modeli şu şekilde düzenlenmiştir;

$$IR = \beta_0 + \beta_1 TH + \beta_2 VHE + \beta_3 YSD + \beta_4 DFI + \varepsilon$$

Bu regresyon modelinde;

- IR : Hisse senedinin ilk günlük getirisini göstermekte olup, (15) nolu eşitlik ile hesaplanmıştır.
- TH : Yöneticilerin isteğe bağlı olarak açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatasını göstermekte olup, (1) nolu eşitlik ile hesaplanmıştır.
- VHE : Halka arz öncesi firma kârlılığındaki değişim olup, halka arz öncesi 3 yıla ait net kâr tutarlarındaki değişim varyansı olarak hesaplanmıştır.
- YSD : Halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyini göstermekte olup, (1-halka arz oranı) olarak hesaplanmıştır.
- DFI : Denetim firması itibar düzeyini göstermekte olup; eğer halka arz firması yüksek itibarlı denetim firması denetiminde halka arz olmuşsa 1; aksi takdirde 0 değerini alan bir kukla değişken olarak denkleme yer almıştır.

Firth (1997) çalışmasında, ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu ile hisse senetlerinin uzun dönem performansları arasında pozitif bir ilişki olduğunu öne süren bir hipotez önermiştir. Araştırmacıya göre halka arzı takiben yatırımcılar inandıkları kâr tahminlerinin ne kadar doğru olacağını devamlı olarak değerlendirecekler ve buna paralel olarak ise fiyat beklentilerini revize edeceklerdir.

Firth (1999), yatırımcıların yeni bir halka arzı değerlendirirken ağırlıklı olarak izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerine güveneceklerini ifade etmiştir. Araştırmacıya göre, eğer bu tahminler doğru olarak gerçekleşmez ise o zaman hisse senetlerinin fiyatları ortaya çıkan bu hatadan veya gerçekleşen kârların ilan edilmesinden önce yatırımcıların kârların gerçekleşmesi konusundaki öngörülerinden etkilenir.

Lonkani ve Fith (2005)'de yine kâr tahminlerinin yeni halka arzları değerlendirmede temel bir faktör olduğunu ve söz konusu kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatalarının halka arz sonrası hisse senetlerinin uzun dönemli performanslarının temel bir belirleyicisi olmasının beklenebileceğini ileri sürmüşlerdir. Söz konusu araştırmacılara göre, gerçekleşen kâr miktarları tahmini kâr miktarlarını aşan yani kötümser eğilimde kâr tahmini yapan firmaların daha yüksek halka arz sonrası performansa ulaşmaları beklenir. Araştırmacılar, gerçekleşen kâr miktarları tahmin edilen kâr miktarlarından düşük olan yani iyimser eğilimde kâr tahmini yapan firmaların ise halka arz sonrası daha düşük performansa sahip olmalarının beklenebileceğini ifade etmişlerdir.

Bu çerçevede hisse senetlerinin halka arz sonrası uzun dönemli performansları ile ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu arasındaki ilişki şu hipotez ile test edilmiştir:

***H17:** Kâr tahmin doğruluğu ölçüsü olan tahmin hatası ile hisse senetlerinin uzun dönem performansları arasında pozitif güçlü bir ilişki vardır.*

Kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin uzun dönem performanslarına etkisini belirlemek amacıyla kullanılacak yatay kesit regresyon modelinde, hisse senetlerinin uzun dönem performans ölçümleri bağımlı değişken olarak yer alacaktır. Söz konusu yatay kesit regresyon modelinde, hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerinde etkisi araştırılacak tahmin doğruluğunun ölçüsü olan tahmin hatası ölçümü ise bağımsız değişken olarak yer alacaktır. Yatay kesit regresyon modelinde tahmin hatası dışında, hisse senetlerinin ilk gün getirileri, halka arz olmadan önceki kâr miktarlarındaki değişkenlik, halka arz esnasında halka arz firmasının mali tablolarını denetleyen denetim firmalarının itibar düzeyleri ve halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyi şeklinde dört ayrı bağımsız değişkene de kontrol değişkenleri olarak yer verilecektir.

Bu açıklamalardan hareketle, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğunun bir ölçüsü olan tahmin hatasının firma hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerindeki etkisini ortaya koyacak yatay kesit regresyon modeli şu şekilde düzenlenmiştir;

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 TH + \beta_2 IR + \beta_3 VHE + \beta_4 YSD + \beta_5 DFI + \varepsilon$$

Bu regresyon modelinde;

- CAR : Hisse senetlerinin uzun dönem (1 yıl) performanslarını göstermekte olup, (19) nolu eşitlik ile hesaplanmıştır.
- TH : Yöneticilerin isteğe bağlı olarak açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatasını göstermekte olup, (1) nolu eşitlik ile hesaplanacaktır.
- IR : Hisse senedinin ilk günlük getirisini göstermekte olup, (15) nolu eşitlik ile hesaplanmıştır.
- VHE : Halka arz öncesi firma kârlılığındaki değişim olup, halka arz öncesi 3 yıla ait net kâr tutarlarındaki değişim varyansı olarak hesaplanmıştır.
- YSD : Halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyini göstermekte olup, (1-halka arz oranı) olarak hesaplanmıştır.
- DFI : Denetim firması itibar düzeyini göstermekte olup; eğer halka arz firması yüksek itibarlı denetim firması denetiminde halka arz olmuşsa 1; aksi takdirde 0 değerini alan bir kukla değişken olarak denklemde yer almıştır.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4. KÂR TAHMİNİ AÇIKLAMA EĞİLİMLERİ ve KÂR TAHMİNLERİNİN DOĞRULUĞUNA İLİŞKİN BULGULAR

#### 4.1. Kâr Tahmini Açıklama Eğilimlerine İlişkin Bulgular

Literatürde firmaların halka arz izahnamelerinde isteğe bağlı bilgi açıklamaları ile ilgili çalışmalar (Jog ve McConomy, 2003; Al-Ahmad ve Saadouni, 2006; Jelic, 2007) genelde tahmin açıklamanın bilgi asimetrisini azaltıcı etkisi ile hisse senedi performansını etkileyeceği noktasından hareketle yapılmıştır. Diğer taraftan sınırlı sayıdaki çalışmada (Al-Ahmad ve Saadouni, 2006; Ström, 2006; Jelic, 2007) firmaların tahmin açıklama kararlarında etkili olan faktörler ele alınmıştır.

Araştırmanın bu kısmında, Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklama eğilimleri ve bu eğilimlerine etki eden faktörlere ilişkin bulgulara, literatürde bu konuyu ele almış sınırlı sayıdaki çalışma doğrultusunda yer verilmiştir. Bu amaçla ilk olarak, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerine ilişkin özet bilgiler verilmiştir.

Tablo 4'de görüldüğü gibi 1998-2007 yılları arasında Türkiye'de toplam 82 firma ilk kez halka arz olmuş ve bu firmaların 38'i (%46) ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerine yer vermişlerdir. İlk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerine yer veren firmaların büyük bir çoğunluğunu 2003 yılından sonra halka arz olan firmalar oluşturmaktadır. Bu durum, Türkiye sermaye piyasasında kamuyu aydınlatma düzenlemelerine ilişkin 2000'li yıllardan sonra yaşanan gelişmelerin ve aynı zamanda AB'ye uyum çalışmalarının bir sonucu olarak değerlendirilebilir. Tablo 4'deki verilere göre, izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmaların ilk kez halka arz

olurken sermayelerinin ortalama olarak %25 oranındaki kısmını halka arz ettikleri görülmektedir.

**Tablo 4: Tahmin Açıklayan Firma Veri Setine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler**

Yıllar	Halka Arz Sayısı <sup>11</sup>	Kâr Tahmini Açıklayan	Ortalama Halka Arz Oranı (%)	Toplam Nominal Tutar (\$)	Toplam Hasılat (\$)
1998	13	3	23,33	2 269 664	17 572 848
1999	2	1	7,00	324 977	3 574 745
2000	32	6	17,69	45 303 892	1 859 061 975
2001	-	-	-	-	-
2002	3	1	16,00	243 128	21 152 156
2003	2	-	-	-	-
2004	10	9	27,26	94 412 480	446 681 282
2005	5	4	36,61	25 392 119	467 672 365
2006	9	9	28,92	213 781 786	919 421 806
2007	6	5	30,64	204 550 411	1 066 311 185
Toplam / Ortalama	82	38	25,36	586 278 456	4 801 448 361

Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklama eğilimleri ve bu eğilimlerine etki eden faktörleri belirlemek amacıyla ikinci olarak, üçüncü bölümde ayrıntılı olarak açıklandığı üzere firmaların gelecek dönemlere ilişkin tahminlerini açıklama kararlarına etkisi olduğu literatürde araştırılmış 6 ayrı faktörün, Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimleri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Söz konusu bu faktörler firma büyüklüğü, firma yaşı, kaldıraç düzeyi, yönetici-sahiplik düzeyi, denetim firması itibarı ve yatırım bankası itibarıdır.

<sup>11</sup> Yatırım ortaklıkları ve gayri menkul yatırım ortaklıkları dışındaki halka arzları içermektedir.

Firmaların halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerine etkisi araştırılan faktörlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler hem izahnamelerinde kâr tahmini açıklayan firmalar hem de izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamayan firmalar için ayrı ayrı olmak üzere Tablo 5’de verilmiş ve her iki grup arasında söz konusu faktörler açısından farklılıklar bağımsız iki örnek t testine göre ortaya konulmuştur. Tablodaki sonuçlara göre, kâr tahmini açıklayan firmaların kâr tahmini açıklamayan firmalara göre firma faaliyet süresini ifade eden firma yaşı açısından daha düşük faaliyet süresine veya firma yaşına sahip oldukları görülmekte olup, her iki firma grubu arasındaki bu farklılık istatistiki olarak anlamlıdır (t=1,669; p<0,10). Bu sonuç, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan ve açıklamayan firmaların faaliyet sürelerinin birbirinden farklılık gösterdiğini ve kâr tahminlerini açıklamayan firmaların daha uzun faaliyet geçmişine sahip olduklarını göstermektedir.

**Tablo 5: Tahmin Açıklama Eğilimine Etki Eden Faktörlere Ait Özet İstatistikler**

Firma Özelliği	Tahmin Açıklama	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t istatistik	(p değeri)
Firma Yaşı	Açıklayan	38	15,889	14,334	1,669	(0,099)*
	Açıklamayan	44	21,783	17,633		
Firma Büyüklüğü	Açıklayan	38	7,916	1,079	-3,430	(0,001)**
	Açıklamayan	44	7,187	0,800		
Firma Kaldıraç Düzeyi	Açıklayan	38	0,501	0,294	0,053	(0,958)
	Açıklamayan	44	0,504	0,290		
Yönetici Sahiplik Düzeyi	Açıklayan	38	74,638	8,569	2,765	(0,007)**
	Açıklamayan	44	79,826	8,357		
Yatırım Bankası İtibarı	Açıklayan	38	0,526	0,506	-1,054	(0,295)
	Açıklamayan	44	0,409	0,497		
Denetim Firması İtibarı	Açıklayan	38	0,368	0,489	0,579	(0,564)
	Açıklamayan	44	0,432	0,501		

\*0,10 düzeyinde anlamlı

\*\*0,01 düzeyinde anlamlı

Yine tablodaki sonuçlara göre kâr tahmini açıklayan firmaların kâr tahmini açıklamayan firmalara göre halka arz öncesi daha yüksek aktif toplamına sahip oldukları



görülmektedir. Bu fark istatistiki olarak anlamlıdır ( $t=-3,430$ ;  $p<0,010$ ). Bu sonuç ise, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan ve açıklamayan firmaların halka arz öncesi aktif büyüklüklerinin birbirinden farklılık gösterdiğini ve kâr tahminlerini açıklayan firmaların daha büyük halka arz öncesi aktif toplamına sahip olduklarını göstermektedir.

Halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyi açısından bakıldığında, izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmaların halka arz öncesi ortalama kaldıraç düzeylerinin diğer firmalara göre daha düşük olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte her iki firma grubu arasındaki farklılık istatistiki olarak anlamlı değildir ( $t=0,053$ ;  $p>0,10$ ). Elde edilen bu sonuç, halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan ve açıklamayan firmaların halka arz öncesi kaldıraç düzeylerinin ortalama olarak birbirinden farklı olmadığını göstermektedir.

Halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmalar ile kâr tahminlerini açıklamayan firmalar arasında diğer önemli bir farklılık ise yönetici-sahiplik düzeyleri açısından söz konusudur. Buna göre, kâr tahmini açıklayan firmalardaki ortalama yönetici-sahiplik düzeyinin kâr tahmini açıklamayan firmalardaki ortalama yönetici-sahiplik düzeyine göre daha düşük olduğu ve her iki grup arasındaki bu farklılığın istatistiki olarak anlamlı olduğu ( $t=2,765$ ;  $p<0,10$ ) sonucu ortaya çıkmıştır.

Tablo 5'deki sonuçlara göre, halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmalar diğer firmalara göre her ne kadar itibarı yüksek yatırım bankaları ile çalışma eğilimi taşımakta iseler de bu farklılık istatistiki olarak anlamlı değildir ( $t=-1,054$ ;  $p>0,10$ ). Buna karşın, halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmaların diğer firmalara göre itibarı düşük denetim firmaları ile çalışma eğilimi taşıdıkları görülmektedir. Nitekim, tahmin açıklayan ve tahmin açıklamayan firmalar arasındaki farklılık tıpkı yatırım bankası itibarında olduğu gibi istatistiki olarak anlamsızdır ( $t=0,579$ ;  $p>0,10$ ). Bu bulgular halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan ve açıklamayan firmaların hem yatırım bankası itibar düzeyi ve hem de denetim firması itibar düzeyi açısından farklılık göstermediğini ortaya koymaktadır.

Tablo 6’da ise firmaların halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerine etkisi araştırılan faktörlere göre, firmaların tahmin açıklama ve tahmin açıklamama yönündeki kararlarına göre dağılımlar verilmiştir.

**Tablo 6: Firma Özellikleri ve Tahmin Açıklama Eğilimleri**

Firma Özelliği		Tahmin Açıklamayan	Tahmin Açıklayan	Toplam
Firma Yaşı	Yeni	26	29	55
	Eski	18	9	27
	Toplam	44	38	82
	Ki-Kare istatistik (p değeri)	3,157 (0,067)*		
Firma Büyüklüğü	Küçük	32	18	50
	Büyük	12	20	32
	Toplam	44	38	82
	Ki-Kare istatistik (p değeri)	5,101 (0,024)**		
Firma Kaldıraç Düzeyi	Düşük Kaldıraç	23	18	41
	Yüksek Kaldıraç	21	20	41
	Toplam	44	38	82
	Ki-Kare istatistik (p değeri)	0,198 (0,656)		
Yönetici Sahiplik Düzeyi	Düşük Sahiplik	15	24	39
	Yüksek Sahiplik	29	14	43
	Toplam	44	38	82
	Ki-Kare istatistik (p değeri)	6,860 (0,009)***		
Yatırım Bankası İtibarı	Düşük İtibar	27	19	46
	Yüksek İtibar	17	19	36
	Toplam	44	38	82
	Ki-Kare istatistik (p değeri)	1,069 (0,301)		
Denetim Firması İtibarı	Düşük İtibar	25	24	49
	Yüksek İtibar	19	14	33
	Toplam	44	38	82
	Ki-Kare istatistik (p değeri)	0,456 (0,500)		

\*0,10 düzeyinde anlamlı \*\*0,05 düzeyinde anlamlı \*\*\*0,01 düzeyinde anlamlı

Ortalama firma yaşı 19 yıl olarak hesaplanmış, ortalama firma yaşı üzerinde faaliyet geçmişine sahip firmalar eski ve ortalama firma yaşı altında faaliyet geçmişine sahip firmalar ise yeni firmalar olarak isimlendirilmiştir. Halka arz öncesi ortalama aktif büyüklüğü logaritmik değer olarak 6,525 (yaklaşık 3,4 milyon TL) olarak hesaplanmış, bu ortalamanın üzerinde aktif büyüklüğüne sahip firmalar büyük ve bu ortalamanın altında aktif büyüklüğüne sahip firmalar ise küçük firmalar olarak isimlendirilmişlerdir. Araştırma kapsamındaki firmaların halka arz öncesi ortalama kaldıraç oranı (toplam borç/toplam aktif) ise %50,3 olarak hesaplanmış, bu ortalamanın üzerinde kaldıraç oranına sahip firmalar yüksek kaldıraç ve bu ortalamanın altında kaldıraç oranına sahip firmalar ise düşük kaldıraçlı firmalar olarak isimlendirilmişlerdir. (1-Halka arz oranı) olarak hesaplanan yönetici sahiplik oranı ortalama %77,42 olarak hesaplanmış, bu ortalamanın üzerinde yönetici-sahiplik oranına sahip firmalar yüksek sahiplik ve bu ortalamanın altında yönetici-sahiplik oranına sahip firmalar ise düşük sahiplik firmaları olarak isimlendirilmişlerdir. Son olarak ise itibarı yüksek yatırım bankaları aracılığında ve itibarı yüksek denetim firmaları denetiminde halka arz edilen firmalar yüksek itibar ve itibarı düşük yatırım bankaları aracılığında ve itibarı düşük denetim firmaları denetiminde halka arz edilen firmalar ise düşük itibar grubu olarak isimlendirilmişlerdir.

Tablodaki sonuçlara göre ortalama faaliyet süresi açısından firmaların 55 tanesi yeni ve 27'si ise eski firmalardır. Yeni firmaların 29'u (%53) halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerine yer verirken, eski firmaların 9'u (%33) halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamışlardır. Eski ve yeni firmalar arasında tahmin açıklama eğilimi açısından elde edilen bu farklılık istatistiki olarak anlamlıdır ( $\chi^2=3,157$ ;  $p<0,10$ ). Bu sonuç, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerinin firma yaşına bağlı olduğunu, yani her iki değişken arasında bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Halka arz öncesi ortalama aktif büyüklüklerine göre araştırma kapsamındaki firmaların 50'si küçük ve 32'si ise büyük firmalar olup, küçük firmaların 18'i (%36) ve büyük firmaların ise 20'si (%63) halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamıştır. Halka arz öncesi aktif büyüklüklerine göre büyük ve küçük firmalar arasında elde edilen bu farklılık istatistiki olarak anlamlıdır ( $\chi^2=5,101$ ;  $p<0,010$ ). Ortaya çıkan bu anlamlı farklılık, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama

eğilimlerinin firma büyüklüğüne bağlı olduğunu, yani her iki değişken arasında bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Kâr tahmini açıklama eğilimleri üzerinde etkisi araştırılan diğer bir faktör olan firma kaldıraç düzeyi açısından firmalar, ortalama kaldıraç düzeyi dikkate alınarak iki gruba ayrılmıştır. Halka arz firmalarının 41'i yüksek kaldıraç ve kalan 41 firma ise düşük kaldıraç düzeyine sahip firmalar olup, yüksek kaldıraç düzeyine sahip firmaların 20'si (%49) ve düşük kaldıraç düzeyine sahip firmaların ise 18'i (%44) halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamışlardır. Her iki firma grubu arasında kâr tahmini açıklama yönündeki bu farklılık istatistiki olarak anlamlı değildir ( $\chi^2=0,198$ ;  $p>0,010$ ). Elde edilen bu bulgu, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama kararlarının firma kaldıraç düzeyine bağlı olmadığını, yani her iki değişken arasında bir ilişkinin olmadığını göstermektedir.

Halka arz sonrası yönetici-sahiplik düzeyi açısından firmalar yüksek yönetici-sahiplik ve düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalar olarak iki gruba ayrılarak tahmin açıklama eğilimleri karşılaştırılmıştır. Tablo 6'daki sonuçlara göre, araştırma kapsamındaki firmaların 43'ü yüksek sahiplik ve 39'u ise düşük sahiplik düzeyine sahip firmalardır. Yüksek sahiplik düzeyine sahip firmaların 14'ü (%33) ve düşük sahiplik düzeyine sahip firmaların ise 24'ü (%62) halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamışlardır. Her iki firma grubu arasında kâr tahmini açıklama yönündeki bu farklılık istatistiki olarak anlamlıdır ( $\chi^2=6,860$ ;  $p<0,010$ ). Ortaya çıkan bu sonuç, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama kararlarının halka arz sonrası firma yönetici sahiplik düzeyine bağlı olduğunu, yani her iki değişken arasında bir ilişkinin bulunduğunu göstermektedir.

Yine Tablo 6'daki sonuçlara göre, araştırma kapsamındaki firmaların 36'sı yüksek itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz olmuş iken, 46'sı ise düşük itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz edilmiştir. Yüksek itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz olan firmalardan 19'u (%25), düşük itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz olan firmaların da yine 19'u (%41) halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamış olup, her iki firma grubu arasında kâr tahmini açıklama yönündeki bu farklılık istatistiki olarak anlamlı değildir ( $\chi^2=1,069$ ;  $p>0,010$ ). Yine araştırma kapsamındaki

firmaların 33'ü halka arz sürecinde yüksek itibarlı denetim firmaları ile birlikte çalışmış olup, 49'u ise halka arz sürecinde düşük itibarlı denetim firmaları ile birlikte çalışmıştır. Yüksek itibarlı denetim firmaları ile çalışan firmaların 14'ü (%42) ve düşük itibarlı denetim firmaları ile çalışan firmaların ise 24'ü (%49) halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerine yer vermişlerdir. Her iki firma grubu arasında kâr tahmini açıklama yönünde elde edilen bu farklılık istatistiki olarak anlamlı değildir ( $\chi^2=0,456$ ;  $p>0,010$ ). Elde edilen bu sonuçlar tahmin açıklama dağılımları dikkate alındığında, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama kararlarının denetim firmaları ve yatırım bankaları itibar düzeylerine bağlı olduğunu, yani tahmin açıklama kararı ile her iki değişken arasında bir ilişkinin bulunduğunu göstermektedir.

Ortalamalar arası farklılık ve tahmin açıklama dağılımları açısından elde edilen sonuçlar, daha uzun faaliyet geçmişine sahip yaşlı firmaların, halka arz öncesi aktif büyüklükleri daha fazla olan firmaların ve halka arzdan sonra yönetici-sahiplik düzeyi daha yüksek olan firmaların halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinin daha yüksek olduğunu gösteren bulgulardır. Elde edilen bu bulguları daha da güçlendirmek için, firmaların tahmin izahnamelerde kâr tahmini açıklama eğilimlerinin bağımlı değişken, firma yaşı, firma büyüklüğü ve yönetici-sahiplik düzeyi ile birlikte firma kaldıraç düzeyi, yatırım bankası itibar düzeyi ve denetim firması itibar düzeylerinin bağımsız değişken olarak alınacağı bir lojistik regresyon analizi yapılmıştır. Lojistik regresyon analizine dahil edilen değişkenlere ilişkin ayrıntılı açıklama üçüncü bölümde yapılmıştır.

Tablo 7'de, lojistik regresyon analizinde yer alan bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Tablodaki sonuçlar, araştırma kapsamındaki firmaların halka arz öncesi logaritmik olarak ortalama olarak 6,525 (yaklaşık olarak 3,4 milyon TL) düzeyinde aktif büyüklüklerine sahip olduklarını göstermektedir. Yine tablodaki sonuçlara göre, halka arz firmaları ortalama olarak 19 yıllık faaliyet geçmişine sahip firmalardır. Halka arz öncesi toplam borç tutarının aktif toplamına oranlanmasıyla hesaplanan kaldıraç düzeyleri açısından bakıldığında, araştırma kapsamındaki halka arz firmalarının ortalama olarak %50 civarında bir kaldıraç düzeyi ile halka arz oldukları görülmektedir. Diğer taraftan araştırmaya dahil edilen halka arz firmalarının yaklaşık

%44'ünün itibarı yüksek yatırım bankalarının aracılığında, yaklaşık %40'ının ise itibarı yüksek denetim firmalarının gözetiminde halka arz oldukları görülmektedir.

**Tablo 7: Kâr Tahmini Açıklama Eğilimine Etki Eden Faktörlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler**

Değişken	Ortalama	Ortanca	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Dağılım =1
AT (log)	6,525	6,282	1,003	5,938	9,537	
YAS (yıl)	19,195	13,00	16,437	1,00	73,00	
KDRC	0,503	0,524	0,290	0,001	1,033	
YBİ (%)						43,902
DFİ (%)						40,244
YSD (%)	77,422	79,400	8,798	54,850	95,00	

Tablo 7' deki sonuçlar son olarak, araştırma kapsamındaki halka arz firmalarının sermayelerinin ortalama olarak yaklaşık %23'ünü halka arz ettiklerini, yani halka arzdan sonra firmaların ortalama olarak yaklaşık %77 oranında bir yönetici-sahiplik düzeyine sahip olduklarını göstermektedir.

**Tablo 8: Kâr Tahmini Açıklama Eğilimine Etki Eden Faktörlere Ait Korelasyon Tablosu**

	AT	YAS	KDRC	YSD	YBİ	DFİ
AT	1,000					
YAS	0,269	1,000				
KDRC	-0,228	-0,175	1,000			
YSD	-0,135	0,092	-0,036	1,000		
YBİ	0,402*	-0,020	-0,052	-0,072	1,000	
DFİ	0,286	0,188	-0,061	0,169	0,285	1,000

Tablo 8’de, lojistik regresyon analizinde kullanılan bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon ilişkilerini gösteren korelasyon değerleri verilmiştir. Tablodaki değerler sadece aktif toplamı ve yatırım bankası itibarı arasında pozitif yönde orta düzeyde bir korelasyon ilişkisinin bulunduğunu göstermektedir.

**Tablo 9: Lojistik Regresyon Analizi Sınıflandırma Tablosu**

Gözlemlenen		Tahmin Edilen		
		Tahmin Açıklama		Doğru Tahmin Edilen (%)
		0,00	1,00	
Tahmin Açıklama	0,00	34	10	77,3
	1,00	13	25	65,8
Toplam Yüzde				72,0

Tablo 9’da, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerine etki eden faktörleri belirlemeye yönelik kurulan lojistik modelin sınıflandırma başarısı gösterilmiştir. Lojistik regresyon modelinde gözlemlerin doğru sınıflandırma (doğru atanma) oranının % 72 olduğu görülmektedir. Başka bir ifadeyle model toplam 82 gözlemin %72’sini doğru tahmin etmiştir. Bu tablo ya göre, kâr tahmini açıklayan firmaların 10’u yanlış sınıflandırılmış ve diğer gruba atanmış, kâr tahmini açıklamayan firmaların ise 13’ü yanlış sınıflandırılmış ve diğer gruba atılmıştır. Yani, kâr tahmin açıklayan firmaların %65,8’i ve kâr tahmini açıklamayan firmaların ise %77,3’ü lojit model tarafından doğru tahmin edilmiştir.

Tablo 10’da, firmaların kâr tahmini açıklama eğilimlerinde etkili olan faktörleri belirlemeye yönelik lojistik regresyon analizi sonuçları verilmiştir. Lojistik regresyon analizinde kâr tahmini açıklama eğilimlerine etki eden faktörlerin belirlenmesinde Enter metodu uygulanmıştır.  $\beta$  parametreleri ile bu parametrelere ilişkin Wald istatistikleri, serbestlik dereceleri, önem seviyeleri ve  $\text{Exp}(\beta)$  değerleri Tablo 10’da verilmiştir.

**Tablo 10: Firmaların Kâr Tahmini Açıklama Eğilimlerinde Etkili Olan Faktörleri Belirlemeye Yönelik Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları**

Değişken	Katsayı	S.Sapma	Wald	df	p değeri	Exp(B)
Sabit	-4,190	3,620	1,340	1	0,247	0,015
YAS	-0,034	0,019	3,225	1	0,073*	0,967
YSD	-0,052	0,030	3,061	1	0,080*	0,949
AT	1,192	0,368	10,506	1	0,001*	3,295
KDRC	0,268	0,927	0,084	1	0,772	1,307
YBİ	-0,306	0,585	0,273	1	0,601	0,737
DFİ	-0,631	0,591	1,141	1	0,285	0,532
Nagelkerke R <sup>2</sup>		0,324				
-2 Log likelihood		90,438				
Ki-kare istatistik		5,607				
(p değeri)		(0,691)				
Gözlem Sayısı		82				

\* 0,10 düzeyinde anlamlı

Regresyon analizindeki R<sup>2</sup> istatistiğine benzeyen ve geniş kabul gören bir istatistik lojistik regresyon analizinde bulunmamaktadır. R<sup>2</sup>, bağımlı değişkenin açıklanan varyansının yüzdesini göstermekte, ancak lojistik regresyon analizinde bağımlı değişkenin varyansı bu değişkenin olasılık dağılımına (frekans dağılımına) bağlıdır. Diğer bir anlatımla, iki gruplu bir bağımlı değişkenin varyans grup frekansları eşit olduğu zaman (%50-%50=0,25) maksimum olacaktır. Bu nedenle regresyon analizindeki R<sup>2</sup> değeri ile lojistik regresyon analizindeki R<sup>2</sup> değerini karşılaştırmak uygun değildir (Kalaycı, 2005: 293). Bununla birlikte literatürde lojistik regresyon analizi için birkaç R<sup>2</sup> istatistiğine yer verilmektedir. Bunlardan en sık kullanılanı ise Nagelkerke R<sup>2</sup> iatatistiğidir. Nagelkerke R<sup>2</sup>



istatistiği bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi göstermekte olup bu araştırma modeli için %32,4 olarak elde edilmiştir.

-2 Log likelihood istatistiği ise genelde analize bağımsız değişken ilave edildiğinde modelin hatasını gösterir. Bu nedenle -2 Log likelihood istatistiği bağımlı değişkendeki açıklanmayan varyansın anlamlılığını gösterir. Bu istatistik sapan ki-kare istatistiği olarak da bilinir (Kalaycı, 2005: 292). Ki-kare istatistiğinin anlamlı olmaması lojistik regresyon analizinde istenen durumu göstermekte olup, bu araştırma modeli için elde edilen ki-kare istatistiği de anlamsızdır ( $\chi^2=5,607$ ;  $p>0,10$ ). Lojistik regresyon modeline ilave edilen her bir değişkenin modelin açıklayıcılığına olan katkısını ölçen  $R^2_{logit}$  değeri<sup>12</sup> ise %37,86 olarak hesaplanmıştır.

Lojistik regresyon analizi sonuçlarına göre, firma büyüklüğü ile ilgili katsayı pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Bu sonuç halka arz öncesi aktif büyüklüğü olarak hesaplanan firma büyüklüğü ile tahmin açıklama arasında pozitif yönde güçlü bir ilişki bulunduğu göstermekte olup, büyük firmaların halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama konusunda küçük firmalara göre daha yüksek bir eğilim taşıdıklarını ortaya koymuştur. Sonuçlar Hagerman ve Ruland (1979) ve Jog ve McConomy (2003) tarafından ifade edilen ve firma büyüklüğü ile tahmin açıklama arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu öne süren görüşler ile uyumluluk göstermektedir. Bununla birlikte, literatürde yapılan çalışmaların bazılarında firma büyüklüğü ile tahmin açıklama arasında ters yönlü ilişki olduğu sonuçları elde edilmiştir. Örneğin Ström (2006), 1996-2004 yılları arasında Stockholm Hisse Senedi Borsası'nda halka arz olmuş 102 firma üzerinde yaptığı araştırmada, firma büyüklüğü ile tahmin açıklama arasında pozitif yönde güçlü bir ilişki olduğunu şeklinde hipotez oluşturmuş; ancak araştırma sonucunda, firma büyüklüğü ve tahmin açıklama arasında ters yönlü ve istatistiki olarak anlamsız bir ilişki elde etmiştir. Benzer şekilde Jelic (2007), 1981-2004 yılları arasında Londra Hisse senedi Borsası'nda (LSE) işlem gören 1600 firma üzerinde yapmış olduğu çalışmada, firma büyüklüğü ile

---

<sup>12</sup>  $R^2_{logit}$  değeri,  $-2LL_{null}$ ; herhangi bir bağımsız değişkenin modele dahil edilmediği, sadece ortalama değere bakılarak (model sadece sabit terimi içermektedir) elde edilen -2 Log likelihood değerini,  $-2LL_{model}$  ise ilave bağımsız değişkenlerin modele katılmasından sonraki -2 Log likelihood değerini göstermek üzere;

$$R^2_{logit} = \frac{-2LL_{null} - (-2LL_{model})}{-2LL_{null}}$$

şeklinde hesaplanır (Altunışık ve diğerleri, 2007: 216).

tahmin açıklama arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu ileri sürmüştü; ancak araştırma sonucunda, her iki değişken arasında ters yönlü ve istatistiki olarak da anlamlı bir ilişki elde etmiştir. Ancak bu çalışmada elde edilen sonuç, üçüncü bölümde açıklana genel literatüre ve beklenen sonuca uygundur. Bu nedenle, firma büyüklüğü ve tahmin açıklama arasındaki ilişkiyi test eden H1 hipotezi kabul edilmiştir.

Yine analiz sonuçlarına göre, firma yaşı ile ilgili katsayı negatif işaretli olup, istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Bu sonuç, daha kısa faaliyet geçmişine sahip firmaların ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklama eğilimlerinin, uzun faaliyet geçmişine sahip yaşlı firmalara göre daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte sonuç, beklenen sonuca ve ilgili literatüre ters bir durumu ortaya koymuştur. Al-Ahmad ve Saadouni (2006) yapmış oldukları çalışmada, 1992-2002 yılları arasında İngiltere piyasasında halka arzını gerçekleştirmiş 166 firma üzerinde gerçekleştirdikleri araştırmada, firma yaşı ile tahmin açıklama arasında pozitif yönde istatistiki olarak anlamsız bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Jelic (2007) yapmış olduğu çalışmada, firma yaşı ile tahmin açıklama arasında pozitif yönde ve istatistik olarak anlamlı bir ilişki elde etmişlerdir. Bununla birlikte Ström (2006) yaptığı araştırmada, halka arz firması yaşı ile tahmin açıklama arasında ters yönlü istatistiki olarak anlamsız bir ilişki elde etmiştir.

Araştırmada elde edilen bu sonuç her ne kadar literatüre ve çalışmada beklenen sonuca ters bir durumu ortaya koysa da, aslında Türkiye için beklenen bir durumdur. Çünkü; Türkiye’de halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerinin açıklanması, kurumsal yönetim uygulamaları ile paralel şekilde 2000’li yılların ortalarına doğru yoğunluk kazanmıştır. Örneğin 2003 yılı ve sonrasında Türkiye’de 43 firma hisse senetlerini ilk kez halka arz etmiş ve bu firmaların 27’si halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerine yer vermiş, 1998-2003 yılları arasında 39 firma halka arz olmuş ve bu firmaların da 11’i halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerine yer vermiştir. Diğer taraftan, araştırma döneminde halka arz olan firmaların ortalama faaliyet süresi 19,20 yıl iken, 2003 yılı ve sonrasında halka arz olan firmaların ortalama faaliyet süresi 18,70 yıl ve 2003 yılı öncesinde halka arz olan firmaların ortalama faaliyet süresi ise 19,48 yıldır. Halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerinin açıklanması 2003 yılı ve sonrasında halka arz olan firmalarda daha çok görüldüğü göz önüne alındığında, halka arz firması yaşı ile tahmin

açıklama arasında ortaya çıkan bu sonuç Türkiye için normal bir sonuç olarak değerlendirilebilir. Ancak yine de sonuç ilgili teori ve literatüre aykırı olduğu için firma yaşı ve tahmin açıklama arasındaki ilişkiyi test eden H2 hipotezi reddedilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre, halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyi ile halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilim ya da kararları arasında pozitif bir ilişki olduğu şeklinde bir durum ortaya çıksa da bu sonuç istatistiki olarak anlamsızdır. Ayrıca, elde edilen bu bulgu üçüncü bölümde ayrıntılı olarak açıklanan genel literatür ve beklenen duruma aykırı bir durumdur. Al-Ahmad ve Saadouni (2006)'da yapmış oldukları çalışmalarında halka arz firması kaldıraç düzeyi ile isteğe bağlı tahmin açıklama arasında ters yönlü bir ilişki bulunduğunu iddia etmişlerdir. Ancak araştırma sonucunda, her iki değişken arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Dolayısıyla her ne kadar halka arz öncesi kaldıraç düzeyi daha yüksek olan firmaların izahnamelerde kâr tahmini açıklama eğilimleri daha yüksek ise de, firma kaldıraç düzeyi ile tahmin açıklama arasında bu sonuçlara göre kesin bir ilişki ortaya konamaz. Bu nedenle firma kaldıraç düzeyi ile tahmin açıklama arasındaki ilişkiyi test eden H3 hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 10'daki sonuçlara göre araştırmada yönetici sahiplik düzeyi ile tahmin açıklama arasında ters yönlü ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, sermayesinin daha büyük kısmını halka arz eden firmaların yani düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip olan firmaların ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama yönünde daha yüksek bir eğilime sahip olduklarını göstermektedir. Elde edilen sonuç, genel literatüre ve beklenen duruma uygun bir sonuçtur. Dolayısıyla, firma yönetici-sahiplik düzeyi ve tahmin açıklama arasındaki ilişkiyi test eden H4 hipotezi kabul edilmiştir.

Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerine etki eden faktörleri belirlemeye yönelik olarak yapılan lojistik regresyon analizinde denetim firması itibarına ilişkin katsayı negatif ve istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. Bu sonuç, itibarı yüksek denetim firmalarının denetim ve gözetiminde halka arz olan firmaların itibarı düşük denetim firmalarının denetim ve gözetiminde halka arz olan firmalara göre izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama yönünde daha düşük bir

eğilime sahip olduklarını göstermektedir. Ancak söz konusu ilişki istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu durum üçüncü bölümde açıklanan genel literatüre ve beklenen duruma ilişkinin yönü açısından uygunluk gösterse de sonuç istatistiki olarak anlamsız olduğundan, denetim firması itibarı ve tahmin açıklama arasındaki ilişkiyi test eden H5 hipotezi reddedilmiştir.

Lojistik regresyon analizi sonuçlarına göre, denetim firması itibarı ile tahmin açıklama arasındaki ilişkiye benzer bir ilişki yatırım bankası itibarı için elde edilmiştir. Analizde yatırım bankası itibarına ilişkin katsayı negatif ve istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. Bu sonuç, itibarı yüksek yatırım bankalarının aracılığında halka arz olan firmaların itibarı düşük yatırım bankalarının aracılığında halka arz olan firmalara göre izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama yönünde daha düşük bir eğilime sahip olduklarını ifade etmekle beraber ilişkinin istatistiksel olarak anlamsız olduğunu göstermektedir. Bu durum, üçüncü bölümde açıkladığımız genel literatüre ve beklenen duruma ilişkinin yönü açısından uygunluk gösterse de sonuç istatistiki olarak anlamsız olduğu için, yatırım bankası itibarı ve tahmin açıklama arasındaki ilişkiyi test eden H6 hipotezi reddedilmiştir.

Elde edilen tüm bu bulgulara göre, aktif büyüklükleri yönünden daha büyük ve yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerinin açıklanması yönünde daha yüksek bir eğilime sahip olduklarını; yani, firma büyüklüğünün tahmin açıklama üzerinde pozitif ve yönetici-sahiplik düzeyinin ise tahmin açıklama üzerinde negatif bir etkisinin olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla ilgili hipotezler kabul edilmiştir. Firma yaşının ise tahmin açıklama üzerinde negatif anlamlı bir etkisinin olduğu sonucu ortaya çıksa da bu durum, oluşturulan hipoteze aykırı bir sonuç ortaya koyduğu için ilgili hipotez reddedilmiştir. Firma kaldıraç düzeyi, denetim firması itibar düzeyi ve yatırım bankası itibar düzeylerinin ise tahmin açıklama üzerinde herhangi bir etkisi tespit edilememiş ve dolayısıyla ilgili hipotezler de yine reddedilmiştir.

## 4.2. Kâr Tahminlerinin Doğruluğuna İlişkin Bulgular

Araştırmanın bu kısmında, üçüncü bölümde ayrıntılı olarak açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hesaplanması, halka arz firmalarının kâr tahminlerinin basit istatistiksel yöntemler ile elde edilen kâr tahminlerine göre üstünlüğü, halka arz firmalarının kâr tahminlerinin eğilim ve rasyonelliği, halka arz firmalarının kâr tahminleri üzerinden hesaplanan kâr tahmini gerçekleşme diyagramları ve halka arz firmalarının kâr tahminlerinin doğruluğuna etki eden faktörlere ilişkin olarak elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

### 4.2.1. Kâr Tahmin Hatasına İlişkin Bulgular

Halka arz firması yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğunu belirlemek amacıyla hesaplanan ve üçüncü bölümde ayrıntılı olarak açıklanan tahmin hatası ölçümlerine ilişkin elde edilen sonuçlar Tablo 11’de gösterilmiştir. Tahmin hatası hesaplamaları, tahmin hatası (TH), mutlak tahmin hatası (MTH) ve düzeltilmiş tahmin hatası (DTH) şeklindeki tahmin hatası ölçümleri için ayrı ayrı olarak ve halka arz yılı sonu ( $t=0$ ) ve halka arzdan 1 ( $t+1$ ), 2 ( $t+2$ ) ve 3 ( $t+3$ ) yıl sonrası için olmak üzere hesaplanmıştır. Bununla birlikte, bu araştırma için belirleyici olan halka arz yılı sonu için yapılan kâr tahminlerinin doğruluğudur. Çünkü halka arz yılı sonrasındaki yıllar için yapılan tahminlerin doğruluğunu daha anlamlı şekilde ortaya koymak için firma dışı birçok faktörün hesaba katılması gerekir ki, bu tür bir yaklaşım firmaları tek başlarına değerlendirmeye alma anlamına gelmektedir. Oysa halka arz yılı sonu için yapılan tahminlerde firma dışı faktörlerin etkisi diğer yıllara göre oldukça azdır. Buradan hareketle literatürde yapılan çalışmaların hemen hemen tamamında sadece halka arz yılı sonu için yapılan tahminler dikkate alınmıştır.

Bu araştırma da ise, halka arzdan sonra ki yıllarda firma dışı faktörlerin olası etkisi göz ardı edilerek, sadece tahmin hatası ölçüm ve dağılımlarına ilişkin hesaplamalara halka arzdan sonraki 1., 2. ve 3. yıllar için de yer verilmiştir. Bunun dışında, tahmin doğruluğuna etki eden faktörler ve tahmin doğruluğunun hisse senedi performansına etkisi incelenirken sadece halka arz yılı sonu için yapılan tahminler dikkate alınmıştır. Bu noktada ifade edilmesi gereken diğer bir husus ise tahmin hatası ölçümleri hesaplanırken tahmin

değerlerinde herhangi bir enflasyon düzeltmesi yapılmamasıdır. Çünkü firmalar gelecek dönemlere ilişkin tahminlerini yaparken belirli bir büyüme oranı varsayarlar. Bu büyüme oranını belirlerken enflasyonu da bir risk unsuru olarak dikkat alırlar. Bu aşamadan sonra yapılacak bir düzeltme ise enflasyonu mükerrer olarak hesaba katma anlamı taşıyacaktır.

Tahmin hatası ölçüm sonuçlarına göre elde edilen tahmin hatası değerleri incelendiğinde, seride aşırı uç değerlerin olduğu görülmüştür. Standart sapmaların yüksek oluşu; ortalamadan sapmaların yani riskin çok olduğunun ve oynaklığın göstergesi olarak değerlendirilir. Hem minimum ve maksimum değerlerinin çok yüksek ve aralarındaki farkın çok fazla oluşu hem de standart sapma değerlerinin çok yüksek oluşu birlikte değerlendirildiğinde, tahmin hatası ile ilgili değerlendirmelerin ortalama değerler yerine medyan değerler dikkate alınarak yapılması daha sağlıklı sonuçlar ortaya çıkarır.

Tahmin hatası ölçüm sonuçları, firma yöneticilerinin halka arz yılı sonu için yapmış oldukları kâr tahminlerini medyan değer olarak %-29,91 düzeyinde hatalı tahmin ettiklerini göstermektedir. Tahmin hatası oranı medyan değer olarak halka arzdan 1 yıl sonrası için %-26.62, halka arzdan 2 yıl sonrası için %-50,54 ve halka arzdan 3 yıl sonrası için ise %-28,39 olarak gerçekleşmiştir. Tahmin hatasının mutlak değeri olarak hesaplanan mutlak tahmin hatası oranları ise medyan değer olarak halka arz yılı sonu için %46.91, halka arzdan 1 yıl sonrası için %60.77, halka arzdan 2 yıl sonrası için %76,93 ve halka arzdan 3 yıl sonrası için ise %51,71 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlar halka arz firmalarının halka arz yılı sonu için diğer yıllara göre nispeten daha dikkatli tahminler yaptıklarını göstermektedir. Tahmin hatası değerlerinin negatif işaretli olması yöneticilerin ilgili yıl için gerçekleşen kâr tutarlarına göre daha yüksek kâr tahminleri yaptıklarını göstermektedir.

Tablo 11'de ayrıca medyan tahmin hatası, mutlak tahmin hatası ve düzeltilmiş tahmin hatası değerlerinin sıfırdan farklı olup olmadıklarını belirlemek amacıyla hesaplanan, normal dağılıma uygunluk gösterenler için t testi ve normal dağılıma uygunluk göstermeyenler için Kolmogorov-Smirnov Z testi sonuçları gösterilmiştir. Sonuçlar, halka arzdan üç yıl sonrası için hesaplanan tahmin hatası değeri hariç diğer tüm yıllara ilişkin ölçümlerin anlamlı olarak sıfırdan farklı olduğunu ifade etmektedir.

**Tablo 11: Kâr Tahmini Hatası Ölçümlerine İlişkin Sonuçlar**

## Panel A: Kâr Tahmini Hatası Ölçümlerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	(t=0) yılı kâr tahmini			(t+1) yılı kâr tahmini			(t+2) yılı kâr tahmini			(t+3) yılı kâr tahmini		
	TH (%)	MTH(%)	DTH(%)	TH (%)	MTH(%)	DTH(%)	TH (%)	MTH(%)	DTH(%)	TH (%)	MTH(%)	DTH(%)
Ortalama	-16,99	71,59	145,91	-68,32	97,98	655,28	-42,08	75,90	83,30	-57,37	73,52	94,23
Ortanca	-29,91	46,91	22,14	-26,62	60,77	36,93	-50,54	76,93	59,18	-28,39	51,71	26,77
Standart sapma	121,20	98,60	456,61	250,30	239,94	3567,9	82,33	51,52	111,87	17,09	13,83	35,19
Maksimum	495,63	495,63	2456,53	111,04	1454,5	21157,4	153,40	241,03	580,96	53,19	250,46	27,31
Minimum	-210,84	2,03	0,04	-1454,5	1,02	0,00	-241,03	7,01	0,49	-250,46	8,83	0,78

## Panel B: Parametrik ve Parametrik Olmayan Testler

	(t=0) yılı kâr tahmini			(t+1) yılı kâr tahmini			(t+2) yılı kâr tahmini			(t+3) yılı kâr tahmini		
	TH (%)	MTH(%)	DTH(%)	TH (%)	MTH(%)	DTH(%)	TH (%)	MTH(%)	DTH(%)	TH (%)	MTH(%)	DTH(%)
t testi							-2,846	8,202			5,314	
(p değeri)							(0,008)	(0,000)			(0,000)	
K-S testi	1,685	1,673	2,731	2,100	2,354	3,087			1,278	0,870		1,482
(p değeri)	(0,007)	(0,007)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)			(0,076)	(0,435)		(0,025)

Halka arz firması yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğu için hesaplanan tahmin hatası oranı, diğer ülke piyasaları için hesaplanmış tahmin hatası oranları ile karşılaştırıldığında kabul edilebilir bir sınırdan olduğunu söylemek mümkündür. Zira diğer ülke piyasaları incelendiğinde, Türkiye için hesaplanan %-17 oranında tahmin hatasının çok üzerinde tahmin hatası oranları ile karşılaşmak mümkündür<sup>13</sup>. Örneğin, Firth ve Smith (1992) Yeni Zelanda piyasası için 89 firma üzerinde yaptıkları araştırmada, ortalama %-92 düzeyinde tahmin hatası ve %328 düzeyinde mutlak tahmin hatası değerleri elde etmişlerdir. Pedwell ve diğerleri (1994) ise Yeni Zelanda ve Kanada piyasası için yaptıkları araştırmada, Kanada firmalarının geleceğe yönelik olarak Yeni Zelanda firmalarına göre daha iyimser tahmin yaptıklarını ve bu nedenle de tahmin hatalarının daha fazla olduğunu ortaya koymuşlardır. Araştırmacılar Kanada firmaları için %76 ve Yeni Zelanda firmaları için ise %56 düzeyinde tahmin hatası değerlerine ulaşmışlardır.

Benzer şekilde Chen ve Firth (1999), ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunu, Çin piyasasında 1991-1996 yılları arasında 250'si Shanghai borsasında ve 197'si ise Shenzhen borsasında olmak üzere halka arz edilen toplam 447 firma için araştırmışlardır. Söz konusu araştırmacılar, araştırma döneminde Shanghai borsası'nda halka arz edilen firmalar için ortalama %23,24 düzeyinde tahmin hatası ve ortalama %43,09 düzeyinde mutlak tahmin hatası değerlerine ulaşmışlardır. Aynı dönemde Shenzhen borsasında halka arz edilen firmalar için ise ortalama %20,33 düzeyinde tahmin hatası ve ortalama %36,35 düzeyinde mutlak tahmin hatası değerlerine ulaşmışlardır.

Gounopoulos (2004), ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerinin açıklamasının halka arz firmaları açısından bir zorunluluk arz ettiği Yunanistan piyasası için yapmış olduğu araştırmada, 1994-2001 döneminde halka arz olan 208 firma üzerinde kâr tahminlerinin doğruluğunu araştırmışlardır. Araştırma sonunda, söz konusu firmalar için ortalama olarak %8,04 düzeyinde tahmin hatası ve yine ortalama olarak %42,82 düzeyinde mutlak tahmin hatası değerlerine ulaşmıştır.

---

<sup>13</sup> Literatürde yapılan birçok çalışmada ortalama tahmin hatası değerleri verildiği için karşılaştırmalar ortalama değerler üzerinden yapılmıştır.



**Tablo 12: Kâr Tahminlerinin Doğruluğu Üzerine Yapılan Çalışmalar**

Çalışma	Ülke	Dönem	Gözlem Sayısı	Tahmin Hatası (%)	Mutlak Tahmin Hatası (%)
Keasey ve McGuinness (1991)	İngiltere	1984-1986	121	5	11
Firth ve Smith (1992)	Yeni Zelanda	1983-1986	89	-92	328
Pedwell ve diğerleri (1994)	Kanada	1983-1987	112	-77,7	88
Mohamad ve diğerleri (1994)	Malezya	1975-1988	65	-9,34	NA
Jaggi (1997)	Hong Kong	1990-1994	160	6,5	12,79
Firth (1997)	Yeni Zelanda	1979-1987	143	-91	111
Jelic ve diğerleri (1998)	Malezya	1984-1995	122	33,37	54,1
Firth (1998)	Singapur	1977-1992	116	20,11	10,4
Chen ve Firth (1999)	Çin	1991-1996	447	23,24	43,09
Hartnett ve Romcke (2000)	Avustralya	1991-1996	134	-30,35	88,29
Mbuthia ve Ward (2003)	Güney Afrika	1980-1998	506	14,3	NA
Gramlich ve Sorensen (2004)	Danimarka	1984-1996	58	-3,7	NA
Gounopoulos (2004)	Yunanistan	1994-2001	208	8,04	42,82
Lonkani ve Firth (2005)	Tayland	1991-1996	175	-6,86	35,76
Ström (2006)	İsveç	1996-2004	22	-228,4	240,7
Jaggi ve diğerleri (2006)	Tayvan	1994-2001	759	20	NA
Chong ve Ho (2007)	Singapur	1990-2000	114	-6,1	NA
Kwag ve Small (2007) <sup>14</sup>	A.B.D.	2001-2002	502	-3,54	4,37

Jaggi ve diğerleri (2006), 1994-2001 döneminde ilk kez halka arz olmuş Tayvan firmaları tarafından izahnamelerde arz sonrası 8 döneme ilişkin olarak açıklanan 759 tahmin üzerinde yaptıkları araştırmada, ortalama %20 düzeyinde tahmin hatasına ulaşmışlardır.

<sup>14</sup> Sadece isteğe bağlı açıklama sonrası döneme ilişkin sonuçları içermektedir.

Bu çalışmalar dışında, Mbuthia ve Ward (2003) Güney Afrika, Lonkani ve Firth (2005) Tayland, Ström (2006) İsveç, Chong ve Ho (2007) Singapur ve Kwang ve Small (2007) ise ABD piyasası için izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluk düzeylerini araştırmışlardır. Tüm bu çalışmalara ilişkin ulaşılan sonuçların özetlenmiş şekli Tablo 12’de verilmiştir.

Tablo 13’de ise halka arz firmalarının gelecek dönemlere ilişkin olarak yapmış oldukları ve ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminleri üzerinden hesaplanan tahmin hatası ve mutlak tahmin hatası şeklindeki tahmin doğruluğu ölçümlerinin, halka arz yılı sonu ve halka arzdan üç yıl sonrası için hesaplanan değerler açısından ayrı ayrı olmak üzere dağılımları gösterilmiştir. Elde edilen dağılım sonuçlarına göre, Türkiye’deki halka arz firmalarının halka arz yılı sonu için yapmış oldukları kâr tahminlerinden hesaplanan tahmin hatalarının %100--%50 aralığında toplandığı görülmektedir. İlk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmaların %36,84’ü halka arz yılı sonu için kâr tutarlarını %100--%50 aralığında hatalı olarak tahmin etmişlerdir. Benzer şekilde, söz konusu firmaların %26,32’si halka arz yılı sonu için kâr tutarlarını %50--%0 aralığında hatalı olarak tahmin etmişken %23,68’i halka arz yılı sonu için kâr tutarlarını %0-%50 aralığında hatalı olarak tahmin etmişlerdir.

Diğer taraftan Türkiye’de ki halka arz firmalarının halka arz yılı sonu için yapmış oldukları kâr tahminlerinden hesaplanan mutlak tahmin hatalarının %0-%20 aralığında toplandığı görülmektedir. Halka arz firmalarının %28,95’inin halka arz yılı sonu için yapmış oldukları kâr tahminlerinden hesaplanan mutlak tahmin hatası değerleri bu aralığa denk gelmektedir. Bununla birlikte, halka arz yılı sonu için yapmış oldukları kâr tahminlerinden hesaplanan mutlak tahmin hatası değerlerinin ise %20--%100 aralığında dengeli olarak dağıldığı görülmektedir.

Halka arz firmalarının gerek halka arz yılı sonu ve gerekse halka arzdan 1, 2 ve 3 yıl sonrası için yapmış oldukları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatası değerlerine bakıldığında, söz konusu değerlerin çoğunlukla %0--%100 aralığında dağılım gösterdiği ortaya çıkmaktadır. Tahmin hatasının negatif işaretli çıkması, firmaların kâr tahminlerinin ilgili yılda gerçekleşen kâr tutarına göre daha fazla olduğunu gösterir. Dolayısıyla, tahmin hataları dikkate alınarak yapılan ve Tablo 13’de gösterilen dağılım, halka arz firmalarını

**Tablo 13: Tahmin Hatası (TH) ve Mutlak Tahmin Hatası (MTH)  
Değerlerinin Dağılımı**

	Tahmin Hatası Dağılımı	Arz Sayısı	Oran (%)	Mutlak Tahmin Hatası Dağılımı	Arz Sayısı	Oran (%)
(t=0) yılı kâr tahmini	$TH \leq -1,00$	3	7,90	$0 \leq MTH \leq 0,2$	11	28,95
	$-1,00 < TH \leq -0,5$	14	36,84	$0,2 < MTH \leq 0,4$	7	18,42
	$-0,5 < TH \leq 0,0$	10	26,32	$0,4 < MTH \leq 0,6$	3	7,90
	$0,0 < TH \leq 0,5$	9	23,68	$0,6 < MTH \leq 0,8$	6	15,79
	$0,5 < TH \leq 1,00$	-	0,00	$0,8 < MTH \leq 1,00$	6	15,79
	$1,00 < TH$	2	5,26	$1,00 < MTH$	5	13,16
	Tüm	38	100,00	Tüm	38	100,00
(t+1) yılı kâr tahmini	Tahmin Hatası Dağılımı	Arz Sayısı	Oran (%)	Mutlak Tahmin Hatası Dağılımı	Arz Sayısı	Oran (%)
	$TH \leq -1,00$	6	17,14	$0 \leq MTH \leq 0,2$	10	28,57
	$-1,00 < TH \leq -0,5$	8	22,86	$0,2 < MTH \leq 0,4$	4	11,43
	$-0,5 < TH \leq 0,0$	8	22,86	$0,4 < MTH \leq 0,6$	2	5,71
	$0,0 < TH \leq 0,5$	8	22,86	$0,6 < MTH \leq 0,8$	6	17,14
	$0,5 < TH \leq 1,00$	3	8,57	$0,8 < MTH \leq 1,00$	5	14,29
	$1,00 < TH$	2	5,71	$1,00 < MTH$	8	22,86
Tüm	35	100,00	Tüm	35	100,00	
(t+2) yılı kâr tahmini	Tahmin Hatası Dağılımı	Arz Sayısı	Oran (%)	Mutlak Tahmin Hatası Dağılımı	Arz Sayısı	Oran (%)
	$TH \leq -1,00$	8	25,81	$0 \leq MTH \leq 0,2$	5	6,45
	$-1,00 < TH \leq -0,5$	8	25,81	$0,2 < MTH \leq 0,4$	3	9,68
	$-0,5 < TH \leq 0,0$	5	16,13	$0,4 < MTH \leq 0,6$	4	12,90
	$0,0 < TH \leq 0,5$	6	19,35	$0,6 < MTH \leq 0,8$	4	12,90
	$0,5 < TH \leq 1,00$	2	6,45	$0,8 < MTH \leq 1,00$	6	19,35
	$1,00 < TH$	2	6,45	$1,00 < MTH$	9	29,03
Tüm	31	100,00	Tüm	31	100,00	
(t+3) yılı kâr tahmini	Tahmin Hatası Dağılımı	Arz Sayısı	Oran (%)	Mutlak Tahmin Hatası Dağılımı	Arz Sayısı	Oran (%)
	$TH \leq -1,00$	6	27,27	$0 \leq MTH \leq 0,2$	2	9,10
	$-1,00 < TH \leq -0,5$	4	18,18	$0,2 < MTH \leq 0,4$	7	31,81
	$-0,5 < TH \leq 0,0$	7	31,81	$0,4 < MTH \leq 0,6$	2	9,09
	$0,0 < TH \leq 0,5$	3	13,64	$0,6 < MTH \leq 0,8$	1	4,55
	$0,5 < TH \leq 1,00$	2	9,10	$0,8 < MTH \leq 1,00$	3	13,64
	$1,00 < TH$	-	0,00	$1,00 < MTH$	7	31,81
Tüm	22	100,00	Tüm	22	100,00	

**Tablo 14: Tahmin Hatası (TH) ve Mutlak Tahmin Hatası (MTH) Ölçümlerinin İyimser ve Kötümser Tahminler Açısından Sınıflandırılması**

(t=0) yılı kâr tahmini					
Tahmin Eğilimi	Halka Arz Sayısı	Ortalama TH (%)	Ortanca TH (%)	Ortalama MTH (%)	Ortanca MTH (%)
İyimser Tahmin	27	-62,34	-61,34	62,34	61,34
Kötümser Tahmin	11	94,31	20,79	94,31	20,79
t istatistik (pdeğeri)		-4,431 (0,000)***		-0,904 (0,372)	
Mann-Whitney U testi (p değeri)			-4,780 (0,000)***		-1,754 (0,079)*
(t+1) yılı kâr tahmini					
Tahmin Eğilimi	Halka Arz Sayısı	Ortalama TH (%)	Ortanca TH (%)	Ortalama MTH (%)	Ortanca MTH (%)
İyimser Tahmin	22	-132,29	-78,60	132,29	78,60
Kötümser Tahmin	13	39,93	19,02	39,93	19,02
t istatistik (p değeri)		-2,669 (0,014)**		1,431 (0,166)	
Mann-Whitney U testi (p değeri)			-4,882 (0,000)***		-2,014 (0,044)**
(t+2) yılı kâr tahmini					
Tahmin Eğilimi	Halka Arz Sayısı	Ortalama TH (%)	Ortanca TH (%)	Ortalama MTH (%)	Ortanca MTH (%)
İyimser Tahmin	21	-87,08	-82,60	87,08	82,60
Kötümser Tahmin	10	-52,42	38,42	52,42	38,42
t istatistik (pdeğeri)		-7,339 (0,000)***		1,823 (0,085)*	
Mann-Whitney U testi (p değeri)			-4,437 (0,000)***		-2,028 (0,043)**
(t+3) yılı kâr tahmini					
Tahmin Eğilimi	Halka Arz Sayısı	Ortalama TH (%)	Ortanca TH (%)	Ortalama MTH (%)	Ortanca MTH (%)
İyimser Tahmin	17	-84,69	-87,41	84,69	87,41
Kötümser Tahmin	5	35,52	37,44	35,52	37,44
t istatistik (pdeğeri)		-6,416 (0,000)***		2,624 (0,016)**	
Mann-Whitney U testi (p değeri)			-3,330 (0,001)***		-1,293 (0,196)

\* 0,10 düzeyinde anlamlı \*\* 0,05 düzeyinde anlamlı \*\*\*0,01 düzeyinde anlamlı

gelecek dönemlere ilişkin yapmış oldukları kâr tahminlerinin genel olarak iyimser bir eğilim taşıdığı konusunda bir işaret ortaya koymaktadır.

Tablo 14’de halka arz firmalarının yapmış oldukları kâr tahminlerinin iyimser veya kötümser yönde eğilimi gösterilmiştir. İyimser tahminler, halka arz firmalarınca yapılan kâr tahminlerinin, tahminin yapıldığı yıldaki gerçekleşen kâr tutarına göre daha yüksek oluşunu ifade eder. Kötümser tahminler ise halka arz firmalarınca yapılan kâr tahminlerinin, tahminin yapıldığı yıldaki gerçekleşen kâr tutarına göre daha düşük oluşunu ifade eder. Tablodaki sonuçlara göre, araştırma döneminde halka arz olan ve izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmaların büyük çoğunluğunun gelecek dönemlere ilişkin iyimser tahminlerde buldukları görülmektedir. Halka arz yılı sonu için kâr tahmininde bulunan toplam 38 firmanın 27’si (%71) iyimser tahminlerde bulunurken, 11 firma (%29) ise kötümser tahminlerde bulunmuşlardır. Halka arz yılı sonu için kâr tahmin yapan 38 firmanın yapmış oldukları tahminler medyan değer olarak ise % -30 düzeyinde hatalı iken iyimser tahmin yapan firmalarda bu oran %-61’e çıkmakta, kötümser tahmin yapan firmalarda ise %21’e düşmektedir. Halka arz yılı sonu için kâr tahmin yapan 38 firmanın yapmış oldukları tahminler ortalama olarak % -17 düzeyinde hatalı iken, iyimser tahmin yapan firmalarda bu oran %-62’ye, kötümser tahmin yapanlarda ise %94’e çıkmaktadır. Hemen hemen tüm tahmin dönemleri ve tahmin hatası ölçümleri için hesaplanmış iyimser ve kötümser tahminler arasında istatistiki olarak anlamlı farklılıkların olduğu tespit edilmiştir.

#### **4.2.2. Kâr Tahminlerinin Eğilim ve Rasyonelliğine İlişkin Bulgular**

De Bondt ve Thaler (1990) ve Capstaff ve diğerleri (1995) tarafından geliştirilen, Cheng ve Firth (2000) ve Siougle (2007) gibi çeşitli araştırmacılarca kullanılan ve halka arz firmaları yöneticilerinin yapmış oldukları kâr tahminlerinin eğilim ve rasyonelliğini test etmek amacıyla kullanılan modele göre, Türkiye’deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin eğilim ve rasyonelliğine ilişkin sonuçlar Tablo 15’de gösterilmiştir.

**Tablo 15: Kâr Tahminlerinin Eğilim ve Rasyonelliğe İlişkin Sonuçlar**

Panel A: $(GK_t - GK_{t-1}) / GK_{t-1} = \alpha + \beta(TK_t - GK_{t-1}) / GK_{t-1}$				
Değişken	Katsayı / Değer	t istatistik	(p değeri)	
$\alpha$	-1,470	-1,583	(0,122)	
$\beta$	0,411	16,572	(0,000)*	
Düzeltilmiş $R^2$	0,881			
F istatistik	274,640			
(p değeri)	(0,000)*			
Panel B: $(GK_t - GK_{t-1}) / GK_{t-1} = \alpha + \beta(GK_{t-1} * g - GK_{t-1}) / GK_{t-1}$				
Değişken	Katsayı / Değer	t istatistik	(p değeri)	
$\alpha$	2,134	-0,718	(0,477)	
$\beta$	0,464	0,768	(0,447)	
Düzeltilmiş $R^2$	-0,011			
F istatistik	0,590			
(p değeri)	(0,447)			

\*0,01 düzeyinde anlamlı

Tablo 15 Panel A'daki sonuçlara göre, bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama gücü ( $R^2$ ) oldukça yüksek ve model bir bütün olarak anlamlıdır ( $F=274,640$ ;  $p<0,10$ ). Bu sonuç, firma kârındaki değişikliklerin halka arz izahnamelerinden elde edilen tahmini kârlar ile açıklanabileceğini ortaya koymaktadır. Bununla birlikte Panel B'deki sonuçlar, kârlardaki değişikliklerin büyüme modeline göre elde edilen tahmini kârlar ile açıklanamayacağını göstermektedir.

Tablo 15 Panel A'daki sonuçlara göre, model sabiti  $\alpha < 0$  olduğu için yönetici kâr tahminleri iyimser bir eğilime sahiptir. Yani, tahmin edilen kârlar gerçekleşen kârlardan daha yüksektir.  $\beta$  değerinin 1'den küçük olması ( $\beta < 1$ ) elde edilebilir bilgiye (örneğin  $GK_{t-1}$ ) karşı aşırı tepkiyi gösterir. Çünkü tahminlerin mutlak değeri oldukça yüksektir.

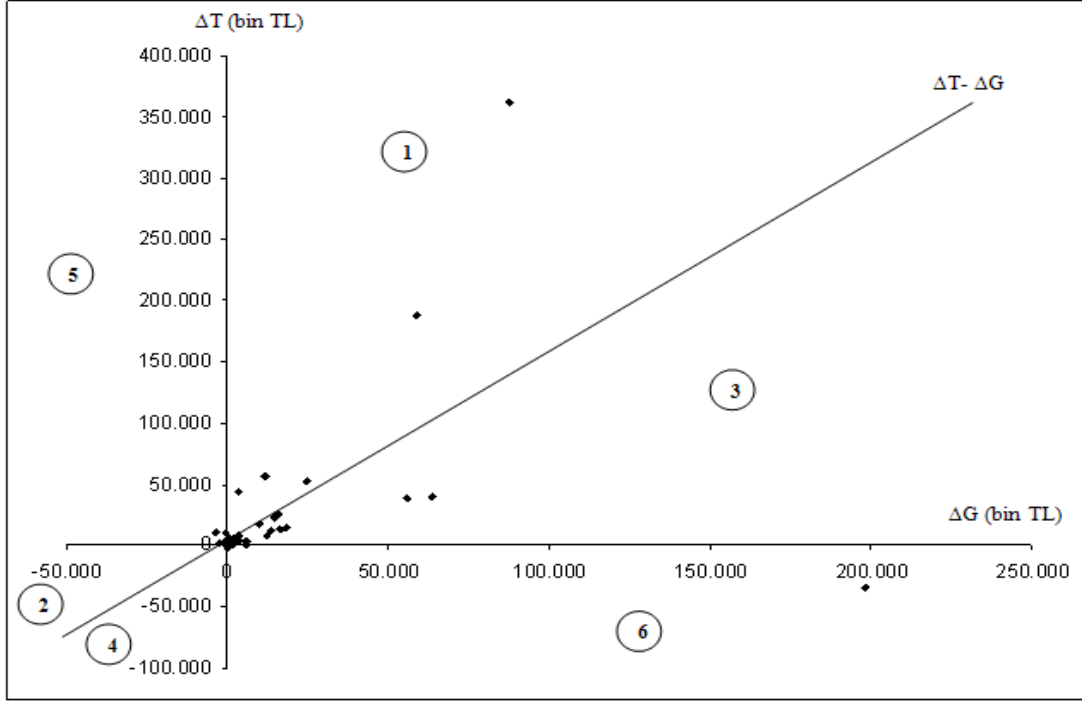
Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıklamış oldukları kâr tahminlerinin eğilim ve rasyonelliğine ilişkin olarak elde edilen bu sonuçlar, Lonkani ve Firth (2005)'ün Tayland piyasası için yapmış olduğu çalışmada elde edilen bulgular ile uyumluluk göstermektedir. Söz konusu araştırmacılar araştırmalarında, firma kârındaki değişikliklerin halka arz izahnamelerinden elde edilen tahmini kârlar ile açıklanabileceği, ancak kârlardaki değişikliklerin büyüme modeline göre elde edilen tahmini kârlar ile açıklanamayacağı şeklinde bulgular elde etmişlerdir. Diğer taraftan Chen ve Firth (1999), Hong Kong piyasası için yapmış oldukları araştırmada, Çin firmalarının kârlarındaki değişikliklerin hem halka arz izahnamelerinden elde edilen tahmini kârlar, hem de büyüme modeline göre elde edilen tahmini kârlar ile açıklanabileceği sonucuna ulaşmışlardır.

Benzer şekilde Cheng ve Firth (2000) Hong Kong piyasası için yapmış oldukları araştırmada, Hong Kong firmalarının kârlarındaki değişikliklerin hem halka arz izahnamelerinden elde edilen tahmini kârlar, hem de büyüme modeline göre elde edilen tahmini kârlar açıklanabileceği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca Siougle (2009) Yunanistan piyasası için yapmış olduğu araştırmada, araştırma kapsamındaki halka arz firmalarının kârlarındaki değişikliklerin halka arz izahnamelerinden elde edilen tahmini kârlar ile açıklanabileceği sonucunu elde etmiştir.

#### **4.2.3. Kâr Tahmini Gerçekleşme Diyagramına İlişkin Bulgular**

Jelic ve diğerleri (1998) tarafından tahmin hatalarındaki değişim ve dağılımları belirlemek amacıyla geliştirilen tahmin gerçekleşme diyagramı, firma yöneticilerinin iyimser ve kötümser eğilim ile yaptıkları tahminlerini gerçekleştiren değerlerleri de dikkate alarak altı farklı aralık içerisinde ortaya koyar. Diyagram üzerindeki her bir aralık firma yöneticilerinin kâr tahmini eğilimleri ve kâr gerçekleştirmelerinin farklı bir bileşimine işaret eder. Kâr tahmini gerçekleşme diyagramı yönetici kâr tahminlerinin sadece yönü hakkında bilgi verir. Üçüncü bölümde ayrıntılı olarak anlatılan kâr gerçekleşme diyagramına göre, Türkiye'de 1998-2007 yılları arasında halka arz olmuş ve ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklayan firmaların, halka arz yılı sonu için ( $t=0$ ) yapmış oldukları kâr tahminleri gerçekleşme diyagramı Grafik 1'de gösterilmiştir.

**Grafik 1: (t=0) Yılına Ait Kâr Tahmini Gerçekleşme Diyagramı**



Grafik 1'e göre firma yöneticileri ağırlıklı olarak, halka arz yılı sonu için firma kârında artış olacağı şeklinde tahminlerde bulunmuşlardır. Zira kâr gerçekleşme diyagramına göre 1 ve 3 numaralı bölgeler firma yöneticilerinin firmaların kârlarındaki artışı doğru olarak tahmin ettiklerini göstermektedir. Yani firma yöneticisi, yıl sonunda firmanın kârının halka arz tarihindeki kâra göre daha fazla olacağı şeklinde tahminde bulunmuş, halka arz tarihine göre tahmin dönemi olan yıl sonunda da firma yöneticisinin tahmin ettiği gibi firmanın kârında artış görülmüştür. Bununla birlikte bu sonuç firma yöneticilerinin kâr tahminlerinin iyimser ya da kötümser olduğu noktasında herhangi bir bilgi vermez. Bunun için, tahmin edilen ve gerçekleşen kâr miktarlarının da diyagramda yer alması gerekmektedir. Oysa diyagramda sadece tahmin edilen ve gerçekleşen kâr tutarlarında ki değişimler yer almaktadır.

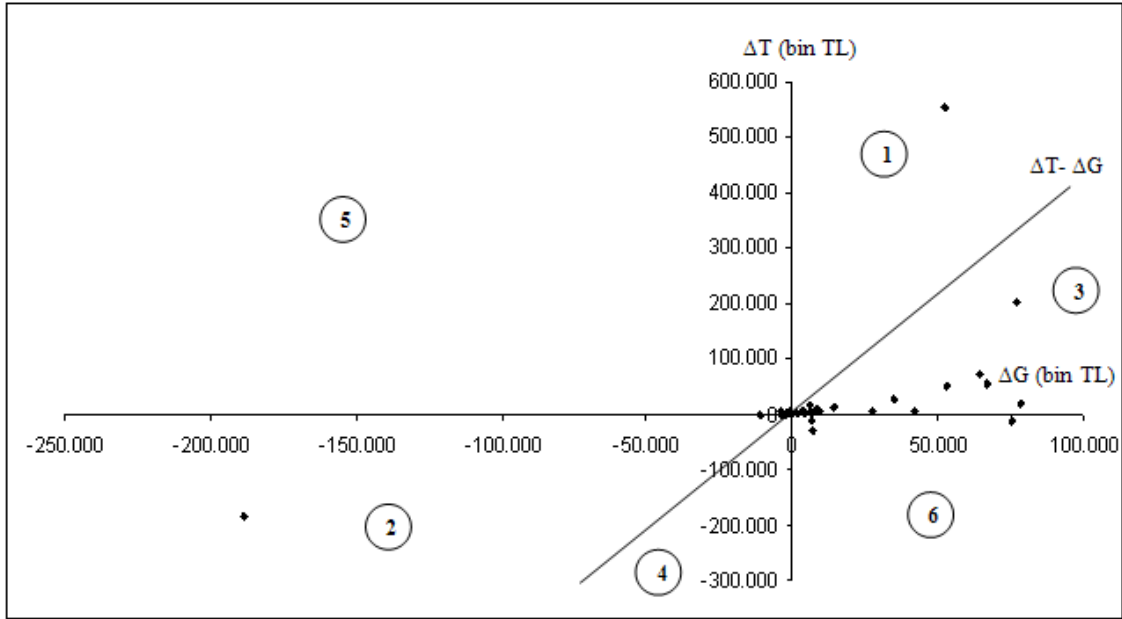
Halka arz yılı sonu için firma yöneticilerinin kâr tahminlerinden ve gerçekleşen kâr tutarlarından elde edilen kâr gerçekleşme diyagramına göre sadece 1 firmanın<sup>15</sup>, esasında

<sup>15</sup> Söz konusu firma mali sektörde faaliyet gösteren bir holdingdir.



kârda artış olduğu halde firmanın kârının azalacağı yönünde (6 numaralı bölge) bir tahminde bulunmuştur.

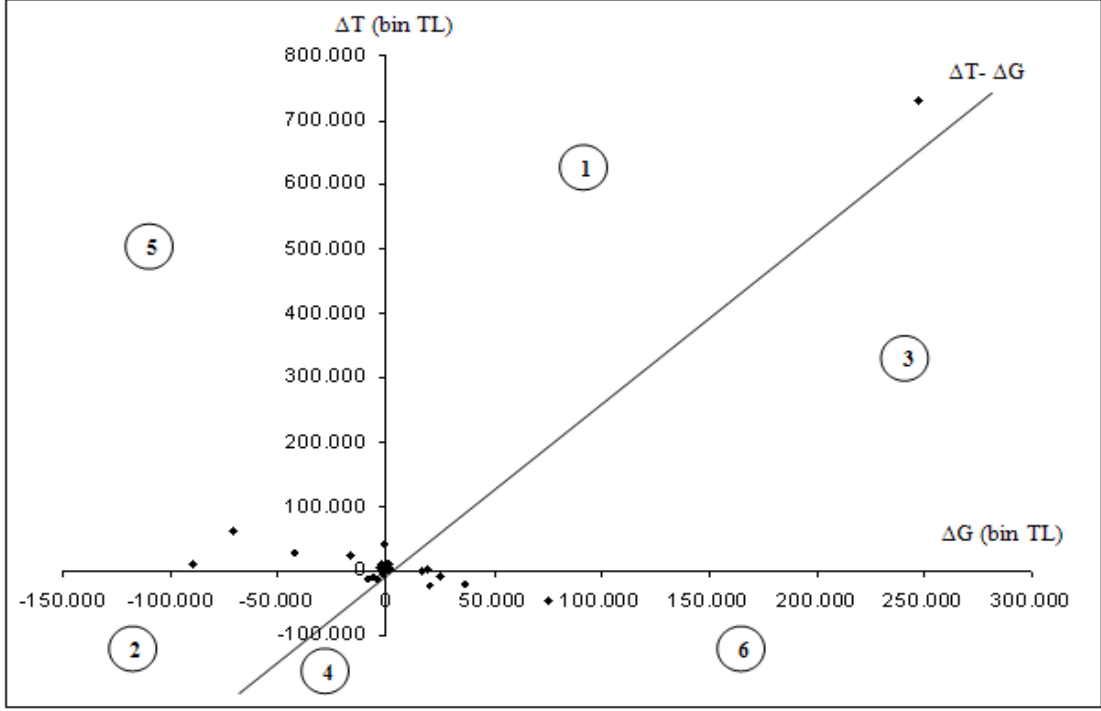
**Grafik 2: (t+1) Yılına Ait Kâr Tahmini Gerçekleşme Diyagramı**



Araştırma döneminde halka arz olan ve halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmalardan, halka arzdan 1 yıl sonrası (t+1) için kâr tahminlerini açıklayan 35 firmanın yapmış oldukları tahminler ve halka arzdan 1 yıl sonrası için gerçekleşen kâr tutarlarından hareketle oluşturulan kâr gerçekleşme diyagramı ise Grafik 2’de gösterilmiştir.

Grafik 2’ye göre, halka arzdan 1 yıl sonrası için kâr tahmini yapan firma yöneticilerinin büyük bir kısmı gerçekleşen kâr tutarlarındaki artışları (1 ve 3 nolu bölge) ya da azalışları (2 ve 4 nolu bölge) doğru olarak tahmin etmişlerdir. Bunun dışında, halka arzdan 1 yıl sonrası için hazırlanan kâr gerçekleşme diyagramına göre bazı firmalar, esasında kârda artış olduğu halde firmanın kârının azalacağı yönünde tahminlerde bulunmuşlardır (6 nolu bölge).

**Grafik 3: (t+2) Yılına Ait Kâr Tahmini Gerçekleşme Diyagramı**



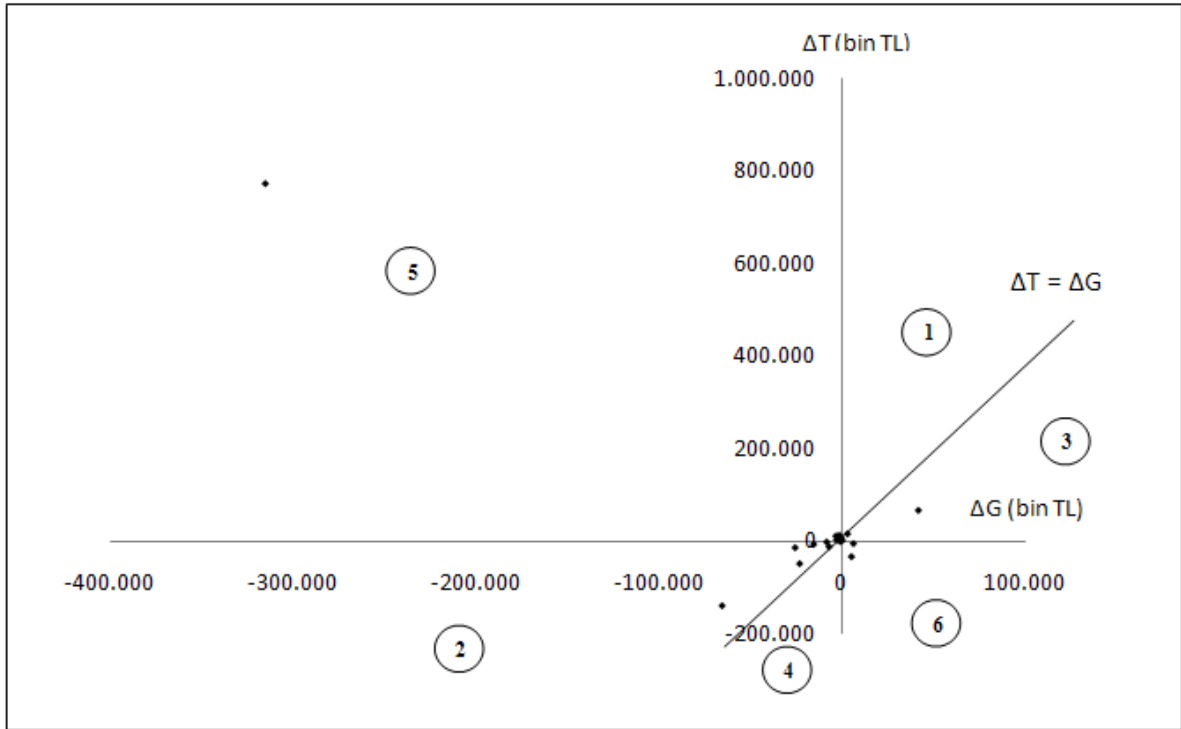
Grafik 3'te ise araştırma döneminde halka arz olan ve halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmalardan, halka arzdan 2 yıl sonrası (t+2) için kâr tahminlerini açıklayan 31 firmanın yapmış oldukları tahminler ve halka arzdan 2 yıl sonrası için gerçekleşen kâr tutarlarından hareketle oluşturulan kâr gerçekleşme diyagramı gösterilmiştir.

Grafik 3'teki diyagram, halka arzdan 2 yıl sonrası için kâr tahmini yapan firma yöneticilerinin önemli bir kısmının gerçekleşen kârlardaki artış ya da azalışların yönünü doğru olarak tahmin edemediğini (5 ve 6 nolu bölgeler) göstermektedir. Benzer bir durumda halka arzdan 3 yıl sonrası için yapılan tahminler için söz konusudur.

Araştırma döneminde halka arz olan ve halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmalardan, halka arzdan 3 yıl sonrası (t+3) için kâr tahminlerini açıklayan 22 firmanın yapmış oldukları tahminler ve halka arzdan 3 yıl sonrası için gerçekleşen kâr tutarlarından hareketle oluşturulan kâr gerçekleşme diyagramı Grafik 4'te gösterilmiştir. Diyagrama göre, firmaların büyük çoğunluğu kâr tutarlarındaki artış (1 ve 3 nolu bölge) ya

da azalışları (2 ve 4 nolu bölge) doğru olarak tahmin etmişlerdir. Kâr tutarlarındaki artış ve azalışları doğru tahmin edemeyen firmalardan bazıları esasında kârda azalma olduğu halde firma kârının artacağı yönünde (5 nolu bölge) bir tahminde bulunmuşken diğerleri ise esasında kârda artış olduğu halde firmanın kârının azalacağı yönünde tahminde bulunmuşlardır.

**Grafik 4: (t+3) Yılına Ait Tahmin Gerçekleşme Diyagramı**



Tahmin gerçekleşme diyagramlarından elde edilen sonuçlar, tahmin dönemi uzadıkça firma yöneticilerinin gerçekleşen kâr tutarlarının artış ya da azalış açısından yönlerini tahmin edebilme düzeylerinin düştüğünü ortaya koymaktadır.

#### 4.2.4. Kâr Tahminlerinin Üstünlüğüne İlişkin Bulgular

Firma yöneticilerinin yapmış oldukları kâr tahminleri ile basit istatistikler modellere göre elde edilen kâr tahminlerini karşılaştırmak amacıyla, Brown ve diğerleri (1987) tarafından geliştirilen ve kârlardaki gerçek değişimlere göre kâr tahminlerinin

üstünlüğünü ölçen üstünlük (superiority) yaklaşımı birçok çalışmada (Chen ve Firth, 1999; Cheng ve Firth, 2000; Lonkani ve Firth, 2005) dayanak noktası olarak alınmış ve yöneticilerin kâr tahmini konusundaki başarı düzeyleri belirlenmeye çalışılmıştır. Yapılan çalışmalarda, istatistiksel modellerden elde edilen tahminler, tesadüfi hareket ve büyüme modellerine göre olmak üzere genelde iki başlı altında incelenmişlerdir. Tesadüfi hareket modeli, tahmini kârın halka arz olmadan önceki gerçekleşen en son kâr olduğunu öne sürer. Büyüme modeli ise, tahmini kârın halka arz olmadan önceki gerçekleşen en son kâr'ın "1 + halka arz olmadan önceki iki yıl kârlarından elde edilen bileşik büyüme oranı" ile çarpılmasından elde edilen kâr olduğunu öne sürer.

Türkiye'deki halka arz firmaları yöneticilerinin halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminleri ile istatistiksel modellere göre elde edilen kâr tahminleri ilk olarak, Cheng ve Firth (2000) ve Lonkani ve Firth (2005) tarafından kullanılan ölçüm ile karşılatırılmıştır. Cheng ve Firth (2000) ve Lonkani ve Firth (2005) tarafından kullanılan ölçüm tesadüfi hareket modeli ile büyüme modellerine göre elde edilen mutlak tahmin hatası ölçümlerinin yönetici kâr tahminlerinden elde edilen mutlak tahmin hatası ölçümüne göre durumunu üçüncü bölümde açıklanan DIFF(RW) ve DIFF(G) ölçümleri ile ortaya koyar. Bu ölçüme göre elde edilen sonuçlar Tablo 16'da gösterilmiştir.

Tablo 16'daki bilgilere göre, Türkiye'deki halka arz firmalarının tesadüfi hareket modeline göre elde edilen kâr tahminlerine ilişkin mutlak tahmin hatası (MTH(RW)) değeri medyan değer olarak %23,83'tür. Firmaların geçmiş iki yıla ait kâr tutarları üzerinden hesaplanan bileşik büyüme oranının kullanan büyüme modeline göre elde edilen kâr tahminlerine ilişkin mutlak tahmin hatası (MTH(G)) değeri ise medyan değer olarak %68,65 şeklinde elde edilmiştir. Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen mutlak tahmin hatası (MTH) değeri ise medyan değer olarak %46,91'dir (bakınız Tablo 11). Lonkani ve Firth (2005)'e göre üstünlük ölçüleri olan ve MTH(RW) ile MTH arasındaki fark olarak hesaplanan DIFF(RW) ve MTH(G) ile MTH arasındaki fark olarak hesaplanan DIFF(G) değerleri ise medyan değer olarak sırasıyla %-22,30 ve %60,82 şeklinde elde edilmiştir. Medyan DIFF(RW) değerinin negatif çıkması MTH değerinin MTH(RW) değerinden daha yüksek olduğunu gösterir. Bu da, halka arz firmaları yöneticilerinin tesadüfi hareket modeline göre elde edilen kâr tahminlerine göre daha başarısız kâr tahminleri yaptıkları anlamına

gelmektedir. Medyan DIFF(G) değerinin pozitif çıkması ise MTH değerinin MTH(G) değerinden daha düşük olduğunu gösterir ki bu da halka arz firmaları yöneticilerinin büyüme modeline göre elde edilen kâr tahminlerine göre daha başarılı kâr tahminleri yaptıklarını göstermektedir.

**Tablo 16: Yönetici Kâr Tahminlerinin Üstünlüğüne İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler**

	MTH(RW) (%)	MTH(G) (%)	DIFF(RW) (%)	DIFF(G) (%)	SUP / SUP(RW) (%)	SUP(G) (%)
Ortalama	53,67	138,53	-38,26	38,02	-17,92	66,94
Ortanca	23,83	68,65	-22,30	60,82	-13,08	30,56
Standart s.	96,23	237,79	131,23	162,80	52,567	224,68
Maksimum	453,12	1279,67	195,21	393,64	95,00	1261,01
Minimum	0,59	0,47	-260,03	-462,17	-115,29	-94,85
t testi			-1,797	1,440	-2,102	
(p değeri)			(0,080)*	(0,158)	(0,042)**	
K-S testi	1,912	1,982				2,010
(p değeri)	(0,001)***	(0,001)***				(0,001)***

\*0,10 düzeyinde anlamlı

\*\*0,05 düzeyinde anlamlı

\*\*\*0,01 düzeyinde anlamlı

Elde edilen bu bulgular, Cheng ve Firth (2000) ve Lonkani ve Firth (2005)'ün yapmış oldukları araştırmalarda elde ettikleri bulgular ile kısmen benzerlik göstermektedir. Zira söz konusu araştırmalarda Cheng ve Firth (2000) Hong Kong firmaları yöneticilerinin, Lonkani ve Firth (2005) ise Tayland firmaları yöneticilerinin yapmış oldukları kâr tahminlerinin hem tesadüfi hareket modeline göre elde edilen kâr tahminlerine göre (pozitif MTH(RW)), hem de büyüme modeline göre elde edilen kâr tahminlerine göre (pozitif MTH(G)) daha başarılı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Brown ve diğerleri (1987) tarafından geliştirilip günümüze kadar çeşitli araştırmacılarca çalışmalarında kullanılan ve yöneticilerin kâr tahminlerini basit

istatistiksel modellere göre daha doğru olarak tahmin edebilme kabiliyetini ölçen üstünlük ölçüsüne (SUP) ilişkin sonuçlar yine Tablo 16’da verilmiştir. Brown ve diğerleri (1987) modellerinde kâr tahminlerini elde etmek için tesadüfi hareket modelini kullanmışlardır. Söz konusu bu modele göre, Türkiye’de halka arz firmaları yöneticileri için kâr tahmin üstünlüğü medyan değer olarak %-13,08 şeklinde elde edilmiştir. SUP değerinin negatif çıkması, izahnamelerde yöneticiler tarafından yapılan kâr tahminlerinin tesadüfi hareket modeline göre elde edilen tahminlere göre daha başarısız olduğunu gösterir.

Cheng ve Firth (2000) ve Lonkani ve Firth (2005), Brown ve diğerleri (1987) tarafından geliştirilen ve tesadüfi hareket modeline göre oluşturulan üstünlük ölçüsünü büyüme modeli için de kullanmışlardır. Büyüme modelini esas alarak elde edilen üstünlük ölçüsü (SUP(G)) Tablo 16’da gösterilmiştir. Büyüme modeline göre medyan değer olarak %30,56 oranında üstünlük ölçüsü elde edilmiştir. SUP değerinin pozitif çıkması, izahnamelerde yöneticiler tarafından yapılan kâr tahminlerinin büyüme modeline göre elde edilen tahminlere göre daha başarılı olduğunu gösterir.

Bu sonuçlar Chen ve Firth (1999), Cheng ve Firth (2000) ve Lonkani ve Firth (2005)’ün yapmış oldukları araştırmalarda elde ettikleri bulgular ile kısmen uyumluluk göstermektedir. Zira söz konusu araştırmalarda, Chen ve Firth (1999) Çin firmaları yöneticilerinin, Cheng ve Firth (2000) Hong Kong firmaları yöneticilerinin ve Lonkani ve Firth (2005) ise Tayland firmaları yöneticilerinin yapmış oldukları kâr tahminlerinin hem tesadüfi hareket modeline göre elde edilen kâr tahminlerine göre (pozitif SUP(RW)), hem de büyüme modeline göre elde edilen kâr tahminlerine göre (pozitif SUP(G)) daha başarılı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Gounopoulos (2004) de Yunanistan piyasası için yapmış olduğu araştırmada, yine halka arz firmaları yöneticilerinin yapmış oldukları kâr tahminlerinin tesadüfi hareket modeline göre elde edilen kâr tahminlerine göre daha başarılı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Türkiye’deki halka arz firmaları yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin üstünlüğü son olarak, üçüncü bölümde açıklanan ve Jelic ve diğerleri (1998) tarafından kullanılan Theil’in eşitsizlik katsayısına (TIC) göre belirlenmiştir. (7) numaralı denklem ile hesaplanan TIC değeri Türkiye’deki halka arz firmaları yöneticilerinin halka arz yılı sonu için yapmış oldukları tahminlere göre 2,532

olarak hesaplanmıştır<sup>16</sup>. TIC değerinin 1 olması basit naive modele göre bir tahmin yapıldığını gösterir. 1'den küçük değerler yöneticilerin modele göre daha iyi performans gösterdiklerini gösterirken, bu araştırmada olduğu gibi TIC değerlerinin 1'den büyük (TIC=2,532) olması yöneticilerin başarısızlıklarının basit naive modele göre daha yüksek olduğunu gösterir.

Brown ve diğerleri (1987), Cheng ve Firth (2000) ve Lonkani ve Firth (2005) tarafından kullanılan üstünlük ölçüleri Türkiye'deki halka arz firmaları yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin tesadüfi hareket modeline göre elde edilen kâr tahminlerine göre daha başarısız ve büyüme modeline göre elde edilen kâr tahminlerine göre ise daha başarılı olduğunu göstermiştir. Jelic ve diğerleri (1998) tarafından kullanılan Theil'in eşitsizlik katsayısına (TIC) göre ise yöneticilerin yapmış oldukları kâr tahminleri istatistiksel modellere göre elde edilen kâr tahminlerine göre daha başarısızdır.

#### **4.2.5. Kâr Tahmin Doğruluğuna Etki Eden Faktörlere İlişkin Bulgular**

Bu araştırmada, 7 ayrı potansiyel faktörün tahmin doğruluğuna olan etkisi araştırılmıştır. Bunlar; firma büyüklüğü, firma yaşı, finansal kaldıraç düzeyi, yönetici-sahiplik düzeyi, denetim firması itibarı, yatırım bankası itibarı ve tahmin dönemi uzunluğudur.

Tablo 17'de halka arz öncesi aktif toplamları olarak hesaplanan firma büyüklüğüne göre tahmin hatası ölçüm sonuçları gösterilmiştir. Firmalar halka arz öncesi aktif büyüklüklerine göre iki kısma ayrılmıştır. Ortalama aktif büyüklüğü üzerinde aktif toplamına sahip firmalar büyük ve ortalama aktif büyüklüğünün altında aktif toplamına sahip firmalar ise küçük firmalar olarak isimlendirilmiştir.

---

<sup>16</sup> Halka arzdan 1 yıl sonrası için yapılan kâr tahminlerine göre TIC değeri 3,961; halka arzdan 2 yıl sonrası için yapılan kâr tahminlerine göre TIC değeri 3,438 ve halka arzdan 3 yıl sonrası için yapılan kâr tahminlerine göre TIC değeri ise 11,172 olarak elde edilmiştir. Bu sonuçlar, tahmin dönemi uzadıkça yöneticilerin kâr tahmini başarı düzeylerinin azaldığını göstermektedir. Bununla birlikte, tahmin dönemi uzadıkça kâr tahminlerinin doğruluğuna etki edebilecek makro ekonomik değişkenler gibi bazı faktörler söz konusu olduğu için ve bunun da yöneticilerin başarı düzeyini etkilemesi söz konusu olduğu için sadece halka arz yılı sonu için elde edilen sonuçlara yer verilmiştir.

**Tablo 17: Firma Büyüklüğü ve Tahmin Hatası Ölçümleri**

		Firma Büyüklüğü	Gözlem sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t	p
( t = 0 ) için kâr tahmini	Tahmin Hatası (%)	Büyük	16	7,449	142,907	-1,062	0,295
		Küçük	22	-34,767	102,499		
	Mutlak Tahmin Hatası (%)	Büyük	16	68,849	124,199	-0,144	0,886
		Küçük	22	73,584	78,103		
	Düzeltilmiş Tahmin Hatası (%)	Büyük	16	112,373	309,159	0,526	0,602
		Küçük	22	192,015	613,640		

Tablodaki sonuçlara göre, her üç tahmin hatası ölçümüne göre büyük ve küçük firmalar açısından istatistiki olarak anlamlı bir farklılık yoktur. Büyük firma yöneticilerinin yapmış oldukları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatası, mutlak tahmin hatası ve düzeltilmiş tahmin hatası değerleri sırasıyla ortalama olarak %7.45, %68.85 ve %112.37 olmuştur. Aynı tahmin hatası ölçümleri küçük firmalar için ise sırasıyla ortalama olarak %-34.77, %73.58 ve %192.02'dir. Her iki firma grubu arasında ortaya çıkan bu farklılıklar istatistiki olarak anlamsızdır. Dolayısıyla bu sonuç halka arz öncesi aktif büyüklüklerine göre büyük ve küçük firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatalarının birbirinden farklılık göstermediğini ifade etmektedir.

Tablo 18'de ise halka arz firmalarının faaliyet sürelerine göre tahmin hatası ölçüm sonuçları gösterilmiştir. Firmalar halka arz öncesi faaliyet sürelerine göre iki kısma ayrılmıştır. Ortalama faaliyet süresinin üzerinde faaliyet süresine sahip firmalar eski ve ortalama faaliyet süresinin altında faaliyet süresine sahip firmalar ise yeni firmalar olarak isimlendirilmiştir.

Tablodaki sonuçlar, daha uzun faaliyet geçmişine sahip eski firma yöneticilerinin daha kısa faaliyet geçmişine sahip yeni firma yöneticilerine göre daha doğru tahminler yaptıklarını, bu nedenle de daha düşük tahmin hatası, mutlak tahmin hatası ve düzeltilmiş tahmin hatası değerlerine sahip olduklarını göstermektedir. Bununla birlikte, eski ve yeni firmalar arasında tahmin hatası ölçümleri açısından elde edilen bu farklılıklar istatistiki



olarak anlamlı farklılıklar değİllerdir. Bu sonuç, halka arz öncesi faaliyet sürelerine göre eski ve yeni firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatalarının birbirinden farklılık göstermediğini ortaya koymaktadır.

**Tablo 18: Firmaların Faaliyet Süreleri ve Tahmin Hatası Ölçümleri**

		Faaliyet Süresi	Gözlem sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t	p
( t = 0 ) için kâr tahmini	Tahmin Hatası (%)	Eski Firma	13	8,278	151,433	-0,925	0,361
		Yeni Firma	25	-30,132	103,213		
	Mutlak Tahmin Hatası (%)	Eski Firma	13	67,399	80,126	0,381	0,705
		Yeni Firma	25	80,672	134,075		
	Düzeltilmiş Tahmin Hatası (%)	Eski Firma	13	107,158	294,861	0,766	0,449
		Yeni Firma	25	229,861	701,754		

Halka arz firmaları yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğuna etkisi araştırılan diğeri bir faktör ise halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyidir. Bu amaçla, firmalar halka arz öncesi ortalama kaldıraç düzeylerine göre iki gruba ayrılmışlardır. Ortalama kaldıraç düzeyinin üzerinde kaldıraç düzeyine sahip firmalar yüksek kaldıraç ve ortalama kaldıraç düzeyinin altında kaldıraç düzeyine sahip firmalar ise düşük kaldıraç firmaları olarak isimlendirilmiştir. Tahmin hatası ölçümleri arasında firma kaldıraç düzeyine göre ortaya çıkan farklılıklar Tablo 19’da gösterilmiştir.

Tablodaki sonuçlar, daha düşük kaldıraç düzeyine sahip firma yöneticilerinin daha yüksek kaldıraç düzeyine sahip firma yöneticilerine göre daha doğru tahminler yaptıklarını ve daha düşük tahmin hatası, mutlak tahmin hatası ve düzeltilmiş tahmin hatası değerlerine sahip olduklarını göstermektedir. İki grup firma arasında tahmin hatası ölçümlerinden sadece mutlak tahmin hatası ölçümüne göre ortaya çıkan farklılık istatistiki olarak anlamlıdır. Yüksek kaldıraç düzeyine sahip firmalarda mutlak tahmin hatası %98,24 olarak gerçekleşirken, düşük kaldıraç düzeyine sahip firmalarda mutlak tahmin hatası değeri %41,98 olarak gerçekleşmiş ve bu farklılık istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır (t=1,893; p<0,10). Dolayısıyla elde edilen bu sonuç halka arz öncesi kaldıraç düzeylerine göre yüksek ve düşük kaldıraç düzeylerine sahip firmaların ilk halka arz izahnamelerinde

açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatalarının mutlak değer olarak birbirinden farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır.

**Tablo 19: Firma Kaldıraç Düzeyi ve Tahmin Hatası Ölçümleri**

		Kaldıraç Seviyesi	Gözlem sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t	p
( t = 0 ) için kâr tahmini	Tahmin Hatası (%)	Yüksek Kaldıraç	20	-24,043	133,933	-0,374	0,711
		Düşük Kaldıraç	18	-9,158	108,615		
	Mutlak Tahmin Hatası (%)	Yüksek Kaldıraç	20	98,238	126,746	-1,893	0,071*
		Düşük Kaldıraç	18	41,982	37,946		
	Düzeltilmiş Tahmin Hatası (%)	Yüksek Kaldıraç	20	176,192	545,330	-0,426	0,673
		Düşük Kaldıraç	18	112,256	345,150		

\*0,10 düzeyinde anlamlı

Halka arz sonrası yönetici-sahiplik düzeyi, halka arz firmaları yöneticileri tarafından ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu üzerinde etkisi araştırılan diğer bir faktördür. Bu amaçla, firmalar halka arz sonrası yönetici-sahiplik düzeylerine göre iki gruba ayrılmışlardır. Ortalama yönetici-sahiplik oranının üzerinde yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalar yüksek sahiplik grubu ve ortalama yönetici-sahiplik oranının altında yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalar ise düşük sahiplik grubu olarak isimlendirilmişlerdir. Tahmin hatası ölçümleri arasında firma yönetici-sahiplik düzeyine göre belirlenen farklılıklar Tablo 20’de gösterilmiştir.

Tablodaki sonuçlar, daha yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firma yöneticilerinin daha düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firma yöneticilerine göre daha doğru tahminler yaptıklarını ve daha düşük tahmin hatası, mutlak tahmin hatası ve düzeltilmiş tahmin hatası değerlerine sahip olduklarını göstermektedir. İki grup firma arasında tahmin hatası ölçümlerine göre ortaya çıkan farklılıklar istatistiki olarak anlamlı farklılıklar değildir. Dolayısıyla elde edilen bu sonuç halka arz sonrası yönetici-sahiplik düzeylerine göre yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmalar ile düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr

tahminlerinden elde edilen tahmin hatalarının birbirinden farklılık göstermediğini ortaya koymaktadır.

**Tablo 20: Firma Yönetici-Sahiplik Düzeyi ve Tahmin Hatası Ölçümleri**

		Yönetim Sahipliği	Gözlem sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t	p
(t = 0) için kâr tahmini	Tahmin Hatası (%)	Yüksek Sahiplik	21	15,202	58,157	-1,376	0,185
		Düşük Sahiplik	17	-43,054	166,573		
	Mutlak Tahmin Hatası (%)	Yüksek Sahiplik	21	53,586	48,099	-1,159	0,261
		Düşük Sahiplik	17	93,830	136,520		
	Düzeltilmiş Tahmin Hatası (%)	Yüksek Sahiplik	21	50,748	96,401	-1,305	0,210
		Düşük Sahiplik	17	263,454	666,301		

Denetim firması itibar düzeyinin firma yöneticileri tarafından ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu üzerinde etkisini belirlemek amacıyla firmalar yine iki gruba ayrılmıştır. Halka arz sürecinde yüksek itibarlı denetim firmaları ile çalışan halka arz firmaları yüksek itibar grubu ve halka arz sürecinde düşük itibarlı denetim firmaları ile çalışan halka arz firmaları ise düşük itibar grubu firmalar olarak isimlendirilmişlerdir. Yüksek itibar ve düşük itibar grubunda yer alan firmalar arasında tahmin hatası ölçümlerine göre oluşan farklılıklar Tablo 21’de gösterilmiştir.

Tablodaki sonuçlar, halka arz sürecinde daha yüksek itibara sahip denetim firmaları ile çalışan firma yöneticilerinin halka arz sürecinde daha düşük itibara sahip firma yöneticilerine göre daha doğru tahminler yaptıklarını ve daha düşük tahmin hatası, mutlak tahmin hatası ve düzeltilmiş tahmin hatası değerlerine sahip olduklarını göstermektedir. İki grup firma arasında tahmin hatası ölçümlerine göre ortaya çıkan farklılıklar istatistiki olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla elde edilen bu sonuç, denetim firması itibar düzeyine göre, yüksek itibarlı denetim firmalarının denetim ve gözetiminde halka arz olan firmalar ve düşük itibarlı denetim firmalarının denetim ve gözetiminde halka arz olan firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatalarının birbirinden farklılık göstermediğini ortaya koymaktadır.

**Tablo 21: Denetim Firması İtibarı ve Tahmin Hatası Ölçümleri**

		Denetim Firması İtibarı	Gözlem sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t	p
( t = 0 ) için kâr tahmini	Tahmin Hatası (%)	Yüksek İtibar	14	9,588	153,353	-1,034	0,308
		Düşük İtibar	24	-32,497	98,265		
	Mutlak Tahmin Hatası (%)	Yüksek İtibar	14	67,185	77,769	0,356	0,724
		Düşük İtibar	24	79,142	129,888		
	Düzeltilmiş Tahmin Hatası (%)	Yüksek İtibar	14	103,098	297,208	0,752	0,457
		Düşük İtibar	24	219,292	654,171		

Yatırım bankası itibar düzeyinin firma yöneticileri tarafından ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu üzerinde etkisini belirlemek amacıyla, firmalar denetim firması itibarı etkisinde olduğu gibi yine iki gruba ayrılmıştır. Yüksek itibarlı yatırım bankalarının aracılığında halka arz olan firmalar, yüksek itibar grubu ve düşük itibarlı yatırım bankalarının aracılığında halka arz olan firmalar ise düşük itibar grubu firmalar olarak isimlendirilmişlerdir. Yüksek itibar ve düşük itibar grubunda yer alan firmalar arasında tahmin hatası ölçümlerine göre oluşan farklılıklar Tablo 22’de gösterilmiştir.

**Tablo 22: Yatırım Bankası İtibarı ve Tahmin Hatası Ölçümleri**

		Yatırım Bankası İtibarı	Gözlem sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t	p
( t = 0 ) için kâr tahmini	Tahmin Hatası (%)	Yüksek İtibar	19	-2,121	132,873	-0,752	0,457
		Düşük İtibar	19	-31,863	109,867		
	Mutlak Tahmin Hatası (%)	Yüksek İtibar	19	66,563	113,950	-0,311	0,758
		Düşük İtibar	19	766,628	83,334		
	Düzeltilmiş Tahmin Hatası (%)	Yüksek İtibar	19	167,304	563,323	-0,285	0,777
		Düşük İtibar	19	124,508	332,068		

Tablodaki sonuçlar, daha yüksek itibara sahip yatırım bankalarının aracılığında halka arz olan firmaların yöneticilerinin daha düşük itibara sahip yatırım bankalarının

aracılığında halka arz olan firmaların yöneticilerine göre daha doğru tahminler yaptıklarını ve daha düşük tahmin hatası ve mutlak tahmin hatası değerlerine sahip olduklarını göstermektedir. İki grup firma arasında tahmin hatası ölçümlerine göre ortaya çıkan farklılıklar istatistiki olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla ulaşılan bu bulgu, yatırım bankası itibar düzeyine göre, yüksek itibarlı yatırım bankalarının aracılığında halka arz olan firmalar ve düşük itibarlı yatırım bankalarının aracılığında halka arz olan firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatalarının birbirinden farklılık göstermediğini ortaya koymaktadır.

Halka arz firmaları yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğuna etkisi araştırılan son faktör ise tahmin dönemi uzunluğudur. Tahmin dönemi uzunluğu, halka arz firmalarının kâr tahminlerini açıkladıkları tahmin dönemindeki ay sayısı olarak alınmıştır. Ortalama tahmin süresinin üzerinde bir dönem için tahmin yapan firmalar uzun dönem grubu, ortalama tahmin süresinin altında bir dönem için tahmin yapan firmalar ise kısa dönem grubu firmaları olarak isimlendirilmiştir. Her iki firma grubunda yer alan firmalar arasında tahmin hatası ölçümlerine göre oluşan farklılıklar belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlar Tablo 23’de gösterilmiştir.

**Tablo 23: Tahmin Dönemi Uzunluğu ve Tahmin Hatası Ölçümleri**

		Tahmin Dönemi Uzunluğu	Gözlem sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t	p
(t = 0) için kâr tahmini	Tahmin Hatası (%)	Kısa Dönem	18	15,915	54,488	-1,622	0,113
		Uzun Dönem	20	-46,608	162,703		
	Mutlak Tahmin Hatası (%)	Kısa Dönem	18	52,726	50,617	-1,186	0,248
		Uzun Dönem	20	90,455	129,110		
	Düzeltilmiş Tahmin Hatası (%)	Kısa Dönem	18	52,072	99,861	-1,278	0,217
		Uzun Dönem	20	239,740	632,462		

Tablodaki sonuçlar, daha kısa dönemler için tahmin yapan firma yöneticilerinin daha uzun dönemler için tahmin yapan firma yöneticilerine göre daha doğru tahminler yaptıklarını ve daha düşük tahmin hatası, mutlak tahmin hatası ve düzeltilmiş tahmin hatası değerlerine sahip olduklarını göstermektedir. İki grup firma arasında tahmin hatası

ölçümlerine göre ortaya çıkan farklılıklar istatistiki olarak anlamlı değillerdir. Dolayısıyla elde edilen bu bulgu, tahmin dönemi uzunluklarına göre, uzun dönemler için kâr tahmini yapan firmalar ile kısa dönemler için kâr tahmini yapan firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatalarının birbirinden farklılık göstermediğini ortaya koymaktadır.

Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğuna etki eden faktörleri belirlemek amacıyla ilk olarak bağımsız iki örnek t testi sonuçları elde edilmiştir. İkinci aşamada ise tek bir zaman noktasında farklı değişkenlerin incelenmesine dayan yatay kesit regresyon analizi yapılmıştır. Söz konusu yatay kesit regresyon analizinde, tahmin doğruluğuna etkisi araştırılan firma büyüklüğü, firma yaşı, finansal kaldıraç düzeyi, yönetici-sahiplik düzeyi, denetim firması itibarı, yatırım bankası itibarı ve tahmin dönemi uzunluğu modelde bağımsız değişkenler olarak yer almıştır. Modelde bağımlı değişken olarak, halka arz firmaları yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde halka arz yılı sonu için açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen mutlak tahmin hatası değeri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak tahmin hatası değerinin değil de mutlak tahmin hatası değerinin alınmasının nedeni, tahmin hatasının halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin eğilimini, mutlak tahmin hatasının ise söz konusu tahminlerin doğruluğunu ifade etmesi olarak açıklanabilir.

Tablo 24'de, yatay kesit regresyon analizinde kullanılan bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Tabloda AT; halka arz öncesi aktif toplamı olarak ölçülen firma büyüklüğünü, YAS; halka arz firmasının kuruluşu ile halka arz tarihi arasındaki yıl bazında faaliyet süresi olarak ölçülen firma yaşını, KDRC; halka arz firmasının halka arz öncesi kaldıraç düzeyini, YBİ; yatırım bankası itibar düzeyini, DFİ; denetim firması itibar düzeyini, TDU; halka arz firmasının kâr tahmini yaptığı dönemin ay olarak uzunluğunu ve YSD ise halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyini göstermektedir.

Tablodaki sonuçlara göre, halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmaların logaritmik değer olarak ortalama 7,831 (yaklaşık 46,4 milyon TL) düzeyinde halka arz öncesi aktif toplamına, yine ortalama olarak 15,50 yıllık bir faaliyet süresine ve %60 civarında kaldıraç düzeyine sahiptirler. Halka arz firmalarının ortalama faaliyet

sürelerinin, en küçük faaliyet süresi ve en büyük faaliyet süresi dikkate alındığında en küçük değere daha yakın olduğu ve dolayısıyla halka arz firmalarının nispeten genç firmalar olduğunu söylemek mümkündür. Yine tablodaki sonuçlar, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmaların ortalama olarak %73 civarında yönetici-sahiplik düzeyine sahip olduklarını bir anlamda söz konusu firmaların sermayelerinin ortalama olarak %27'sini halka arz ettiklerini göstermektedir.

**Tablo 24: Bağımsız Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler**

Değişken	Ortalama	Ortanca	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Dağılım =1
ATlog	7,831	7,717	0,950	6,162	9,485	
YAS	15,500	12,500	12,589	2,00	52,00	
KDRC	0,589	0,601	0,353	0,001	2,020	
YBİ (%)						50,00
DFİ (%)						36,842
TDU (ay)	79,026	74,00	32,960	6,00	119,00	
YSD (%)	73,323	75,00	10,169	50,00	93,00	

Tahmin dönemleri açısından bakıldığında, halka arz firmalarının ortalama olarak 79 aylık bir dönem için kâr tahminlerini yaptıkları görülmektedir. En kısa tahmin dönemine sahip firmanın 6 aylık bir dönem için tahmin yaptığı anlaşılmaktadır. Bu, söz konusu firma ya da firmaların sadece halka arz oldukları yılın sonu için kâr tahmini yaptıklarını ifade etmektedir. En uzun tahmin döneminde sahip firmanın ise 119 aylık bir dönem için tahmin yaptığı anlaşılmaktadır. Bu da, söz konusu firma ya da firmaların yaklaşık olarak 10 yıllık bir dönem için tahmin yaptıklarını göstermektedir.

Tablo 24'deki sonuçlar, araştırma kapsamındaki halka arz firmalarının yarısının (%50) itibarı yüksek yatırım bankaları aracılığında halka arz işlemini gerçekleştirdiklerini göstermektedir. Yine aynı firmaların yaklaşık %37'si ise halka arz sürecinde itibarı yüksek denetim firmaları ile birlikte çalışmış, yani itibarı yüksek denetim firmalarının gözetiminde halka arz olmuşlardır.

Tablo 25’de ise yatay kesit regresyon analizinde kullanılan bağımsız değişkenlere ait korelasyon tablosu gösterilmiştir. Tabloya göre, denetim firması itibarı ile halka arz öncesi aktif toplamı olarak ölçülen firma büyüklüğü ve yatırım bankası itibarı arasında pozitif yönde orta düzeyde bir ilişki olduğu görülmektedir. Tabloya göre ayrıca, yatırım bankası itibarı ile firma büyüklüğü ölçüsü olan aktif toplamı arasında ve halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyi arasında yine pozitif yönde orta düzeyde bir korelasyon ilişkisinin olduğu belirlenmiştir. Tablo 25’e göre son olarak ise, yönetici-sahiplik düzeyi ile tahmin dönemi uzunluğu arasında negatif yönde orta düzeyde bir korelasyon ilişkisinin olduğu belirlenmiştir.

**Tablo 25: Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu**

	AT	YAS	KDRC	TDU	YSD	DFİ	YBİ
AT	1,000						
YAS	0,257	1,000					
KDRC	0,046	0,224	1,000				
TDU	-0,070	0,240	0,068	1,000			
YSD	-0,021	0,077	0,145	-0,393*	1,000		
DFİ	0,529**	-0,044	0,140	-0,166	0,121	1,000	
YBİ	0,458**	0,110	0,335*	0,115	0,182	0,546**	1,000

\*0,10 düzeyinde anlamlı

\*\*0,05 düzeyinde anlamlı

Türkiye’deki halka arz firmaları yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğuna etki eden faktörleri belirlemek için yapılan yatay kesit-regresyon analizine ilişkin sonuçlar Tablo 26’da gösterilmiştir. Tablodaki sonuçlar, değişen varyans testlerinden White testine göre düzeltilmiş sonuçlardır.

Tablo 26’da ki yatay kesti regresyon analizi sonuçlarına göre, ele alınan model bir bütün olarak düşünüldüğünde istatistiki olarak anlamlıdır (F=3,446; p<0,10).



**Tablo 26: Tahmin Doğruluğu İle İlgili Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları**

Değişken	Katsayı	S.Sapma	t istatistik	p değeri
Sabit	0,702	2,211	0,318	(0,753)
YAS	-0,008	0,010	-0,806	(0,426)
YSD	-0,032	0,020	-1,569	(0,127)
AT	0,201	0,169	1,192	(0,243)
KDRC	1,764	0,612	2,881	(0,007)*
TDU	0,001	0,004	0,273	(0,787)
YBİ	-0,295	0,282	-1,045	(0,305)
DFİ	-0,183	0,299	-0,613	(0,544)
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0,316			
F-istatistik	3,446			
(p değeri)	(0,008)*			
Gözlem Sayısı	38			

\*0,01 düzeyinde anlamlı

Regresyon analizi sonucunda, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünü gösteren düzeltilmiş belirlilik katsayısı (Düzeltilmiş R<sup>2</sup>) yatay kesit regresyon analizi için yüksek sayılabilecek bir oranda %31,6 olarak elde edilmiştir. Zira literatürde yapılan benzer çalışmaların tamamına yakın kısmında, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü olan Düzeltilmiş R<sup>2</sup> değeri bu çalışmada elde edilen değer altında gerçekleşmiştir. Bu anlamda, Tablo 27’de literatürde yapılan bazı çalışmalara ilişkin elde edilen sonuçların bir özeti gösterilmiştir.

**Tablo 27: Literatürde Yapılan Çalışmalara İlişkin Özet Sonuçlar<sup>17</sup>**

Çalışma	Ülke	F istatistik	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>
Firth ve Smith (1992)	Yeni Zelanda	3,228	0,219
Jaggi (1997)	Hong Kong	1,250	0,050
Chen ve Firth (1999)	Çin	NA	0,066
Cheng ve Firth (2000)	Hong Kong	NA	0,116
Chen ve diğerleri (2001)	Hong Kong	1,208	0,016
Gounopoulos (2004)	Yunanistan	2,680	0,060
Lonkani ve Firth (2005)	Tayland	1,585	0,020
Ismail ve Weetman (2007)	Malezya	4,676	0,197
Siougle (2007)	Yunanistan	2,190	0,028

Yatay kesit regresyon modeli içerisindeki bağımsız değişkenler kendi aralarında ilişkili veya bağımlı olduğunda, çoklu bağıntı (multi-collinearity) problemi ortaya çıkabilir. Çoklu bağıntı, bir bağımsız değişkenin diğer bağımsız değişkenlerle olan ilişkisinin derecesine göre bağımsız değişkenin tahmin gücünü azaltır. Çoklu bağıntı arttıkça bağımsız değişken tarafından açıklanan spesifik varyans azalmakta, ortak varyans yüzdesi ise artmaktadır (Kalaycı, 2005: 223). Dolayısıyla bağımsız değişkenler arasında böyle bir ilişkinin olması, değişkenlerden birinin modele ek bir katkı getirmediğine dikkat çeker. Bu durum bağımsız değişkenlerin önemini değerlendirilmesini engeller. Bağımsız değişkenler arasında bu şekilde doğrusal bir ilişkinin mevcut olmadığı varsayımına dayanan çoklu bağıntı probleminin varlığını test etmek için “collinearity diagnostic” ölçümü yapılmıştır. Ölçüm sonucunda değişken şişme faktörü VIF (Variance-Inflating Factor) hesaplanmıştır. Elde edilen yüksek tolerans ve düşük VIF değerleri, yani tolerans değerlerinin 1’e yaklaşması ve VIF değerinin de 1-2,5 arasında olması (Kalaycı, 2005: 225) bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntı probleminin olmadığını göstermektedir. Dolayısıyla Tablo 25’de verilen korelasyon tablosunda, denetim firması itibarı ile firma büyüklüğü ve yatırım bankası itibarı arasında, yatırım bankası itibarı ile firma büyüklüğü

<sup>17</sup> Çoklu regresyon modelinde belirlilik katsayısı modele dahil edilen değişken sayısı arttıkça (eklenen değişken ister ilgili ister ilgisiz olsun) artar. Bu durumda düzeltilmiş belirlilik katsayısında bakmak gerekir. Çünkü düzeltilmiş belirlilik katsayısı yalnızca eklenen değişken modelle ilişkili ise artar. Bu nedenle değerlendirmeler düzeltilmiş belirlilik katsayısı dikkate alınarak yapılmıştır.

ve halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyi arasında pozitif yönde ve yönetici-sahiplik düzeyi ile tahmin dönemi uzunluğu arasında negatif yönde orta düzeyde var olan korelasyon ilişkileri çoklu bağıntı problemine yol açmamıştır.

Analiz sonucuna göre, halka arz öncesi aktif toplamı olarak ölçülen firma büyüklüğü ile ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu arasında pozitif bir ilişki olduğu bulgusu elde edilmiştir. Bu sonuç, halka arz öncesi aktif büyüklüklerine göre daha büyük firmaların halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin, halka arz öncesi aktif büyüklüklerine göre daha küçük firmaların halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerine göre daha hatalı olduğu anlamına gelmektedir. Bununla birlikte elde edilen bu sonuç istatistiki olarak anlamlı değildir. Firma büyüklüğü ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasında ortaya çıkan ilişkinin yönü genel literatüre ve araştırma hipotezine ters bir sonuçtur. Zira Jaggi ve Jain (1998) Hong Kong ve Clarkson (2000) Kanada piyasaları için yapmış oldukları çalışmalarda, firma büyüklüğü ve tahmin doğruluğu arasında ters yönlü ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yau ve Chun (1999) Malezya, Hartnett ve Romcke (2000) Avustralya, Ström (2006) İsveç ve Chong ve Ho (2007) Singapur piyasaları için yapmış oldukları araştırmalarda firma büyüklüğü ile kâr tahminlerinin doğruluğu arasında ters yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ancak bu sonuçlar istatistiki olarak anlamlı çıkmamışlardır.

Diğer taraftan bu araştırmada ulaşılan sonuca benzer sonuçların elde edildiği çalışmalarda yapılmıştır. Örneğin Firth ve Smith (1992) Yeni Zelanda, Chen ve Firth (1999) Çin, Lonkani ve Firth (2005) Tayland ve Kwag ve Small (2007) ABD piyasaları için yapmış oldukları araştırmalarda firma büyüklüğü ve halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Benzer şekilde Jaggi (1997) ve Cheng ve Firth (2000) Hong Kong, Jelic ve diğerleri (1998) Malezya, Gounopoulos (2004) Yunanistan ve Jaggi ve diğerleri (2006) Tayvan piyasaları için yapmış oldukları araştırmalarda firma büyüklüğü ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasında pozitif yönlü, ancak istatistiki olarak anlamsız bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bu araştırmada, firma byklg ve kr tahminlerinin doğruluğu arasındaki ilişki genel literatüre ve oluşturulan hipoteze uygun olmadığı için H7 hipotezi reddedilmiştir.

Yatay-kesit regresyon analizi sonucuna göre, halka arz firmasının faaliyet süresi olarak ölçülen yaşı ile ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kr tahminlerinin doğruluğu arasında ters yönlü bir ilişki olduğu bulgusu elde edilmiştir. Bu sonuç, kuruluş tarihi ile halka arz tarihi arasındaki fark olan faaliyet süresine göre daha uzun faaliyet süresine sahip eski firmaların halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kr tahminlerinin daha kısa faaliyet süresine sahip yeni firmaların halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kr tahminlerine göre daha doğru olduğu anlamına gelmektedir. Sonuç istatistiki olarak anlamlı olmamasına rağmen, Firth ve Smith (1992)'in Yeni Zelanda, Chen ve Firth (1999)'n Çin, Yau ve Chun (1999)'n Malezya, Cheng ve Firth (2000)'n Hong Kong ve Lonkani ve Firth (2005)'n Tayland piyasaları için yapmış oldukları çalışmalardan elde ettikleri sonuçlarla uyumludur. Tüm bu çalışmalarda, firma yaşı ile halka arz izahnamelerinde açıklanan kr tahminlerinin doğruluğu arasında bu olduğu gibi, ters yönlü ancak istatistiki olarak anlamsız bir ilişki olduğu sonucu elde edilmiştir. Bununla birlikte Jaggi (1997)'nin Hong Kong, Jelic ve diğerleri (1998)'nin Malezya, Clarkson (2000)'n Kanada, Gounopoulos (2004)'n Yunanistan ve Ström (2006)'n İşve piyasaları için yapmış oldukları çalışmalarda, halka arz firması yaşı ile halka arz izahnamelerinde açıklanan kr tahminlerinin doğruluğu arasında ters yönlü ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Bu araştırmada, her ne kadar firma yaşı ve kr tahminlerinin doğruluğu arasındaki ilişki literatüre ve oluşturulan hipoteze uygun olsa da sonuç istatistiki olarak anlamsız olduğu için H8 hipotezi reddedilmiştir ( $t=-0,806$ ;  $p>0,10$ ).

İlk halka arz izahnamelerinde açıklanan kr tahminlerinin doğruluğuna etkisi araştırılan diğer bir faktör ise halka art firmasının halka arz öncesi kaldıraç düzeyidir. Tablo 26'daki yatay kesit regresyon analizi sonuçlarına göre, firma kaldıraç düzeyi ile halka arz izahnamelerinde açıklanan kr tahminlerinin doğruluğu arasında pozitif bir ilişki söz konusudur. Bu sonuç, halka arz öncesi kaldıraç düzeylerine göre daha düşük kaldıraç düzeyine sahip halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kr tahminlerinin, daha düşük kaldıraç düzeyine sahip halka arz firmalarının ilk halka arz

izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerine göre daha doğru olduğu anlamına gelmektedir. Elde edilen bu sonuç istatistiki olarak anlamlıdır. Firma kaldıraç düzeyi ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasında ortaya çıkan bu ilişki Firth ve Smith (1992)'in Yeni Zelanda, Yau ve Chun (1999)'un Malezya, Cheng ve Firth (2000)'ün Hong Kong, Clarkson (2000)'un Kanada ve Lonkani ve Firth (2005)'ün Tayland piyasaları için yapmış oldukları araştırmada elde ettikleri bulgular ile uyumludur. Bununla birlikte ifade edilen bu araştırmalardan sadece Clarkson (2000)'un Kanada piyasası için yapmış olduğu araştırmada firma kaldıraç düzeyi ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasındaki ilişki pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı bulunmuş, diğer çalışmalarda ise iki değişken arasındaki ilişki pozitif yönlü olarak elde edilmesine karşın istatistiki olarak anlamsız çıkmıştır. Diğer taraftan Jaggi (1997) Hong Kong, Jelic ve diğerleri (1998) Malezya, Chen ve Firth (1999) Çin ve Gounopoulos (2004) Yunanistan piyasaları için yapmış oldukları araştırmalarda, firma kaldıraç düzeyi ile kâr tahminlerinin doğruluğu arasında ters yönlü ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bu araştırmada, halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyi ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasındaki ilişki literatüre ve oluşturulan hipoteze uygun ve istatistiki olarak anlamlı olduğu için H9 hipotezi kabul edilmiştir ( $t=-1,764$ ;  $p<0,10$ ).

Araştırma sonucuna göre, halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyi ile ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Bu sonuç, halka arz sonrası daha yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip olan halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin, halka arz sonrası daha düşük yönetici-sahiplik düzeyine sahip olan firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerine göre daha doğru olduğu anlamına gelmekle birlikte istatistiki olarak anlamlı değildir. Araştırmada ortaya çıkan bu sonuç Jelic ve diğerleri (1998) Malezya ve Chong ve Ho (2007) Singapur piyasaları için yapmış oldukları araştırmalarda elde edilen sonuçlarla paralellik göstermektedir. Söz konusu araştırmacılar, halka arz sonrası yönetici-sahiplik düzeyi ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasında ters yönlü ancak istatistiki olarak anlamsız bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Gounopoulos (2004) ise Yunanistan piyasası için yapmış olduğu araştırmasında yönetici-sahiplik düzeyi ile kâr tahminlerinin doğruluğu arasında ters yönlü ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Diğer

tarafından Chen ve Firth (1999) Çin ve Hartnett ve Romcke (2000) Avustralya piyasaları için yapmış oldukları araştırmalarında, halka arz sonrası yönetici-sahiplik düzeyi ile kâr tahminlerinin doğruluğu arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamsız bir ilişkinin olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Bu araştırmada, halka arz sonrası yönetici-sahiplik düzeyi ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasındaki ilişki literatüre ve oluşturulan hipoteze uygun ancak istatistiki olarak anlamsız olduğu için H10 hipotezi reddedilmiştir ( $t=-0,032$ ;  $p>0,10$ ).

Tablo 26'daki yatay kesit regresyon analizi sonuçlarına göre, halka arz firmalarının halka arz sürecinde çalıştıkları denetim firmalarının itibar düzeyi ile izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu arasında ters yönlü ancak istatistiki olarak anlamsız bir ilişki olduğu görülmektedir. Bu ilişki, yüksek itibarlı denetim firmalarının gözetim ve denetiminde halka arz olan firmaları halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin, düşük itibarlı denetim firmalarının gözetim ve denetiminde halka arz olan firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıklamış oldukları kâr tahminlerine göre daha doğru olduğunu göstermekle birlikte, sonuç istatistiki olarak anlamsızdır. Elde edilen bu sonuç, Jaggi (1997) Hong Kong ve Chen ve Firth (1999) Çin piyasaları için yapmış oldukları araştırmalarda elde edilen sonuçlarla da uyumluluk göstermektedir. Söz konusu araştırmalarda iki değişken arasında ters yönlü anlamsız bir ilişki olduğu sonucu elde edilmiştir. Hartnett ve Romcke (2000) Avustralya, Cheng ve Firth (2000) Hong Kong ve Chong ve Ho (2007) Singapur piyasaları için yapmış oldukları araştırmalarda denetim firması itibarı ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasında ters yönlü ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmaların aksine, Firth ve Smith (1992) Yeni Zelanda ve Jelic ve diğerleri (1998) Malezya piyasaları için yapılan araştırmalarda denetim firması itibarı ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamsız; Yau ve Chun (1999) Malezya, Clarkson (2000) Kanada piyasaları için yapmış oldukları araştırmalarda ise denetim firması itibarı ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonuçları elde edilmiştir.

Bu araştırmada, denetim firması itibarı ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasındaki ilişki literatüre ve oluşturulan hipoteze uygun ancak istatistiki olarak anlamsız olduğu için H11 hipotezi reddedilmiştir ( $t=-0,183$ ;  $p>0,10$ ).

Denetim firması itibarının tahmin doğruluğu üzerine etkisinde ortaya çıkan benzer bir sonuç yatırım bankası itibarı için elde edilmiştir. Tablo 26'daki sonuçlara göre, yatırım bankası itibarı ile ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu arasında ters yönlü ancak istatistiki olarak anlamsız bir ilişki söz konusudur. Bu sonuç, yüksek itibarlı yatırım bankaları aracılığında halka arz olan firmaların halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin, düşük itibarlı yatırım bankalarının aracılığında halka arz olan firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıklamış oldukları kâr tahminlerine göre daha doğru olduğunu göstermekle birlikte sonuç istatistiki olarak anlamsızdır. Elde edilen bu bulgu genel teoriye uygun olmakla birlikte, literatürde yapılan çalışmalarda aksi sonuçlar elde edilmiştir. Örneğin Chen ve Firth (1999) Çin, Cheng ve Firth (2000) Hong Kong ve Gounopoulos (2004) Yunanistan piyasaları için yapmış oldukları araştırmalarda yatırım bankası itibar düzeyi ile kâr tahminlerinin doğruluğu arasında ters yönlü bir ilişki olduğu şeklinde bulgular elde etmişlerdir. Cheng ve Firth (2000) tarafından yapılan araştırmada bu yönde elde edilen sonuç ayrıca istatistiki olarak da anlamlıdır.

Bu araştırmada, yatırım bankası itibarı ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasındaki ilişki literatüre ve oluşturulan hipoteze uygun ancak istatistiki olarak anlamsız olduğu için H12 hipotezi reddedilmiştir ( $t=-0,295$ ;  $p>0,10$ ).

İlk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğuna etkisi araştırılan son faktör ise kâr tahminlerinin yapıldığı dönemin uzunluğudur. Araştırma sonucuna göre tahmin dönemi uzunluğu ile ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu arasında pozitif yönde, ancak istatistiki olarak anlamsız bir ilişki vardır. Bu sonuç, daha kısa dönemler için kâr tahmini yapan firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin daha uzun dönemler için kâr tahmini yapan firmaların ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerine göre daha doğru olduğunu göstermekle birlikte sonuç istatistiki olarak anlamsızdır. Elde edilen bu bulgu Firth ve Smith (1992) Yeni Zelanda, Jaggi (1997), Jaggi ve Jain (1998), Cheng ve Firth

**Tablo 28: Tahmin Doğruluğuna Etki Eden Faktörlere İlişkin Literatürde Yapılan Bazı Çalışmalar ve Sonuçları**

Çalışma	Ülke	Firma Büyüklüğü	Denetim Firması İtibarı	Yatırım Bankası İtibarı	Kaldıraç Düzeyi	Tahmin Dönemi Uzunluğu	Firma Yaşı	Yönetici Sahiplik Düzeyi
Firth ve Smith (1992)	Yeni Zelanda	(+)	(?)		(?)	(?)	(?)	
Jaggi (1997)	Hong Kong	(?)	(?)		(?)	(?)	(-)	
Jelic ve diğerleri (1998)	Malezya	(?)	(?)		(?)		(-)	(?)
Jaggi ve Jain (1998)	Hong Kong	(-)				(+)		
Chen ve Firth (1999)	Çin	(+)	(?)	(?)	(?)	(?)	(?)	(?)
Yau ve Chun (1999)	Malezya	(?)	(+)		(?)	(+)	(?)	
Hartnett ve Romcke (2000)	Avustralya	(?)	(-)					(?)
Cheng ve Firth (2000)	Hong Kong	(?)	(-)	(+)	(?)	(?)	(?)	
Clarkson (2000)	Kanada	(-)	(+)		(+)	(+)	(-)	
Gounopoulos (2004)	Yunanistan	(?)		(?)	(?)	(?)	(-)	(-)
Lonkani ve Firth (2005)	Tayland	(+)			(?)	(+)	(?)	
Ström (2006)	İsveç	(?)				(?)	(-)	
Jaggi ve diğerleri (2006)	Tayvan	(?)				(+)		
Chong ve Ho (2007)	Singapur	(?)	(-)			(?)	(?)	(?)
Kwag ve Small (2007)	A.B.D.	(+)						
<b>Bu çalışmada</b>	<b>Türkiye</b>	<b>(?)</b>	<b>(?)</b>	<b>(?)</b>	<b>(+)</b>	<b>(?)</b>	<b>(?)</b>	<b>(?)</b>



(2000) Hong Kong, Chen ve Firth (1999) Çin, Clarkson (2000) Kanada, Gounopoulos (2004) Yunanistan, Lonkani ve Firth (2005) Tayland ve Jaggi ve diğeri (2006) Tayvan piyasaları için yapmış oldukları araştırmalarda elde edilen bulgularla paralellik göstermektedir. Bununla birlikte Ström (2006) İsveç ve Chong ve Ho (2007) Singapur için yapmış oldukları araştırmalarda olduğu gibi, tahmin dönemi uzunluğu ve ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu arasında ters yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşan çalışmalar da yapılmıştır.

Bu araştırmada, tahmin dönemi uzunluğu ve kâr tahminlerinin doğruluğu arasındaki ilişki literatüre ve oluşturulan hipoteze uygun ancak istatistiki olarak anlamsız olduğu için H13 hipotezi reddedilmiştir ( $t=0,787$ ;  $p>0,10$ ).

Elde edilen bu sonuçlar, Türkiye’de halka arz firmaları yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminleri üzerinde ele alınan faktörlerden sadece halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyinin etkili olduğunu, kaldıraç düzeyi dışında diğeri faktörlerin kâr tahminlerinin doğruluğu üzerinde anlamlı bir etki taşımadığını ortaya koymuştur. Ele alınan tüm faktörlere ilişkin olarak literatürde yapılan çalışmalar ve elde edilen sonuçlar Tablo 28’de gösterilmiştir. Tablo 28’de parantez içerisinde gösterilen işaretler, ilgili çalışmada ele alınan değişken ile tahmin doğruluğu arasındaki anlamlı ilişkiye yönelik elde edilen sonucun yönünü, soru işareti ise ele alınan değişken ile tahmin doğruluğu arasında anlamlı bir ilişkinin elde edilemediğini göstermektedir.

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### 5. KÂR TAHMİNİ AÇIKLAMA EĞİLİMLERİ ve KÂR TAHMİNLERİNİN DOĞRULUĞUNUN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİSİNE İLİŞKİN BULGULAR

#### 5.1. Genel Açıklama

Bu bölümde, halka arz firmaları yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimleri ve açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetleri kısa dönem ve uzun dönem performanslarına etkisine ilişkin bulgulara yer verilmiştir. Bu amaçla ilk olarak araştırma kapsamındaki halka arz firmalarının hisse senetlerinin kısa dönem ve uzun dönem fiyat performansları üçüncü bölümde ayrıntılı olarak açıklanan hesaplamalar yardımıyla belirlenmiştir. Elde edilen hisse senetleri kısa dönem performans sonuçları daha sonra, firma yöneticilerinin kâr tahmini açıklama eğilimlerinin ve açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerindeki etkisini araştırırken bağımlı değişken olarak araştırma modelinde yer almıştır. Hisse senedi kısa dönem performans ölçüleri ayrıca, firma yöneticilerinin kâr tahmini açıklama eğilimlerinin ve açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerindeki etkisini araştırırken ise bağımsız değişken olarak araştırma modellerinde kullanılmıştır. Elde edilen hisse senetleri uzun dönem performans sonuçları ise firma yöneticilerinin kâr tahmini açıklama eğilimlerinin ve açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerindeki etkisini araştırırken bağımlı değişken olarak araştırma modellerinde kullanılmıştır.

Hisse senetlerinin kısa dönem performans göstergesi olarak araştırmalarda genelde hisse senetlerinin ilk gün getirileri (düşük fiyatlandırma), uzun dönem performans göstergeleri olarak ise hisse senetlerinin 1, 2 ve 3 yıllık getirileri kullanılmaktadır. Bununla birlikte, Türkiye'deki halka arzlarda kâr tahminlerine yer verilmesi daha ziyade 2000'li yılların ikinci yarısında görülen bir uygulamadır. Dolayısıyla hisse senetlerinin uzun

dönem performansını hesaplarırken, dönem uzadıkça toplam firma sayısı içerisinde kâr tahmini açıklayan firmaların sayısı da oldukça azalacaktır. Bu ise, yapılacak analizlerde serbestlik derecesini sonuçların güvenilirliğini etkileyecek düzeye düşürecektir. Dolayısıyla, halka arz firmaları yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerindeki etkisi hisse senetlerinin 1 yıllık performansları dikkate alınarak belirlenmiştir. Diğer taraftan, ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemli hisse senedi performansına etkisi ise halka arz yılı sonu için yapılan kâr tahminlerinden hareketle belirlenmiştir.

## **5.2. Hisse Senetlerinin Kısa ve Uzun Dönem Performanslarına İlişkin Bulgular**

Bu kısımda, üçüncü bölümde ayrıntılı olarak açıklanan hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemli performans hesaplamalarına ilişkin bulgulara yer verilmiştir. Elde edilen performans sonuçları daha sonra yatay kesti regresyon analizlerinde bağımlı değişken olarak alınarak halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmin açıklama eğilimlerinin ve açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun söz konusu hisse senedi performanslarına etkisi belirlenmiştir.

Tablo 29’da araştırma döneminde halka arz olan 82 firmaya ait ilk gün getiri değerlerine ilişkin istatistikler verilmiştir. Tablodaki sonuçlara göre, araştırma kapsamındaki firmaların hisse senetlerinin ilk işlem günü fiyatları üzerinden hesaplanan ilk gün getirilerinin ortalama %7,48 düzeyinde olduğu görülmektedir. Tablo ayrıca, söz konusu halka arz firmalarından 54’ünün (%65,85) halka arzda hisse senetlerinin fiyatlarını düşük tespit ettiklerini, 16’sının (%19,51) halka arzda hisse senetlerinin fiyatlarını yüksek tespit ettiklerini ve geride kalan 12’sinin (%14,63) ise halka arzda hisse senetlerinin fiyatlarını doğru olarak tespit ettiklerini göstermektedir. Hisse senetlerini düşük fiyatlandıran firmalar için ortalama düşük fiyatlandırma seviyesi % 13,98; hisse senetlerini yüksek fiyatlandıran firmalar için ise ortalama yüksek fiyatlandırma seviyesi %7,49 olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye’deki ilk halka arzlarla ilgili olarak değişik zamanlarda ve değişik dönemlere ilişkin yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlar, halka arz firmalarının büyük

kısımının hisse senetlerini düşük fiyatlandırdıklarını ortaya koymuştur. Kıymaz (2000), İMKB’de 1990-1996 yılları arasında ilk kez halka arz edilen 163 firmaya ait hisse senetlerini ele aldığı çalışmada, hisse senetlerinin kısa vadeli fiyat performanslarını araştırmıştır. Araştırma sonunda, tüm firmaların ilk gündeki ortalama anormal getirisinin %13,1 olduğu bulgusunu elde etmişlerdir.

**Tablo 29: İlk Getirilere Ait Tanımlayıcı İstatistikler**

Tanımlama	Değer
Toplam Halka Arz Sayısı	82
Ortalama İlk Getiri (%)	7,747
İlk Getirilerin Standart Sapması	11,787
Ortanca İlk Getiri (%)	6,624
İlk Getirilerin Maksimum Değeri (%)	47,500
İlk Getirilerin Minimum Değeri (%)	-18,261
Düşük Fiyatlandırılan Firma Sayısı	54
Yüzde Dağılım (%)	65,85
Ortalama Düşük Fiyatlandırma (%)	13,984
Yüksek Fiyatlandırılan Firma Sayısı	16
Yüzde Dağılım (%)	19,51
Ortalama Yüksek Fiyatlandırma (%)	7,491
Normal Fiyatlandırılan Firma Sayısı	12
Yüzde Dağılım (%)	14,63

Durukan (2002) ise 1990-1997 yılları arasında halka arz olmuş 173 firma üzerinde yaptığı araştırmada, söz konusu firmaların ilk işlem günü sonu fiyatlarına göre hisse senetlerini ortalama %14,61 düzeyinde düşük fiyatlandırdıkları sonucuna ulaşmıştır.

Özden (2005), 1990-1997 yılları arasında halka arz olan 134 firma üzerinde hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performanslarını araştırmıştır. Araştırmacı, hisse senedi

kısa dönem performansı olarak ilk gün getirilerini kullanmış ve firmaların hisse senetlerini %7,05 düzeyinde düşük fiyatlandıklarını ortaya koymuştur.

Ünlü ve Ersoy (2006) çalışmalarında, 1995-2005 döneminde İMKB’de ilk defa halka arz edilen 141 firmaya ait hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansını araştırmışlardır. Araştırmacılar, 91 firmaya ait hisse senetlerinde ortalama %64,54 düzeyinde düşük fiyatlama, 39 firmaya ait hisse senetlerinde ise ortalama %27,66 düzeyinde yüksek fiyatlama olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Araştırmacılar, 11 firmaya ait hisse senetlerinin ise piyasa ile aynı düzeyde performans gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır. Benzer şekilde, Altan ve Hotamış (2008) 2000-2006 döneminde 17 farklı sektörde faaliyette bulunan toplam 84 şirket üzerine yaptıkları çalışmada, ortalama düzeltilmiş ilk gün getirisini %6,78; ilk hafta getirisini %1,49; ilk ay getirisini %6,64 ve ilk üç aylık getirisini ise %15,65 olarak elde etmişlerdir.

Küçükkocaoğlu (2008) 1993-2005 yılları arasında halka arz olan 217 firma üzerinde yaptığı araştırmada, hisse senetlerini borsada direk satış yoluyla halka arz eden firmalar için ortalama %15,68; ön talep toplama yöntemiyle halka arz eden firmalar için ortalama %11,47 ve sabit bir fiyatla halka arz edenler için ise ortalama %7,01 oranında düşük fiyatlandırma değerleri elde etmiştir.

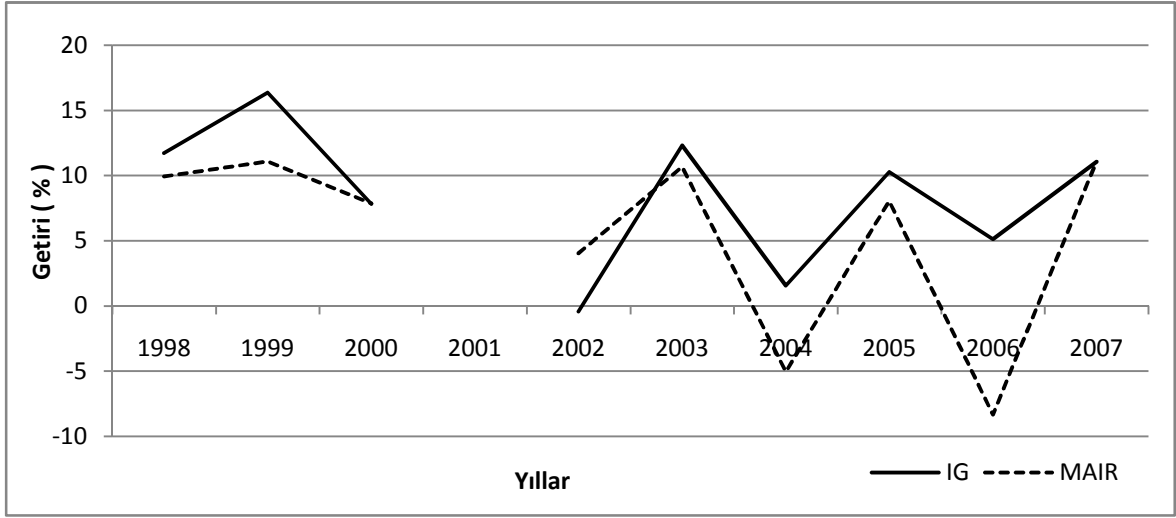
Tablo 30’da ise halka arz firmalarının günlük ve haftalık getirilerine ilişkin sonuçlar hem ham getiriler, hem de düzeltilmiş getiriler şeklinde gösterilmiştir. Tablodaki sonuçlara göre, kısa dönem performans hesaplamalarında bağımlı değişken olarak kullanılacak ilk gün ham getirileri açısından; 1999 yılında halka arz olan firmalar, araştırma döneminde ortalama olarak en yüksek ilk gün getirisine (%16,36) sahip firmalar olmuştur. Araştırma döneminde en düşük ilk gün getirisine (%-0,44) sahip olan firmalar ise 2001 krizinin hemen sonrasında, 2002 yılında halka arz olmuş firmalardır.

Piyasaya göre düzeltilmiş ilk gün getirileri (MAIR) açısından bakıldığında, 2007 yılında halka arz olan firmaların en yüksek (%11,11), 2006 yılında halka arz olan firmalar ise en düşük (%-8,15) piyasaya göre düzeltilmiş ilk gün getirisine sahip firmalardır.

**Tablo 30: Yıllara Göre Ortalama İlk Ham Getiriler –IR- ve Piyasaya Göre Düzeltilmiş Ortalama İlk Getiriler –MAIR- (%)**

Yıllar	Firma Sayısı	IR 1.Gün	MAIR 1.Gün	IR 2.Gün	MAIR 2.Gün	IR 3.Gün	MAIR 3.Gün	IR 4.Gün	MAIR 4.Gün	IR 1.Hafta	MAIR 1.Hafta	IR 2.Hafta	MAIR 2.Hafta	IR 3.Hafta	MAIR 3.Hafta
1998	14	11,734	9,923	13,686	12,117	15,871	16,333	19,132	23,160	20,420	20,018	21,198	21,942	20,738	20,711
1999	2	16,364	11,085	28,125	9,163	43,295	25,884	58,580	43,920	43,295	30,526	42,557	18,517	41,648	18,815
2000	33	7,816	7,873	12,725	12,481	14,085	15,121	15,224	15,455	17,889	18,007	27,824	26,723	31,303	32,787
2001	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	3	-0,436	4,042	2,368	7,750	-1,731	4,866	-2,004	2,137	-0,537	4,001	-10,556	-10,702	-11,009	-3,971
2003	2	12,321	10,673	17,679	16,413	27,768	27,780	32,232	32,223	28,750	28,120	20,625	17,964	19,464	19,365
2004	10	1,542	-5,069	0,050	2,292	-2,718	-0,942	-1,801	-1,123	-3,157	-3,240	-2,743	-3,459	-1,475	-4,845
2005	5	10,271	8,052	12,185	11,652	12,721	11,208	12,000	9,695	15,740	12,178	24,334	19,888	25,157	17,926
2006	9	5,107	-8,351	11,748	12,372	14,452	14,346	14,650	15,019	10,026	11,418	12,920	13,013	10,679	11,387
2007	4	11,071	11,112	10,182	7,818	9,120	8,664	10,898	10,244	7,931	5,045	7,101	3,140	9,522	5,681

**Grafik 5: İlk Gün ve İlk Hafta Ham Getiriler ve Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiriler**



Grafik 5’de ise hisse senedi kısa dönem performans ölçüsü olarak kullanılan ilk gün ham getirileri ile birlikte, piyasaya göre düzeltilmiş ilk gün getirilerinin yıllara göre değişimi gösterilmiştir. Grafikte de görüldüğü gibi, ortalama ilk gün ham getirileri ile ortalama piyasaya göre düzeltilmiş ilk gün getirileri yıllara göre birbirleri ile paralel bir seyir izlemişlerdir. Getiri oranlarındaki artış ya da azalışlar birbirine paralel bir seyir izlese de, getirilerdeki artış ve azalış miktarları için aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Zira, 2004 ve 2006 yıllarında piyasaya göre ilk gün getirilerinde bir önceki yıla göre görülen azalma oranının, ilk gün ham getirilerinde görülen azalma oranına göre daha fazla olduğu anlaşılmaktadır.

Araştırma döneminde halka arz olan firmalarının, üçüncü bölümde ayrıntılı olarak açıklanan uzun dönem performans ölçümlerine göre elde edilen performans sonuçları Tablo 31’de gösterilmiştir. Hisse senetlerinin uzun dönem performansları ilk işlem gününe göre, halka arzı takip eden 1 (12 ay), 2 (24 ay) ve 3 (36 ay) yıllık dönemler için hesaplanmıştır. Araştırma döneminde halka arz olan 82 firmadan 1 yıllık dönem için 76 tanesinin, 2 yıllık dönem için 72 ve 3 yıllık dönem için ise 63 tanesinin performansı için gerekli veriler elde edilebilmiştir.

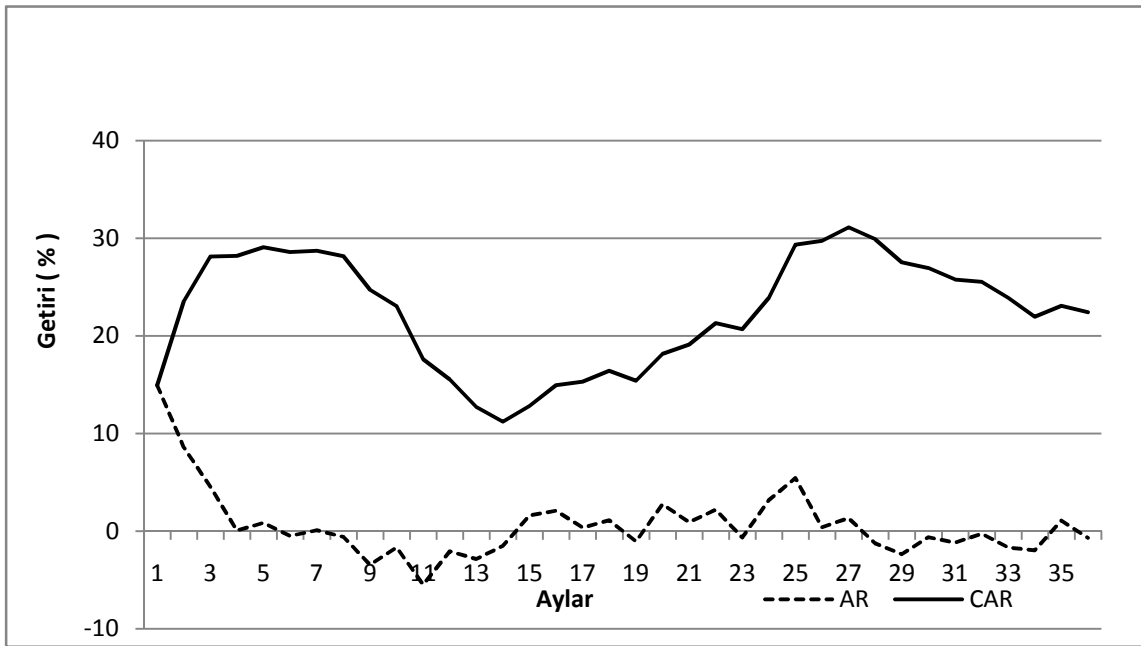
**Tablo 31: Piyasaya Göre Düzeltilmiş Ortalama Getiriler (ARs) ve Piyasaya Göre Düzeltilmiş Ortalama Kümülatif Getiriler (CARs)**

Ay	Firma sayısı	AR <sub>t</sub> (%)	t istatistik	CARs (%)	t istatistik
1	76	12,886	2,732	12,886	0,995
2	76	5,215	1,512	18,101	2,360
3	76	1,126	0,446	19,227	1,859
4	76	-0,444	-0,254	18,783	1,576
5	76	0,914	0,447	19,697	1,622
6	76	-1,005	-0,630	18,692	1,451
7	76	0,445	0,289	19,137	1,474
8	76	-0,739	-0,359	18,398	1,382
9	76	-2,428	-1,160	15,970	1,139
10	76	-2,551	-1,293	13,419	0,919
11	76	-4,911	-3,167	8,508	0,538
12	76	-0,018	-0,011	8,490	0,539
13	72	0,759	0,357	9,249	0,589
14	72	-0,164	-0,105	9,085	0,579
15	72	0,987	0,510	10,072	0,644
16	72	1,161	0,554	11,233	0,719
17	72	-0,679	-0,421	10,554	0,674
18	72	0,417	0,196	10,971	0,702
19	72	0,400	0,202	11,371	0,729
20	72	2,403	1,373	13,774	0,878
21	72	-0,279	-0,131	13,495	0,860
22	72	1,249	0,740	14,744	0,940
23	72	1,384	1,000	16,128	1,028
24	72	2,269	1,347	18,397	1,168
25	63	2,725	1,205	21,122	1,331
26	63	0,241	0,163	21,363	1,347
27	63	1,119	0,702	22,482	1,418
28	63	-1,697	-1,135	20,785	1,296
29	63	-2,682	-1,845	18,103	1,104
30	63	0,044	0,029	18,147	1,107
31	63	-0,227	-0,124	17,920	1,092
32	63	-0,514	-0,349	17,406	1,059
33	63	-2,035	-0,997	15,371	0,979
34	63	-1,224	-0,700	14,147	1,115
35	63	2,346	1,167	16,493	1,113
36	63	-0,031	-0,014	16,462	1,516



Tablo 31’de yer alan, araştırma döneminde halka arz olan firmaların aşırı getiri (AR) ve kümülatif aşırı getiri (CAR) sonuçlarına göre, halka arz firmalarının 36 aylık dönemin 17 ayında elde edilen aşırı getiri değerleri negatif, diğer aylarda elde edilen aşırı getiri değerleri ise pozitif işaretlidir. Bu durum, aşırı getiriler dikkate alındığında söz konusu firmaların halka arzı takip eden 36 aylık bir dönemin 17 ayında düşük performans, diğer aylarda ise yüksek performans gösterdiklerini ifade etmektedir. Kümülatif aşırı getiriler açısından bakıldığında ise, halka arz firmalarının halkı arzı takip eden 36 ay boyunca yüksek performans gösterdikleri görülmektedir. Tabloya göre, halka arz firmalarının 1 yıllık kümülatif aşırı getiri oranı %8.49, 2 yıllık kümülatif aşırı getiri oranı %18,40 ve 3 yıllık kümülatif aşırı getiri oranı ise %16,46 olarak elde edilmiştir.

**Grafik 6: Aylara Göre Piyasaya Göre Düzeltilmiş Ortalama Getiriler (ARs) ve Piyasaya Göre Düzeltilmiş Ortalama Kümülatif Getiriler (CARs)**



Hisse senetlerinin uzun dönemli performansına yönelik elde edilen bu sonuçlar, Türkiye ilk halka arz piyasası ile ilgili olarak uzun dönemli hisse senedi fiyat performanslarını belirlemek amacıyla yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlar ile paralellik göstermektedir. Kıymaz (1997) çalışmasında, 1 Ocak 1990 ile 31 Aralık 1995 tarihleri arasında ilk defa halka arz edilen 88 sanayi firmasının uzun dönem performansını

incelemiştir. Araştırma sonucunda, bütün sanayi firmalarının piyasa getirisine göre düzeltilmiş 1, 2 ve 3 yıllık getirilerini sırasıyla, %7,11; %37,99 ve %41,33 olarak elde etmiştir. Özden (2005) ise, 1990-1997 yılları arasında halka arz olan 134 firma üzerinde hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performanslarını araştırmıştır. Araştırmacı, ilk işlem gününe göre firmaların 1 yıl ve 3 yıllık dönemlerde sırasıyla %12,8 ve %63,04 oranında uzun dönemli performans gösterdikleri sonucuna ulaşmıştır.

Grafik 6'da ise araştırma döneminde halka arz olan firmaların halka arzdan sonraki 36 aylık döneme ilişkin performans ölçülerinin aylara göre seyri her iki performans ölçüsü için karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

### **5.3. Kâr Tahmini Açıklama Eğilimlerinin Hisse Senedi Performansına Etkisine İlişkin Bulgular**

Daha öncede ifade edildiği gibi, araştırma kapsamında yer alan 82 halka arz firmasından 38 tanesi ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklamışlardır. Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklama eğilimleri ile hisse senetlerinin kısa dönem performansı arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla, ilk olarak halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklayan firmalar ile halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklamayan firmaların, hisse senetlerinin kısa dönem performans ölçüsü olarak alınan ilk gün getirileri karşılaştırılmıştır. Sonuçlar Tablo 32'de gösterilmiştir.

Tablo 32'deki sonuçlara göre, halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklayan firmaların ortalama ilk gün getirileri %5,3 olarak gerçekleşmiş iken, halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklamayan firmaların ortalama ilk gün getirileri %9,7 olmuştur. Her iki firma grubu arasındaki bu farklılık istatistiki olarak anlamlıdır ( $Z=-1,808$ ;  $p<0,10$ ). Elde edilen bu sonuç, halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan ve açıklamayan firmaların ilk işlem günü sonu oluşan fiyatlara göre hisse senetlerinin ilk gün getirilerinin birbirinden farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla bu sonuç tahmin açıklamanın değer ilişkili olduğu yönünde bir işaret olarak değerlendirilebilir. Kâr tahmini açıklamayan firmaların ilk gün getirilerinin tahmin açıklayan firmalara göre daha yüksek olması, yatırımcılar açısından, tahmin açıklayan firmaların geleceğine ilişkin

belirsizliklerin tahmin açıklamayan firmalara göre daha az olması olarak değerlendirilebilir (Ström, 2006: 26).

**Tablo 32: Kâr Tahmini Açıklama Eğilimleri ve Hisse Senedi Kısa Dönem Performansı**

Tahmin Açıklama	Gözlem Sayısı	Ortalama IR	Ortanca IR	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Açıklayan	38	0,053	0,057	0,107	-0,179	0,227
Açıklamayan	44	0,097	0,081	0,123	-0,183	0,475
Mann-Whitney U		635,000				
Wilcoxon W		1301,000				
Z istatistik (p değeri)		-1,808 (0,071)*				

\*0,10 düzeyinde anlamlı

Türkiye’deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin kısa dönem performanslarına etkisini belirlemek amacıyla ilk olarak yapılan bağımsız iki örnek Z testi sonuçları elde edilmiştir. İkinci aşamada, hisse senetlerinin kısa dönem performans göstergesi olan ilk gün getirilerinin bağımlı ve halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerinin ise bağımsız değişken olarak yer aldığı yatay kesit regresyon analizi yapılmıştır. Yöneticilerin kâr tahmini açıklama eğilimlerinin yanı sıra, diğer bazı değişkenler de kontrol değişkenleri olarak regresyon modeline dahil edilmiştir. Yatay kesit regresyon modelinde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait ayrıntılı açıklamalara üçüncü bölümde yer verilmiştir.

Tablo 33’de, yatay kesit regresyon modelinde yer alan bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Hisse senetleri kısa dönem performansı hesaplanan 82 firmadan 38’i (%46,34) ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklamışlardır. Tablodaki bilgilere göre, analize dahil edilen firmaların halka arz sonrası ortalama olarak %77,4 oranında yönetici-sahiplik oranına sahip oldukları görülmektedir. Söz konusu firmaların halka arzdan önceki 3 yıla ait kâr miktarlarının değişkenliğini ifade eden kârlılık varyansı ise logaritmik değer olarak ortalama 11,996’dır.

Bu, halka arz firmalarının halka arz öncesi kâr miktarlarının yıllara göre değişkenliğinin yüksek olduğunu göstermektedir. Tablo 33'deki sonuçlar ayrıca analize dahil edilen halka arz firmalarının %40,24'ünün yüksek itibarlı denetim firmalarının denetim ve gözetiminde halka arz olduklarını göstermektedir.

**Tablo 33: Bağımsız Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler (IR-TAHA)**

Değişken	Ortalama	Ortanca	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Dağılım =1
TAHA (%)						46,34
YSD	0,774	0,794	8,797	0,549	0,950	
VHE	11,996	11,657	1,815	8,771	15,948	
DFİ (%)						40,24

Tablo 34'de ise yatay kesit regresyon analizinde yer alan bağımlı değişkenler arasındaki korelasyon ilişkileri gösterilmiştir. Söz konusu tablodaki sonuçlara göre, sadece yöneticilerin halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerini gösteren TAHA değişkeni ile, halka arz firmalarının halka arz öncesi kâr miktarlarının yıllara göre değişkenliğini gösteren VHE değişkeni arasında pozitif yönlü orta düzeyde bir korelasyon ilişkisinin bulunduğu görülmektedir.

**Tablo 34: Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu (IR-TAHA)**

	TAHA	YSD	VHE	DFİ
TAHA	1,000			
YSD	-0,283	1,000		
VHE	0,370*	-0,130	1,000	
DFİ	-0,075	0,169	0,165	1,000

\*0,10 düzeyinde anlamlı

Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklama eğilimleri ile hisse senetlerinin kısa dönem performansı arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla yapılan yatay kesit regresyon analizi sonucunda elde edilen parametre değerleri ve bunlara ilişkin t değerleri tablo 35’de gösterilmiştir. Ele alınan yatay kesit regresyon modeli bir bütün olarak değerlendirildiğinde istatistiksel olarak anlamlıdır (F= 3,561; p<0,10). Modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren belirlilik katsayısı (Düzeltilmiş R<sup>2</sup>) %11,23 olarak elde edilmiştir. Yatay kesit regresyon modelinin sabit terimi istatistiksel olarak anlamlıdır (t=-2,149; p<0,10).

**Tablo 35: Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları (IR-TAHA)**

Değişken	Katsayı	S.Sapma	t istatistik	p değeri
Sabit	0,517	0,240	-2,149	(0,035)*
<b>TAHA</b>	<b>-0,078</b>	<b>0,052</b>	<b>-1,510</b>	<b>(0,135)</b>
VHE	-0,001	0,014	-0,038	(0,970)
YSD	0,008	0,003	2,974	(0,004)*
DFİ	-0,027	0,052	-0,522	(0,603)
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0,112			
F-istatistik	3,561			
(p değeri)	(0,010)*			
Gözlem Sayısı	82			

\*0,10 düzeyinde anlamlı

Bağımsız değişkenler arasında doğrusal bir ilişkinin mevcut olmadığı varsayımına dayanan çoklu bağıntı probleminin varlığını test etmek için “collinearity diagnostic” ölçümü yapılmıştır. Bu ölçüm sonucunda, değişken şişme faktörü VIF (Variance-Inflating Factor) değerleri hesaplanmış ve bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntı probleminin

olmadığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla Tablo 34’de verilen korelasyon tablosunda, yöneticilerin halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerini gösteren TAHA değişkeni ile, halka arz firmalarının halka arz öncesi kâr miktarlarının yıllara göre değişkenliğini gösteren VHE değişkeni arasında ortaya çıkan pozitif yönlü orta düzeyde ilişki ve diğer bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon ilişkileri çoklu bağıntı probleminin neden olmamıştır.

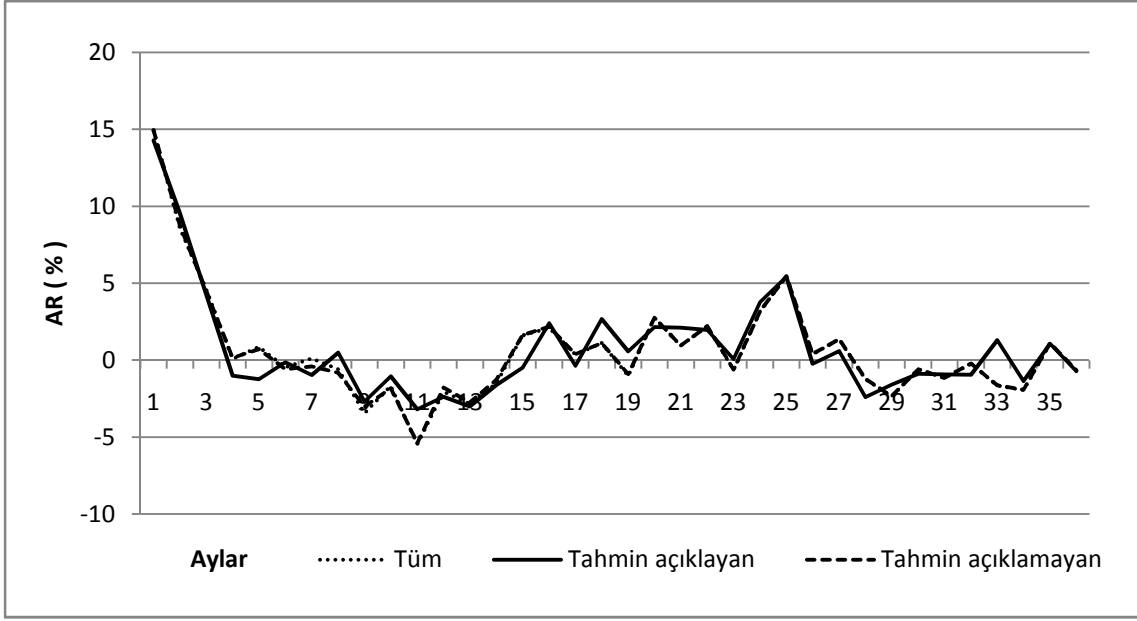
Yatay kesit regresyon analizi sonucuna göre, yöneticilerin halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerini gösteren TAHA değişkene ilişkin katsayı negatif işaretli olarak elde edilmiştir. Bununla birlikte, ilişki istatistiki olarak anlamsızdır ( $t=-1,510$ ;  $p>0,10$ ). Bu sonuç, ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklayan firmaların ilk gün getirilerinin, ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklamayan firmaların ilk gün getirilerine göre daha düşük, dolayısıyla hisse senetlerinin kısa dönem performanslarının daha yüksek olduğunu ifade etmekle birlikte, sonuç istatistiki olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla yapılan analizde, halka arz firma yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucu elde edilmiştir. Bu sonuca göre H 14 hipotezi reddedilmiştir.

Yatay kesit regresyon analizinde TAHA değişkeni dışında bağımsız değişken olarak yer alan diğer kontrol değişkenlerinden sadece, halka arz sonrası yönetici sahiplik düzeyinin hisse senetlerinin ilk gün getirileri üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olduğu ( $t=2,974$ ;  $p<0,10$ ) sonucu elde edilmiştir.

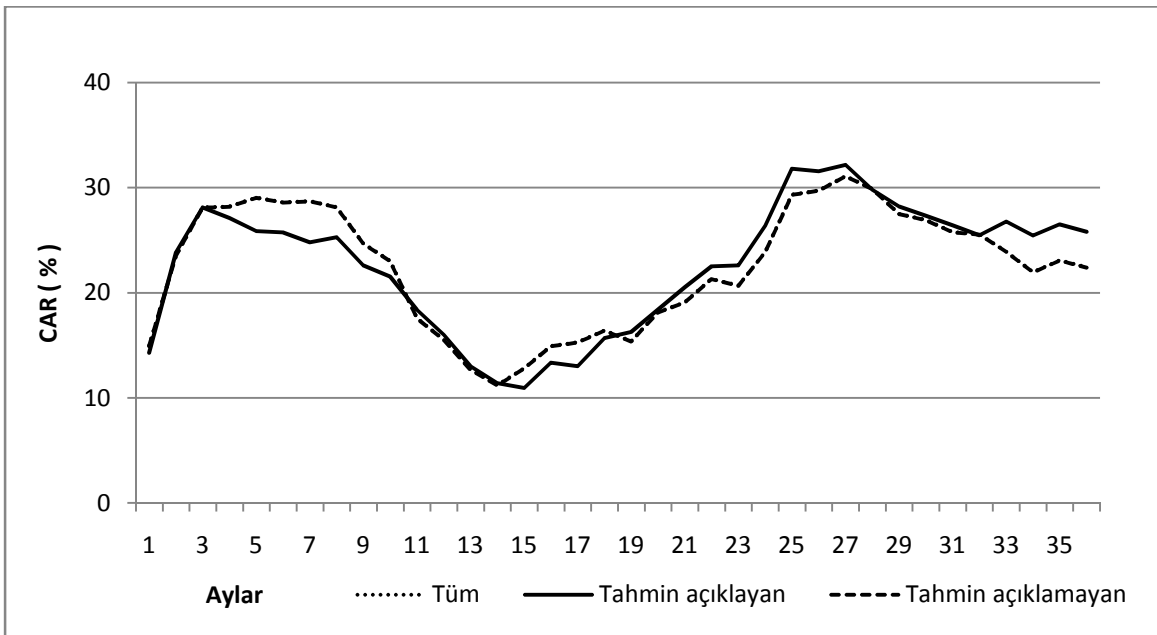
Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinin, hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerindeki etkisi bu şekilde analiz edildikten sonra, halka arz firmalarının kâr tahmini açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Hisse senetlerinin uzun dönem performansları aşırı getiri ve kümülatif aşırı getiri ölçümleri ile belirlenmiştir. Araştırma döneminde halka arz olan 82 firmadan uzun dönem hisse senedi performansı hesaplanan 76 firmanın tamamı, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamış olanlar (38 firma) ve ilk halka arz

izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamamış olanlara (38 firma) ilişkin ortalama aşırı getiri ve ortalama kümülatif aşırı getiri değerlerinin halka arzdan 3 yıl sonrasına kadar olan dönemdeki aylık değişimleri Grafik 7 ve Grafik 8’de gösterilmiştir.

**Grafik 7: Aylara Göre Aşırı Getiri (AR) Değişimleri**



**Grafik 8: Aylara Göre Kümülatif Aşırı Getiri (CAR) Değişimleri**



Söz konusu grafikler incelendiğinde, araştırma döneminde halka arz olan firmaların tamamı, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamış olanlar ve ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamamış olanlara ilişkin ortalama aşırı getiri ve ortalama kümülatif aşırı getiri değerlerinin halka arzdan 3 yıl sonrasına kadar olan dönemdeki aylık değişimlerinin birbirine paralel bir seyir izlediği görülmektedir. Grafiklere göre, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan ve açıklamayan firmaların hisse senetlerinin uzun dönem performansları arasında, hem bu araştırmada incelenecek 12 aylık dönemde hem de sonrasındaki 24 aylık dönemde önemli bir farklılık görülmemektedir.

Grafik 7 ve Grafik 8’de gösterilen uzun dönem performans değişimleri incelendikten sonra halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklama eğilimleri ile hisse senetlerinin uzun dönem performansı arasındaki ilişki belirlenmeye çalışılmıştır. Bu amaçla ilk olarak, halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklayan firmalar ile halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklamayan firmaların, hisse senetlerinin uzun dönem performansları bağımsız iki örnek Z testi ile karşılaştırılmıştır. Sonuçlar Tablo 36’da gösterilmiştir.

**Tablo 36: Kâr Tahmini Açıklama Kararı ve Hisse Senedi Uzun Dönem Performansı**

Tahmin Açıklama	Gözlem Sayısı	Ortalama CAR	Ortanca CAR	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Açıklayan	38	0,159	0,176	0,817	-0,959	2,386
Açıklamayan	38	0,151	0,108	0,749	-1,008	3,395
Mann-Whitney U		693,000				
Wilcoxon W		1359,000				
Z istatistik (p değeri)		-0,2811 (0,779)				

Tablodaki sonuçlara göre, izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmaların hisse senetlerinin ilk işlem gününe göre 1 yıllık performansları ortalama %15,9 olarak gerçekleşmiştir. İlk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklamayan firmaların hisse senetlerinin ilk işlem gününe göre 1 yıllık performansları ise ortalama %15,1 olarak



gerçekleşmiştir. Her iki firma grubu arasındaki bu farklılık istatistiki olarak anlamlı değildir ( $Z=-0,281$ ;  $p>0,10$ ). Elde edilen bu sonuç, halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan ve açıklamayan firmaların hisse senetlerinin ilk işlem gününe göre 1 yıl sonraki performanslarının birbirinden farklılık göstermediğini ifade etmektedir.

Türkiye’deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin uzun dönem performanslarına etkisini belirlemeye yönelik olarak bağımsız iki örnek Z testi sonuçları elde edildikten sonra ise, hisse senetlerinin kısa dönem performans göstergesi olan 1 yıllık kümülatif aşırı getirilerinin (CAR) bağımlı ve halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerini ise bağımsız değişken olarak yer aldığı yatay kesit regresyon analizi yapılmıştır. Yöneticilerin kâr tahmini açıklama eğilimlerinin yanı sıra diğer bazı değişkenler de kontrol değişkenleri olarak regresyon modeline dahil edilmiştir. Yatay kesit regresyon modelinde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait ayrıntılı açıklamalara üçüncü bölümde yer verilmiştir.

**Tablo 37: Bağımsız Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler (CAR-TAHA)**

Değişken	Ortalama	Ortanca	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Dağılım =1
TAHA (%)						50,00
IR	0,078	0,067	0,121	-0,183	0,475	
YSD	0,779	0,797	0,852	0,550	0,950	
VHE	12,088	11,779	1,836	8,771	15,948	
DFİ (%)						41,67

Tablo 37’de yatay kesit regresyon modelinde yer alan bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Hisse senetlerinin uzun dönem performansı hesaplanan 76 firmadan 38’i (%50,00) ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklamışlardır. Tablodaki bilgilere göre, analize dahil edilen halka arz firmalarının ilk işlem günü sonunda oluşan ilk gün getirileri ortalama %7,8 olarak

gerçekleşmiştir. Yine tablodaki bilgilere göre, analize dahil edilen firmaların halka arz sonrası ortalama olarak %77,9 oranında yönetici-sahiplik oldukları görülmektedir. Söz konusu firmaların halka arzdan önceki 3 yıla ait kâr miktarlarının değişkenliğini gösteren kârlılık varyansı ise logaritmik değer olarak ortalama 12,088'dir. Tablo 37'deki sonuçlar, analize dahil edilen halka arz firmalarının %41,67'sinin yüksek itibarlı denetim firmalarının denetim ve gözetiminde halka arz olduklarını da göstermektedir.

Tablo 38'de ise yatay kesit regresyon analizinde yer alan bağımlı değişkenler arasındaki korelasyon ilişkileri gösterilmiştir. Korelasyon tablosuna göre, halka arz firmalarının halka arz öncesi kâr miktarlarının yıllara göre değişkenliğini gösteren VHE değişkeni ile firmaların halka arz sürecinde beraber çalıştıkları, denetim firmalarının itibar düzeyini gösteren DFİ değişkeni arasında pozitif yönlü orta düzeyde korelasyon ilişkisinin olduğu görülmektedir.

**Tablo 38: Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu (CAR-TAHA)**

	TAHA	YSD	VHE	DFİ	IR
TAHA	1,000				
YSD	-0,288	1,000			
VHE	0,247	-0,023	1,000		
DFİ	0,181	0,182	0,387*	1,000	
IR	0,192	-0,019	-0,049	-0,188	1,000

\*0,10 düzeyinde anlamlı

Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklama eğilimleri ile hisse senetlerinin uzun dönem performansı arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla yapılan yatay kesit regresyon analizi sonucunda elde edilen parametre değerleri ve bunlara ilişkin t değerleri tablo 39'da gösterilmiştir. Ele alınan yatay kesit regresyon modeli bir bütün olarak değerlendirildiğinde istatistiksel olarak anlamlıdır ( $F= 2,100$ ;  $p<0,10$ ). Modelde yer alna bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren belirlilik katsayısı (Düzeltilmiş  $R^2$ ) %6,8 olarak elde edilmiştir. Modelin sabit terimi pozitif işaretli ve istatistiki olarak anlamsızdır ( $t=0,446$ ;  $p<0,10$ ).

**Tablo 39: Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları (CAR-TAHA)**

Değişken	Katsayı	S.Sapma	t istatistik	p değeri
Sabit	0,498	1,118	0,446	(0,657)
<b>TAHA</b>	<b>0,225</b>	<b>0,189</b>	<b>1,193</b>	<b>(0,237)</b>
IR	1,144	0,695	1,647	(0,104)
VHE	-0,098	0,048	-2,045	(0,045)*
YSD	0,009	0,012	0,791	(0,432)
DFİ	-0,197	0,169	-1,160	(0,250)
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0,068			
F-istatistik	2,100			
(p değeri)	(0,076)*			
Gözlem Sayısı	76			

\*0,10 düzeyinde anlamlı

Bağımsız değişkenler arasında doğrusal bir ilişkinin mevcut olmadığı varsayımına dayanan çoklu bağıntı probleminin varlığını test etmek için “collinearity diagnostic” ölçümü yapılmıştır. Bu ölçüm sonucunda, değişken şişme faktörü VIF değerleri hesaplanmış ve bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntı probleminin olmadığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla Tablo 38’de verilen korelasyon tablosunda, halka arz firmalarının halka arz öncesi kâr miktarlarının yıllara göre değişkenliğini gösteren VHE değişkeni ile firmaların halka arz sürecinde beraber çalıştıkları denetim firmalarının itibar düzeyini gösteren DFİ değişkeni arasında ortaya çıkan pozitif yönlü orta düzeyde ilişki ve diğer bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon ilişkileri çoklu bağıntı problemine neden olmamıştır.

Yatay kesti regresyon analizine göre, yöneticilerin halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerini gösteren TAHA değişkene ilişkin katsayının pozitif işaretli ve istatistiki olarak anlamsız olduğu sonucu elde edilmiştir. Bu sonuç, ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklayan firmaların hisse senetlerinin, ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklamayan firmaların hisse senetlerine göre uzun dönemde (1 yıl) daha iyi performans gösterdiklerini ortaya koymakla birlikte sonuç istatistiki olarak anlamlı değildir ( $t=1,193$ ;  $p>0,10$ ).

Yatay kesit regresyon analizinde TAHA değişkeni dışında bağımsız değişken olarak yer alan diğer kontrol değişkenlerinden sadece, halka arz firmalarının halka arz öncesi kâr miktarlarının yıllara göre değişkenliğini gösteren VHE değişkeninin hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olduğu ( $t=-2,045$ ;  $p<0,10$ ) sonucu ortaya çıkmıştır.

Yatay kesit regresyon analizinde elde edilen ve yukarıda açıklanan bulgular doğrultusunda, halka arz firmaları yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin uzun dönemli performansları üzerinde pozitif yönde güçlü bir etkisinin olduğunu ileri süren H15 hipotezi reddedilmiştir.

#### **5.4. Kâr Tahminlerinin Doğruluğunun Hisse Senedi Performansına Etkisine İlişkin Bulgular**

Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin olarak açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğu ile hisse senetlerinin kısa dönem performansları arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla ilk olarak, tahmin eğilimlerinden hareketle ilk gün getirileri bağımsız iki örnek Z testi ile karşılaştırılmıştır. Sonuçlar Tablo 40'da gösterilmiştir.

Tablodaki sonuçlara göre, iyimser eğilimde kâr tahmininde bulunan firmaların ilk gün getirileri ortalama olarak %4 şeklinde gerçekleşmişken kötümser eğilimde kâr tahmininde bulunan firmaların ilk gün getirileri ortalama %10,8 olarak gerçekleşmiştir.

Her iki firma grubu için ortalama ilk gün getirileri arasındaki bu farklılık istatistiki olarak anlamlıdır ( $Z=-1,903$ ;  $p<0,10$ ). Elde edilen bu sonuç, halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hataları sonucunda ortaya çıkan tahmin eğilimleri dikkate alındığında, ilk işlem günü fiyatlarına göre hisse senetlerinin ilk gün getirilerinin birbirinden farklılık gösterdiğini ifade etmektedir. Tahmin hatası ile ilgili olarak önceden yapılan tahminler sonradan gerçekleşen tahmin hatalarının bir göstergesi olarak alındığında, yani rasyonel yatırımcıların, firmaların kâr tahminlerinin iyimser ya da kötümser anlamda yönünü doğru tahmin ettikleri varsayıldığında bu beklenen bir sonuçtur. Çünkü yatırımcılar, gerçekleşen kârın altında tahmin yapan firma hisse senetlerine daha fazla talep gösterecek ve bu talep doğrultusunda hisse senetlerinin fiyatı yükselecektir. Sonuçta kötümser eğilimde kâr tahmini yapan firmaların hisse senetlerinin ilk gün getirileri yükselecektir. Bununla birlikte elde edilen bu sonuç, Türkiye’de yatırımcıların halka arz olan firmaların yöneticilerinin yapmış oldukları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatasının işaretini doğru olarak tahmin edip edemediklerini ve elde edilen tahmin hatasının önceden tahmin edilen belirsizliğin bir göstergesi olarak kullanılıp kullanılmayacağını ifade etmek için yetersizdir. Bunun için hisse senetlerinin ilk gün getirilerinin bağımlı ve kâr tahmin hatasının ise bağımsız değişken olarak alındığı yatay kesit regresyon analizi sonuçları elde edilmiştir.

**Tablo 40: Kâr Tahmini Doğruluğu ve Hisse Senedi Kısa Dönem Performansı**

Tahmin Eğilimi	Gözlem Sayısı	Ortalama IR	Ortanca IR	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
İyimser	27	0,040	0,001	0,114	-0,179	0,227
Kötümser	11	0,108	0,083	0,083	0,001	0,219
Mann-Whitney U		89,500				
Wilcoxon W		467,500				
Z istatistik (p değeri)		-1,903 (0,057)*				

\*0,10 düzeyinde anlamlı

Hisse senetlerinin ilk işlem günü sonundaki getirilerinin bağımlı değişken ve firma yöneticilerin ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatası değerlerinin de bağımsız değişken olarak yer aldığı yatay kesit regresyon

analizinde, halka arz sonrası yönetici sahiplik düzeyi, halka arz öncesi firma kârındaki değişkenlik ve firmaların halka arz sürecinde çalıştıkları denetim firmalarının itibar düzeyleri gibi diğer bazı değişkenler de kontrol değişkenleri olarak regresyon modeline dahil edilmiştir. Yatay kesit regresyon modelinde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait ayrıntılı açıklamalara üçüncü bölümde yer verilmiştir.

Tablo 41’de yatay kesit regresyon modelinde yer alan bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Tablodaki bilgilere göre halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan 38 firmanın açıkladıkları kâr tahminlerinin ortalama olarak %-16,9 düzeyinde hatalı oldukları görülmektedir. Yine tablodaki bilgiler, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmaların ortalama olarak %73 civarında yönetici-sahiplik düzeyine sahip olduklarını bir anlamda söz konusu firmaların sermayelerinin ortalama olarak %27’sini halka arz ettiklerini göstermektedir.

**Tablo 41: Bağımlı Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler (IR-TH)**

Değişken	Ortalama	Ortanca	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Dağılım =1
TH	-0,169	-0,299	1,212	-2,108	4,956	
YSD	0,733	0,750	1,016	0,500	0,930	
VHE	8,94	8,89	0,54	7,89	9,88	
DFİ (%)						36,842

Yine Tablo 41’deki bilgilere göre, söz konusu firmaların halka arzdan önceki 3 yıla ait kâr miktarlarının değişkenliğini ortaya koyan kârlılık varyansı logaritmik değer olarak ortalama %8,94’tür. Bu, halka arz firmalarının halka arz öncesi kâr miktarlarının yıllara göre değişkenliğinin yüksek olduğunu göstermektedir. Ayrıca tablodaki sonuçlar, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmaların %36,84’ünün halka arz sürecinde itibarı yüksek denetim firmaları ile çalıştıklarını göstermektedir.

Tablo 42’de ise yatay kesit regresyon analizinde yer alan bağımlı değişkenler arasındaki korelasyon ilişkileri gösterilmiştir. Söz konusu tablodaki sonuçlar incelendiğinde, halka arz firmalarının halka arz öncesi kâr miktarlarının yıllara göre değişkenliğini gösteren VHE değişkeni ile firmaların halka arz sürecinde beraber çalıştıkları denetim firmalarının itibarını gösteren DFİ değişkeni arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

**Tablo 42: Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu (IR-TH)**

	TH	YSD	VHE	DFİ
TH	1,000			
YSD	-0,288	1,000		
VHE	-0,247	-0,023	1,000	
DFİ	0,181	0,182	0,387*	1,000

\*0,10 düzeyinde anlamlı

Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin olarak açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğu ile hisse senetlerinin kısa dönem performansı arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla yapılan yatay kesit regresyon analizi sonucunda elde edilen parametre değerleri ve bunlara ilişkin t değerleri Tablo 43’de gösterilmiştir. Ele alınan yatay kesit regresyon modeli bir bütün olarak değerlendirildiğinde istatistiksel olarak anlamlıdır ( $F=3,770$ ;  $p<0,10$ ). Modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren belirlilik katsayısı (Düzeltilmiş  $R^2$ ) %23 olarak elde edilmiştir. Modelin sabit terimi pozitif işaretli ve istatistiki olarak anlamsızdır ( $t=-0,316$ ;  $p>0,10$ ).

Bağımsız değişkenler arasında doğrusal bir ilişkinin mevcut olmadığı varsayımına dayanan çoklu bağıntı probleminin varlığını test etmek için “collinearity diagnostic” ölçümü yapılmıştır. Bu ölçüm sonucunda değişken şişme faktörü VIF değerleri hesaplanmış ve bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntı probleminin olmadığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla Tablo 42’de verilen korelasyon tablosunda, VHE değişkeni ile DFİ değişkeni arasında pozitif yönlü orta düzeydeki korelasyon ilişkisinin ve diğer bağımsız

değişkenler arasındaki korelasyon ilişkilerinin çoklu bağıntı problemine neden olmadığı sonucu ortaya çıkmıştır.

**Tablo 43: Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları (IR-TH)**

Değişken	Katsayı	S.Sapma	t istatistik	p değeri
Sabit	0,251	0,796	-0,316	(0,754)
<b>TH</b>	<b>0,089</b>	<b>0,031</b>	<b>2,856</b>	<b>(0,007)*</b>
VHE	-0,769	0,804	-0,957	(0,346)
YSD	0,012	0,004	3,412	(0,002)*
DFİ	-0,021	0,096	-0,223	(0,825)
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0,230			
F-istatistik	3,770			
(p değeri)	(0,012)*			
Gözlem Sayısı	38			

\*0,10 düzeyinde anlamlı

Analiz sonucuna göre, tahmin hatasına ilişkin katsayı pozitif ve istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır ( $t=0,089$ ;  $p<0,10$ ). Bu sonuç, yatırımcıların tahmin hatasının işaretini doğru olarak tahmin ettiklerini ve bu tahmini hisse senetlerini fiyatlandırmada kullandıklarını göstermektedir. Dolayısıyla elde edilen bu sonuca göre tahmin hatası önceden tahmin edilen belirsizliğin bir göstergesi olarak kullanılabilir. Buradan hareketle, iyimser eğilimde tahmin yapan firmaların ilk gün getirilerinin daha düşük ve dolayısıyla kısa dönem performanslarının daha yüksek olduğunu söylemek mümkündür. Elde edilen bu sonuç, Chen ve Firth (1999) ve Lonkani ve Firth (2005) tarafından elde edilen sonuçlar ile uyumluluk göstermektedir. Chen ve diğerleri (2001) ise yaptıkları araştırmalarında



tahmin hatası ve hisse senetlerinin kısa dönem performansları arasında pozitif yönlü ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

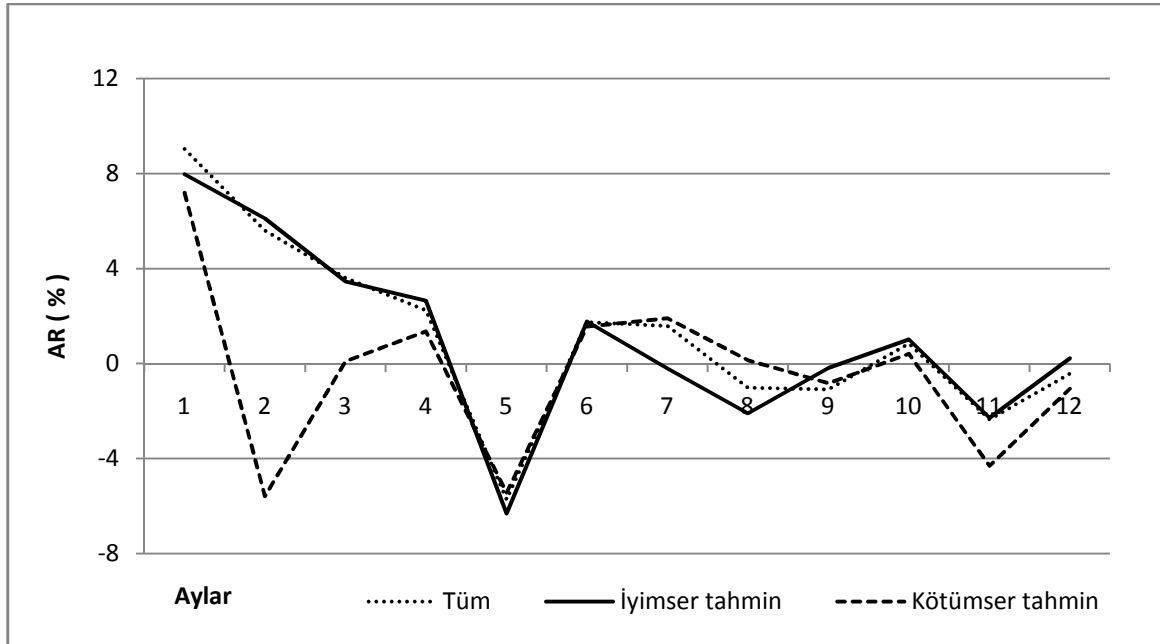
Tablo 43'deki regresyon analizi sonuçlarına göre, TH değişkeni dışında bağımsız değişken olarak modelde yer alan diğer kontrol değişkenlerinden sadece, halka arz sonrası yönetici sahiplik düzeylerini gösteren YSD değişkeninin hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğu ( $t=0,012$ ;  $p<0,10$ ) sonucu ortaya çıkmıştır. Diğer kontrol değişkenlerinin ise hisse senetlerinin kısa dönem performansı üzerinde anlamlı herhangi bir etkisi elde edilememiştir.

Yatay kesit regresyon analizinde elde edilen ve yukarıda ifade edilen bulgular doğrultusunda, halka arz firmaları yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatasının firma hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerinde pozitif yönde güçlü bir etkisinin olduğunu ileri süren H16 hipotezi kabul edilmiştir.

Yukarıda da ifade edildiği gibi, tahminin altında gerçekleşen kâra ulaşan yani iyimser eğilimde kâr tahmini yapan firmaların, tahminin üstünde gerçekleşen kâra ulaşan yani kötümser eğilimde kâr tahmini yapan firmalara göre ilk gün getirilerinin daha düşük ve dolayısıyla kısa dönem performanslarının daha yüksek olması beklenen bir sonuç idi. Çünkü yatırımcılar, gerçekleşen kârın altında tahmin yapan firma hisse senetlerine daha fazla talep gösterecek ve bu talep doğrultusunda hisse senetlerinin fiyatı yükselecektir. Bunun aksine üçüncü bölümde de açıklandığı üzere, gerçekleşen kâr miktarları tahmini kâr miktarlarını aşan yani kötümser eğilimde kâr tahmini yapan firmaların gerçekleşen kâr miktarları tahmin edilen kâr miktarlarından düşük olan yani iyimser eğilimde kâr tahmini yapan firmalara göre daha yüksek halka arz sonrası yani uzun dönemli performansa ulaşmaları beklenir. Çünkü yatırımcılar uzun dönemde tahmin ettikleri kâr miktarlarına ulaşma düzeyi yüksek olan firmalara yatırımı tercih edeceklerdir. Araştırmacılar bu noktada da yine hisse senetlerinin kısa dönem performanslarında olduğu gibi, tahmin hatası ile ilgili olarak önceden yapılan tahminleri sonradan gerçekleşen tahmin hatalarının bir göstergesi olarak almışlardır. Dolayısıyla yatırımcılar, tahmin gerçekleşme ile ilgili olarak doğru olduğu varsayılan öngörülerine göre pozisyonlarını düzenleyeceklerdir.

Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin olarak açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğunun, hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerindeki etkisi bu şekilde analiz edildikten sonra, halka arz firmalarının kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Hisse senetlerinin uzun dönem performansları aşırı getiri ve kümülatif aşırı getiri ölçümleri ile belirlenmiştir. Araştırma döneminde halka arz olan 82 firmadan ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan tüm firmalar (38 firma), söz konusu firmalardan iyimser eğilimde kâr tahmini açıklayanlar (27 firma) ve kötümser eğilimde kâr tahmini açıklayan (11 firma) firmalara ilişkin ortalama aşırı getiri ve ortalama kümülatif aşırı getiri değerlerinin halka arzdan 1 yıl sonrasına kadar olan dönemdeki aylık değişimleri Grafik 9 ve Grafik 10’da gösterilmiştir.

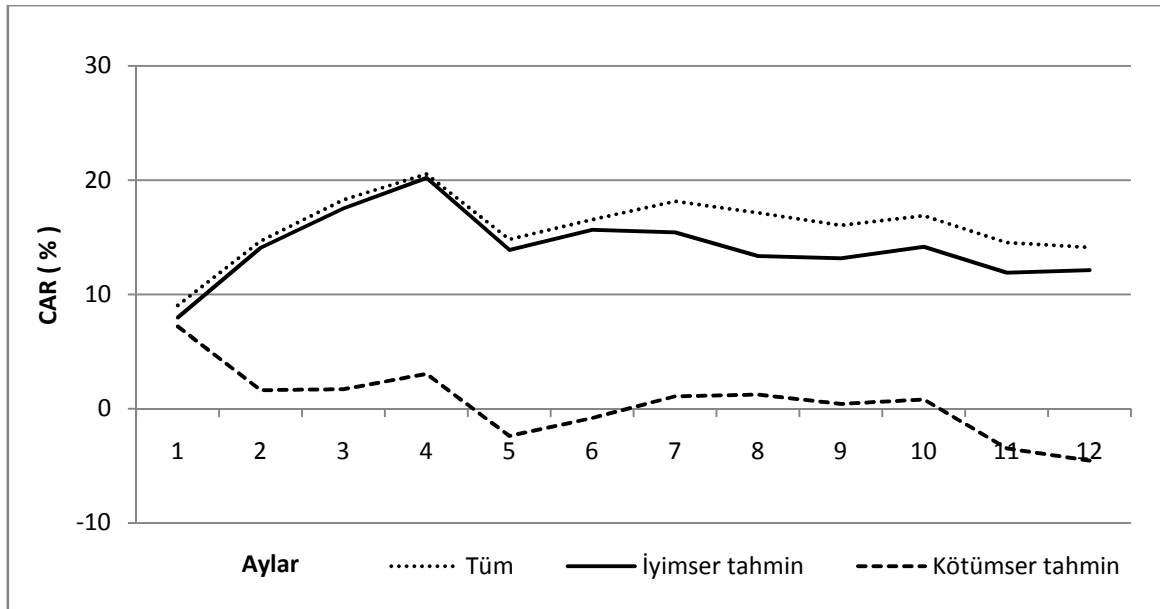
**Grafik 9: Kâr Tahmini Eğilimleri ve Aylara Göre Aşırı Getiri (AR) Değişimleri**



Söz konusu grafiklere göre, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan tüm firmalar, söz konusu firmalardan iyimser eğilimde kâr tahmini açıklayanlar ve kötümser eğilimde kâr tahmini açıklayan firmalara ilişkin ortalama aşırı getiri ve ortalama kümülatif aşırı getiri değerlerinin aylara göre değişimlerinin özellikle iyimser yönde kâr tahmini yapan ve kötümser eğilimde kâr tahmini yapan firmalar açısından

farklılık göstermektedir. Kötümser eğilimde kâr tahmini yapan firmaların hisse senetlerinin uzun dönem performanslarının, iyimser eğilimde kâr tahmini açıklayan firmaların hisse senetlerinin uzun dönem performanslarına göre önemli oranda daha düşük olduğu görülmektedir. İzahnamelerinde kâr tahmini açıklayan tüm firmaların hisse senetlerinin uzun dönemli performansı ile iyimser eğilimde tahmin yapan firmaların hisse senetlerinin performansı ise aylara göre paralel bir seyir izlemiştir.

**Grafik 10: Kâr Tahmini Eğilimleri ve Aylara Göre Kümülatif Aşırı Getiri (CAR) Değişimleri**



Grafik 9 ve Grafik 10'da gösterilen uzun dönem performans değişimleri incelendikten sonra halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğu ile hisse senetlerinin uzun dönem performansı arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla da ilk olarak iyimser ve kötümser eğilimde kâr tahmini yapan firmaların hisse senetlerinin uzun dönem performansları bağımsız iki örnek Z testi ile karşılaştırılmıştır. Sonuçlar Tablo 44'de gösterilmiştir.

Tablodaki sonuçlara göre, iyimser eğilimde kâr tahmininde bulunan firmaların hisse senetlerinin ilk işlem tarihine göre 1 yıl sonraki kümülatif anormal getirileri ortalama olarak %14,1 şeklinde gerçekleşmişken kötümser eğilimde kâr tahmininde bulunan

firmaların ilk işlem tarihine göre 1 yıl sonraki kümülatif anormal getirileri ortalama %0,5 olarak gerçekleşmiştir. Tahmin hatası ile ilgili olarak önceden yapılan tahminler sonradan gerçekleşen tahmin hatalarının bir göstergesi olarak alındığında, yani rasyonel yatırımcıların, firmaların kâr tahminlerinin iyimser ya da kötümser anlamda yönünü doğru tahmin ettikleri varsayıldığında bu beklenmeyen bir sonuçtur. Çünkü yatırımcılar, gerçekleşen kârın altında tahmin yapan firma hisse senetlerine daha fazla talep gösterecek ve böylece hisse senetlerinin uzun dönem performansları diğer firmalara göre daha yüksek olacaktır. Bununla birlikte, her iki firma grubu arasında ortalama kümülatif getiriler açısından ortaya çıkan bu farklılık istatistiki olarak anlamlıdır ( $Z=-4,157$ ;  $p<0,10$ ).

**Tablo 44: Kâr Tahmini Doğruluğu ve Hisse Senedi Uzun Dönem Performansı**

Tahmin Eğilimi	Gözlem Sayısı	Ortalama CAR	Ortanca CAR	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
İyimser	27	0,141	0,139	0,030	0,079	0,201
Kötümser	11	0,005	0,009	0,031	-0,045	0,072
Mann-Whitney U		0,000				
Wilcoxon W		78,000				
Z istatistik (p değeri)		-4,157 (0,000)				

Elde edilen bu sonuç, Türkiye’de yatırımcıların, halka arz olan firmaların yöneticilerinin yapmış oldukları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatasının iyimser ya da kötümser anlamda yönünü doğru olarak tahmin edip edemediklerini ve elde edilen tahmin hatasının önceden tahmin edilen belirsizliğin bir göstergesi olarak kullanılıp kullanılmayacağına bağlı olarak hisse senetlerinin uzun dönemli performansları üzerinde etkisi olup olmadığını ifade etmek adına yetersizdir. Bu nedenle, öncelikle Türkiye’deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin uzun dönem performanslarına etkisini belirlemeye yönelik olarak yapılan bağımsız iki örnek Z testi sonuçları elde edilmiştir. İkinci aşamada ise, hisse senetlerinin kısa dönem performans göstergesi olan 1 yıllık kümülatif aşırı getirilerinin bağımlı ve halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatalarının ise bağımsız değişken olarak yer aldığı yatay

kesit regresyon analizi yapılmıştır. Kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatasının yanı sıra, diğer bazı değişkenler de kontrol değişkenleri olarak regresyon modeline dahil edilmiştir. Yatay kesit regresyon modelinde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait ayrıntılı açıklamalara üçüncü bölümde yer verilmiştir.

**Tablo 45: Bağımlı Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler (IR-TH)**

Değişken	Ortalama	Ortanca	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Dağılım =1
TH	-0,169	-0,299	1,212	-2,108	4,956	
IR	0,059	0,065	0,109	-0,179	0,227	
YSD	0,733	0,750	1,017	0,500	0,930	
VHE	8,94	8,89	0,54	7,89	9,88	
DFİ (%)						36,842

Tablo 45’de yatay kesit regresyon modelinde yer alan bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Tablodaki bilgilere göre halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan 38 firmanın açıkladıkları kâr tahminlerinin ortalama olarak %16,9 oranında hatalı oldukları görülmektedir. Tablodaki bilgilere göre analiz kapsamındaki firmaların ilk işlem günü sonunda ki ortalama getirileri %5,9 olarak gerçekleşmiştir. Yine tablodaki bilgiler, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmaların ortalama olarak %73 civarında yönetici-sahiplik düzeyine sahip olduklarını bir anlamda söz konusu firmaların sermayelerinin ortalama olarak %27’sini halka arz ettiklerini göstermektedir. Tablo 45’deki bilgilere göre söz konusu firmaların halka arzdan önceki 3 yıla ait kâr miktarlarının değişkenliğini ortaya koyan kârlılık varyansı logaritmik değer olarak ortalama %8,94’tür. Tablodaki sonuçlar ayrıca ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklayan firmaların %36,84’ünün halka arz sürecinde itibarı yüksek denetim firmaları ile çalıştıklarını ortaya koymaktadır.

Tablo 46’da ise yatay kesit regresyon analizinde yer alan bağımlı değişkenler arasındaki korelasyon ilişkileri gösterilmiştir. Söz konusu tablodaki sonuçlara göre halka

arz firmalarının halka arz öncesi kâr miktarlarının yıllara göre değişkenliğini gösteren VHE değişkeni ile firmaların halka arz sürecinde beraber çalıştıkları denetim firmalarının itibarını gösteren DFİ değişkeni arasında pozitif yönde orta düzeyde bir ilişkinin bulunduğu görülmektedir.

**Tablo 46: Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu (CAR-TH)**

	TH	IR	YSD	VHE	DFİ
TH	1,000				
IR	0,192	1,000			
YSD	-0,288	-0,019	1,000		
VHE	0,247	-0,049	-0,023	1,000	
DFİ	0,181	-0,188	0,182	0,387*	1,000

\*0,10 düzeyinde anlamlı

Halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerinin doğruluğu ile hisse senetlerinin uzun dönem performansı arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla yapılan yatay kesit regresyon analizi sonucunda elde edilen parametre değerleri ve bunlara ilişkin t değerleri tablo 47’de gösterilmiştir. Ele alınan yatay kesit regresyon modeli bir bütün olarak değerlendirildiğinde istatistiksel olarak anlamlıdır ( $F=3,047$ ;  $p<0,10$ ). Modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren belirlilik katsayısı (Düzeltilmiş  $R^2$ ) %21,7 olarak elde edilmiştir. Modelin sabit terimi pozitif işaretli ve istatistiki olarak anlamsızdır ( $t=0,715$ ;  $p<0,10$ ).

Bağımsız değişkenler arasında doğrusal bir ilişkinin mevcut olmadığı varsayımına dayanan çoklu bağıntı probleminin varlığını test etmek için yine “collinearity diagnostic” ölçümü yapılmıştır. Bu ölçüm sonucunda, değişken şişme faktörü VIF değerleri hesaplanmış ve bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntı probleminin olmadığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla Tablo 46’da verilen korelasyon tablosunda, VHE değişkeni ile DFİ değişkeni arasında pozitif yönlü orta düzeydeki korelasyon ilişkisinin ve diğer bağımsız

değişkenler arasındaki korelasyon ilişkilerinin çoklu bağıntı problemine neden olmadığı sonucu ortaya çıkmıştır.

**Tablo 47: Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları (CAR-TH)**

Değişken	Katsayı	S.Sapma	t istatistik	p değeri
Sabit	1,663	2,326	0,715	(0,480)
<b>TH</b>	<b>0,051</b>	<b>0,087</b>	<b>0,585</b>	<b>(0,563)</b>
IR	3,149	1,302	2,418	(0,022)*
VHE	-3,011	2,746	-1,096	(0,281)
YSD	0,015	0,013	1,164	(0,253)
DFİ	-0,255	0,260	-0,981	(0,334)
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0,217			
F-istatistik	3,047			
(p değeri)	(0,023)*			
Gözlem Sayısı	38			

\*0,10 düzeyinde anlamlı

Analiz sonucuna göre, tahmin hatasına ilişkin katsayı pozitif ancak istatistiki olarak anlamsız çıkmıştır ( $t=0,051$ ;  $p>0,10$ ). Bu sonuç, hisse senetlerinin kısa dönem performansları ve kâr tahmini hatası arasındaki ilişkide olduğunun aksine, yatırımcıların tahmin hatasının işaretini doğru olarak tahmin ettikleri ve bu tahmininde de hisse senetlerini fiyatlandırmada kullanılmak sureti ile hisse senetlerinin uzun dönemli performanslarına etki ettiği noktasında güçlü bir kanıt ortaya koymaz. Dolayısıyla elde edilen bu sonuca göre, tahmin hatası önceden tahmin edilen belirsizliğin bir göstergesi olarak kullanılabilir. Ancak bunun hisse senetlerinin uzun dönemli performansına açık bir etkisi söz konusu değildir. Elde edilen bu sonuç, Lonkani ve Firth (2005) tarafından

Tayland piyasası için yapılan çalışmada elde edilen bulgular ile uyumluluk göstermektedir. Zira söz konusu araştırmacılar çalışmalarında, kâr tahmini hatası ile hisse senetlerinin ilk işlem gününe göre 1 yıllık bir dönemde elde edilen kümülatif aşırı getirileri arasında pozitif yönde ancak istatistiki olarak anlamsız bir ilişki olduğu sonucunu elde etmişlerdir. Diğer taraftan Firth (1997) Yeni Zelanda ve Firth (1998) Singapur piyasası için yaptığı çalışmalarında kâr tahmini hatası ile hisse senetlerinin ilk işlem gününe göre 1 yıllık bir dönemde elde edilen kümülatif aşırı getirileri arasında pozitif yönde güçlü ve dolayısıyla istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Tablo 47'deki yatay kesit regresyon analizi sonuçlarına göre, TH değişkeni dışında bağımsız değişken olarak modelde yer alan diğer kontrol değişkenlerinden sadece, hisse senetlerinin ilk işlem günü sonundaki getirilerinin ortalamasını gösteren IR değişkeninin hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olduğu ( $t=2,418$ ;  $p<0,10$ ) sonucu elde edilmiştir. Diğer kontrol değişkenlerinin ise hisse senetlerinin uzun dönem performansı üzerinde anlamlı herhangi bir etkisi elde edilememiştir.

Yatay kesit regresyon analizinde elde edilen ve yukarıda ifade edilen bulgular doğrultusunda, halka arz firmaları yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatasının firma hisse senetlerinin uzun dönem (1 yıl) performansları üzerinde pozitif yönde güçlü bir etkisinin olduğunu ileri süren H17 hipotezi red edilmiştir.

Bu çalışmada, Türkiye'de halka arz firmaları açısından; ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerine etki eden faktörleri belirlemeye yönelik 6 hipotez, izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğuna etki eden faktörleri belirlemeye yönelik ise 7 hipotez test edilmiştir. Bunların dışında, ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminleri açıklama eğilimlerinin ve açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performanslarına etkisini belirlemek amacıyla 4 ayrı hipotez test edilmiştir. Çalışmada test edilen 17 hipoteze ilişkin sonuçlar Tablo 48'de gösterilmiştir.



**Tablo 48: Araştırmada Kullanılan Hipotezler ve Sonuçları**

Hipotezler			(Wald / t) istatistik	Sonuç
H <sub>1</sub> :	Tahmin Açıklama Eğilimi	<-- Firma Büyüklüğü	10,506	Kabul
H <sub>2</sub> :	Tahmin Açıklama Eğilimi	<-- Firma Yaşı	3,225	Red
H <sub>3</sub> :	Tahmin Açıklama Eğilimi	<-- Firma Kaldıraç Düzeyi	0,084	Red
H <sub>4</sub> :	Tahmin Açıklama Eğilimi	<-- Yönetici-Sahiplik Düzeyi	3,061	Kabul
H <sub>5</sub> :	Tahmin Açıklama Eğilimi	<-- Denetim Firması İtibarı	1,141	Red
H <sub>6</sub> :	Tahmin Açıklama Eğilimi	<-- Yatırım Bankası İtibarı	0,273	Red
H <sub>7</sub> :	Kâr Tahmini Doğruluğu	<-- Firma Büyüklüğü	1,192	Red
H <sub>8</sub> :	Kâr Tahmini Doğruluğu	<-- Firma Yaşı	-0,806	Red
H <sub>9</sub> :	Kâr Tahmini Doğruluğu	<-- Firma Kaldıraç Düzeyi	2,881	Kabul
H <sub>10</sub> :	Kâr Tahmini Doğruluğu	<-- Yönetici-Sahiplik Düzeyi	-1,569	Red
H <sub>11</sub> :	Kâr Tahmini Doğruluğu	<-- Denetim Firması İtibarı	-0,613	Red
H <sub>12</sub> :	Kâr Tahmini Doğruluğu	<-- Yatırım Bankası İtibarı	-1,045	Red
H <sub>13</sub> :	Kâr Tahmini Doğruluğu	<-- Tahmin Dönemi Uzunluğu	0,273	Red
H <sub>14</sub> :	Kısa Dönem Performans	<-- Tahmin Açıklama Eğilimi	-1,510	Red
H <sub>15</sub> :	Uzun Dönem Performans	<-- Tahmin Açıklama Eğilimi	1,193	Red
H <sub>16</sub> :	Kısa Dönem Performans	<-- Kâr Tahmini Doğruluğu	2,856	Kabul
H <sub>17</sub> :	Uzun Dönem Performans	<-- Kâr Tahmini Doğruluğu	0,585	Red

Araştırmada kullanılan hipotezlerden; firma büyüklüğü ve yönetici sahiplik düzeyinin halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimleri üzerinde etkili olduğunu ifade eden H<sub>1</sub> ve H<sub>4</sub> hipotezleri ile firma kaldıraç düzeyinin ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu üzerinde etkili olduğunu ifade eden H<sub>9</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Ayrıca, ilk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin kısa dönem performanslarının üzerinde anlamlı bir etki taşıdığını ifade eden H<sub>15</sub> hipotezi de kabul edilmiştir. Bu 4 hipotez dışında kalan diğer tüm hipotezler reddedilmiştir.

Sonuç olarak araştırmada, Türkiye’deki halka arz firmalarından; toplam aktif büyüklüğü açısından daha büyük olan firmaların ve halka arz sonrasında daha yüksek yönetici-sahiplik düzeyine sahip olan firmaların ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklama konusunda daha yüksek bir eğilime sahip oldukları bulgusu elde edilmiştir. Araştırma sonucunda ayrıca halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyi daha yüksek olan firmaların ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin olarak açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluk düzeyinin diğer firmalara göre daha yüksek olduğu bulgusu elde edilmiştir. Araştırmada son olarak, ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin olarak açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluk düzeyi düşük olan firmaların hisse senetlerinin kısa dönem performanslarının diğer firmalara göre daha yüksek olduğu bulgusu elde edilmiştir.

## SONUÇ ve ÖNERİLER

Sermaye piyasalarında yatırımcılar, kendilerine sunulan yatırım araçlarını satın alarak, fon ihtiyacı ve fon fazlası olan sermaye piyasası tarafları arasında fonların aktarımı konusunda aktif bir görev üstlenirler. Yatırımcıların üstlendiği bu fonksiyon, onların yatırım kararı verebilmeleri için yeterli düzeyde, tam, zamanında ve doğru olarak bilgilendirilmek suretiyle piyasada ortaya çıkabilecek risklere karşı korunmalarını gerekli kılmaktadır. Sermaye piyasalarını düzenleyen kurumlar da söz konusu gerekliliği göz önüne alarak, düzenlemelerinde bu hususa vurgu yapmıştır. Örneğin Sermaye Piyasası Kanunu'nun konu ve amacının ifade edildiği ilk maddesinde tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasından söz edilmiştir.

Yatırımcıların korunmasına ilişkin düzenlemeler, yatırımcıların yanlış karar almalarını önlemeye yönelik düzenlemeler ve yatırımcıları aracılardan risklerine karşı koruyan düzenlemeler şeklinde uygulamada yer bulmaktadır. Yatırımcıların yanlış karar almalarıyla ilgili düzenlemelerin en önemli ayağını kamuyu aydınlatma düzenlemeleri oluşturur. Kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin birincil amacı, sermaye piyasalarındaki yatırımcılara, yatırım yapmayı planladıkları sermaye piyasası araçları ve firmalar hakkında gerekli bilgileri sunmaktır. Kamuyu aydınlatma yatırımcıya belirsizliklerden ve riskten tam olarak korunma sağlamamakla birlikte, bilginin taraflar arasında mümkün olduğunca simetrik olarak dağılmasına katkı yapar.

2000'li yıllarda ABD'de yaşanan, internet şirketlerinin çöküşü, Enron ve Worldcom gibi şirket skandallarından sonra yatırımcının güveni büyük ölçüde zedelenmiştir. Bu durum, özelde ABD piyasasını genelde ise tüm dünya piyasalarını etkileyen Sarbanes-Oxley Yasası gibi yeni düzenlemeleri gündeme getirmiştir. Bu düzenlemelerin Türkiye'ye yansımaları kurumsal yönetim alanında yaşanan gelişmeler şeklinde olmuştur. Kamuyu aydınlatma, kurumsal yönetim uygulamalarının temel yapı taşlarından birini oluşturur. Tüm bu uygulamalardaki temel amaç, özellikle firma

yöneticilerine karşı yatırımcıların sahip oldukları bilgisel dezavantajı yani bilgi asimetrisini azaltmaktır.

Taraflar arasında var olan bilgi asimetrisi halka arz piyasalarının en belirgin özelliklerinden birisidir. Kurumsal yönetim çerçevesinde kamuyu aydınlatma düzenlemeleri, daha ziyade, ikincil piyasalarda bilgi asimetrisinin azaltılması ve böylece yatırımcının korunmasına yönelik uygulama alanı bulmaktadır. Birincil piyasalarda ise yatırımcıların bilgilendirilmesinde ve böylece bilgi asimetrisinin azaltılmasında kullanılan başlıca araçlar izahname ve sirkülerdir. İzahname, ihraççının finansal durumu, faaliyetleri ve ihraca konu olan sermaye piyasası aracı hakkındaki bilgilerin kamuya duyurmak suretiyle birincil piyasalarda kamunun aydınlatılmasına hizmet eden en temel bilgilendirme aracıdır. İzahnameler, firmaların hisse senetlerine yatırım yapmayı planlayan yatırımcılar için temel bilgi kaynağını oluştururlar. Sirküler ise esas itibariyle halka arzı haber veren bir duyuru aracı olmasına rağmen, uygulamada, genelde izahnamenin özeti olarak kullanılmaktadır. Bu temel araçların dışında ilan ve reklamlar da birincil piyasalarda yatırımcının bilgilendirilmesi amacıyla kullanılır.

Birçok ülkede izahnameler firmaların mevcut bilgileri dışında, yöneticilerin özellikle hisse senedinin ihraç fiyatını belirlemeye yönelik olarak hazırladıkları gelecek yıllara ilişkin nakit akım tahminlerini de içerirler. Bilgiye ulaşmaları kurumsal yatırımcılara göre daha zor ve maliyetli olan bireysel yatırımcılar, yatırım yapmayı planladıkları firmanın geleceğine ilişkin belirsizlikleri izahnamelerde yer alan bu tahminlere dayanarak azaltmaya çalışırlar.

İlk halka arz izahnamelerinde açıklanan kâr tahminlerinin yatırımcılar açısından önem ifade eder. Bunun yanında halka arz firmaları da bilgi asimetrisini azaltmak, firma hakkında işaret sunmak, olumlu haberleri yayınlamak ve firma hakkındaki düşünceleri düzeltmek gibi nedenlerle izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimi taşırlar. Diğer taraftan tahmin açıklama, hisse senetleri fiyatları ve firma performansı ile ilişkilendirilebilecek çeşitli faydalar sağlayabilir. Bununla birlikte söz konusu fayda ve beklentilerin sağlanabilmesi için izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğru olması gerekir. Bu açıdan bakıldığında yatırımcıların doğru bilgilendirilmesi adına izahnamelerde açıklanan bu nakit akım tahminlerinin doğruluğu önem kazanmaktadır. Bu çalışmada,

kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yatırımcıların bilgilendirilmesi adına izahnamelerde bu şekilde kâr ve satış tahminlerine yer verilmesinin yeni bir durum olarak görülebileceği Türkiye ilk halka arz piyasası için kâr tahminlerinin doğruluk düzeyinin hisse senedi performansına etkisi araştırılmıştır.

Araştırmanın birinci kısmında ilk olarak, Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklama eğilimleri ve bu eğilimlerine etki eden faktörler araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, Türkiye'de özellikle 2000'li yıllardan sonra halka arz firmalarının izahnamelerinde kâr tahminlerine yer verdikleri görülmüştür. Kâr tahmini açıklama eğilimlerinde görülen artış üzerinde, bu dönemde dünyada yaşanan şirket skandallarından sonra düzenleyici otoritelerin, şeffaflığın artırılması ve beraberinde yatırımcıların bilgilendirilmesine yönelik düzenlemelerin Türkiye'ye yansımaları olan kamuyu aydınlatma ilkesinin etkisi olduğu değerlendirilebilir. Diğer taraftan, AB ile uyum çerçevesinde yapılan düzenlemelerin bir ayağını sermaye piyasalarının uyumlaştırılması oluşturmaktadır. Bu kapsamda, halka arz izahnamelerinin kapsam ve içeriğinin uyumlaştırılmasına yönelik çeşitli düzenlemeler söz konusu olmuştur. Bunlardan birisi de izahnamelerde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerinin açıklanmasıdır. Bu iki etki birlikte düşünüldüğünde, Türkiye'deki halka arz firmalarının izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinde 2000'li yıllardan sonra bir artış görülmesi normal bir durum olarak değerlendirilebilir.

Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklama eğilimleri belirlendikten sonra, kâr tahmini açıklama eğilimlerine etki eden faktörler araştırılmıştır. Bu amaçla, izahnamelerde kâr tahmini açıklama durumunun bağımlı değişken olarak yer aldığı bir lojistik regresyon analizi yapılmıştır. Lojistik regresyon analizinde firma büyüklüğü, firma yaşı, halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyi, halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyi, denetim firması itibar düzeyi ile yatırım bankası itibarı düzeyi şeklindeki 6 faktör de bağımsız değişken olarak yer almıştır. Analiz sonucuna göre; halka arz öncesi aktif toplamı olarak ölçülen firma büyüklüğünün ve halka arz sonrası yönetici sahiplik düzeyinin Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklama eğilimleri üzerinde anlamlı bir etki taşıdığı sonucu elde edilmiştir. Firma büyüklüğünün kâr tahmini açıklama eğilimi üzerinde pozitif yönde bir etki taşıdığı

belirlenmiştir. Buna göre, halka arz öncesi aktif toplamı daha fazla olan büyük firmaların izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama konusunda daha yüksek bir eğim taşıdıkları bulgusu elde edilmiştir. Halka arz sonrası yönetici-sahiplik düzeyinin ise kâr tahmini açıklama eğilimi üzerinde negatif yönde bir etki taşıdığı belirlenmiştir. Buna göre, halka arz sonrası yönetici-sahiplik düzeyi daha düşük olan yani halka açılma oranı daha yüksek olan firmaların izahnamelerinde kâr tahminlerini açıklama konusunda daha yüksek bir eğilim taşıdıkları sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla firma büyüklüğü ve yönetici-sahiplik düzeyinin tahmin açıklama eğilimi üzerindeki etkisini test eden  $H_1$  ve  $H_4$  hipotezleri kabul edilmiştir.

Diğer taraftan lojistik regresyon analizi sonucunda, firmanın kuruluş tarihi ile halka arz olma tarihi arasındaki faaliyet yılı olarak hesaplan firma yaşının, izahnamelerde kâr tahmini açıklama eğilimleri üzerinde negatif yönlü anlamlı bir etkisinin olduğu ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte, elde edilen sonuç, firma yaşının tahmin açıklama eğilimlerine etkisini test eden  $H_2$  hipotezine aykırı olduğu için ilgili hipotez kabul edilmemiştir.

Kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin en önemli amacı, yatırımcıların tam, zamanında ve doğru olarak bilgilendirilmelerini sağlamaktır. Dolayısıyla yatırımcıların sadece bilgilendirilmeleri değil, aynı zamanda doğru olarak bilgilendirilmeleri, yatırımcıların korunmasına yönelik düzenlemelerin önemli bir özelliğidir. Bu açıdan bakıldığında izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu yatırımcılara sunulan bilginin kalitesi açısından büyük önem arz eder. Bu noktadan hareketle araştırmanın ilk kısmında ikinci olarak Türkiye’de ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin olarak açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu ve kâr tahminlerinin doğruluğuna etki eden faktörler araştırılmıştır.

İzahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu, literatürde, yaygın olarak kullanılan kâr tahmin hatası ölçümleri kullanılarak belirlenmiştir. Buna göre, Türkiye’deki halka arz firmalarının izahnamelerde açıkladıkları kâr tahminleri ortalama %-16,99 düzeyinde hatalı olduğu sonucu elde edilmiştir. Tahmin hatası sonuçlarına göre elde edilen değerler arasında aşırı uç değerlerin olması nedeniyle hesaplanan medyan tahmin hatası değeri %-29,91’dir. Dolayısıyla, Türkiye’deki halka arz firmalarının gelecek dönemlere ilişkin olarak izahnamelerde açıkladıkları kâr tahminleri medyan değer olarak %-29,91

düzeyinde hatalıdır. Türkiye'deki halka arz firmalarının kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hatası değerleri, diğer ülke piyasaları için yapılmış araştırmalarda elde edilen tahmin hatası değerleri ile karşılaştırıldığında, bu araştırmada elde edilen bulgular ile diğer ülke piyasaları için yapılmış araştırmalarda elde edilen bulgular arasında aşırı farklılıkların bulunmadığı görülmüştür.

Elde edilen tahmin hatası değerlerine ilişkin işaretlerin negatif olması, firmaların izahnamelerde açıklamış oldukları kâr tahminlerinin, tahminlerin ait olduğu dönemdeki gerçekleşen kârlara göre yüksek olduğunu gösterir. Dolayısıyla araştırmada, Türkiye'deki halka arz firmalarının gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini iyimser bir eğilimde hazırladıkları sonucu elde edilmiştir. Zira, halka arz yılı sonu için kâr tahmininde bulunan toplam 38 firmanın 27'sinin (%71) iyimser tahminlerde bulunduğu, 11 firmanın (%29) ise kötümser tahminlerde bulunduğu belirlenmiştir. Bu bulgular, Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin eğilim ve rasyonelliğini belirlemeye yönelik olarak analiz edilen modelde ortaya çıkan sonuçlar ile ayrıca desteklenmiştir. Bu modelde, gerçekleşen kârlardaki değişkenlik bağımlı ve tahmini kârların gerçekleşen karlara göre değişkenliği ise bağımsız değişken olarak yer almıştır. Kâr tahminlerinin eğilim ve rasyonelliğini belirlemeye yönelik modelin analizi sonucunda da tahmin edilen kârların gerçekleşen kârlardan daha yüksek olduğu bulgusu elde edilmiştir. Ayrıca, Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin eğilim ve rasyonelliğine ilişkin olarak kullanılan model, firma kârındaki değişikliklerin halka arz izahnamelerinden elde edilen tahmini kârlar ile açıklanabileceğini, bununla birlikte kârlardaki değişikliklerin büyüme modeline göre elde edilen tahmini kârlar ile açıklanamayacağını göstermiştir.

Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğu kâr tahmini gerçekleşme diyagramları ile de ayrıca belirlenmiştir. Kâr tahmini gerçekleşme diyagramlarına göre, firmaların hemen hemen tamamına yakınının, halka arz yılı sonundaki kâr miktarlarının halka arz tarihindeki kâr miktarlarına kıyasla daha fazla olacağı şeklinde tahminlerde buldukları görülmüştür. Kâr tahmini gerçekleşme diyagramlarına göre ayrıca, halka arz tarihine göre tahmin dönemi olan yılsonunda da firmaların tahmin ettikleri gibi kâr miktarlarında artış görüldüğü sonucu elde edilmiştir. Bununla birlikte, halka arzdan 1, 2 ve 3 yıl sonrası için yapılan tahminlerden

hareketle hazırlanan kâr tahmini gerçekleşme diyagramları dikkate alındığında, tahmin dönemi uzadıkça firmaların gerçekleşen kâr tutarlarını artış ya da azalış yönünde doğru tahmin edebilme düzeylerinin düştüğü görülmüştür. Zira halka arzdan 1, 2 ve 3 yıl sonrası tahminlerden hareketle hazırlanan kâr tahmini gerçekleşme diyagramlarına göre, tahmin dönemi uzadıkça, kâr tutarlarındaki artış ve azalışları doğru tahmin edemeyen firma sayısında artış olduğu görülmüştür. Kâr tutarlarındaki artış ve azalışları doğru tahmin edemeyen firmalardan bazıları, esasında kârda azalma olduğu halde firma kârının artacağı yönünde tahminde bulunmuşken diğerleri ise esasında kârda artış olduğu halde firmanın kârının azalacağı yönünde tahminde bulunmuşlardır.

Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğu belirlendikten sonra, firmaların kâr tahminlerinin doğruluğuna işaret edecek şekilde, yönetici kâr tahminlerinin basit istatistiki yöntemler ile elde edilen kâr tahminlerine göre üstünlüğü araştırılmıştır. İzahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin üstünlüğü iki farklı şekilde ortaya konulmuştur. İlk olarak, basit istatistiksel modellerden elde edilen kâr tahminleri, tesadüfi hareket ve büyüme modelleri olmak üzere iki başlık altında incelenerek firmaların kâr tahminlerinin basit istatistiki modeller ile elde edilen kâr tahminlerine göre üstünlüğü araştırılmıştır. Tesadüfi hareket modeline göre tahmini kâr miktarı, halka arz olmadan önce gerçekleşen en son miktar olarak alınmıştır. Büyüme modelinde ise, tahmini kâr miktarı, halka arz olmadan önce gerçekleşen en son kâr'ın "1 + halka arz olmadan önceki iki yıl kârlarından elde edilen bileşik büyüme oranı" ile çarpılmasından elde edilen kâr miktarı olarak alınmıştır. İkinci olarak Theil'in eşitsizlik katsayısına göre firmaların kâr tahminlerinin basit istatistiki modeller ile elde edilen kâr tahminlerine göre üstünlüğü incelenmiştir. Elde edilen bulgular, Türkiye'deki izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin, tesadüfi hareket modeline göre elde edilen kâr tahminlerine göre daha başarısız ve büyüme modeline göre elde edilen kâr tahminlerine göre ise daha başarılı olduğunu göstermiştir. Theil'in eşitsizlik katsayısına göre, yöneticilerin yapmış oldukları kâr tahminleri, istatistiksel modeller kullanılarak elde edilen kâr tahminlerine kıyasla daha başarısız olduğu sonucu elde edilmiştir.

Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin olarak açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğu belirlendikten sonra, kâr tahminlerinin doğruluğuna etki eden faktörler araştırılmıştır. Bu amaçla bir yatay kesit



regresyon analizi yapılmıştır. Analizde kullanılan regresyon modelinde, izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinden elde edilen mutlak tahmin hatası değerleri bağımlı değişken olarak yer almıştır. Söz konusu modelde firma büyüklüğü, firma yaşı, halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyi, halka arz sonrası firma yönetici-sahiplik düzeyi, denetim firması itibar düzeyi, yatırım bankası itibarı düzeyi ile tahmin dönemi uzunluğu şeklindeki faktörler ise bağımsız değişken olarak yer almıştır. Analiz sonucuna göre; toplam borç / toplam aktif oranı olarak hesaplanan halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyinin, Türkiye’deki izahnamelerde gelecek dönemlere ilişkin olarak açıkladıkları kâr tahminlerinden elde edilen mutlak tahmin hatası değerleri üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etki taşıdığı sonucu elde edilmiştir. Mutlak tahmin hatası ile tahmin doğruluğu arasında ters yönlü bir ilişki olduğu düşünüldüğünde bu sonuç, halka arz öncesi daha düşük kaldıraç düzeyine sahip firmaların izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin diğer firmalara göre daha doğru olduğu sonucunu ortaya çıkarmıştır. Dolayısıyla, tahmin doğruluğuna etkisi araştırılan yedi faktörden sadece halka arz öncesi firma kaldıraç düzeyinin tahmin doğruluğu üzerinde etkisi olduğunu ifade eden  $H_0$  hipotezi kabul edilmiştir.

Araştırmanın ikinci kısmında, Türkiye’de ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklama eğilimleri ile açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin hem kısa hem de uzun dönem performanslarına etkisi incelenmiştir. Hisse senetlerinin kısa dönem performans ölçüsü olarak ilk gün getirileri, uzun dönem performans ölçüsü olarak ise 1 yıllık kümülatif aşırı getiriler kullanılmıştır. Hem izahnamelerde kâr tahminlerini açıklama eğilimlerinin hem de açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performanslarına etkisi araştırılırken yatay kesit regresyon analizi kullanılmıştır.

İzahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin kısa dönem performanslarına etkisini belirlemek için oluşturulan yatay kesit regresyon modelinde, hisse senetleri kısa dönem performans göstergesi olan düşük fiyatlandırma düzeyleri bağımlı değişken olarak yer almıştır. Söz konusu modelde, hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerinde etkisi araştırılan tahmin açıklama eğilimleri ile birlikte diğer kontrol değişkenleri ise bağımsız değişkenler olarak yer almışlardır. Analiz sonucunda, izahnamelerde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklayan firmaların hisse senetlerinin kısa dönem performanslarının, gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini

açıklamayan firmalara göre daha düşük olduğu, bununla birlikte sonucun istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna bağlı olarak, halka arz firma yöneticilerinin ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahmini açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucu elde edilmiştir.

Benzer bir sonuç, izahnamelerde tahmin açıklama eğilimleri ile hisse senetlerinin uzun dönem performansları arasındaki ilişkinin analizinde de elde edilmiştir. Analiz sonucunda, ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklayan firmaların hisse senetlerinin, kâr tahminlerini açıklamayan firmalara göre uzun dönemde (1 yıl) daha iyi performans gösterdikleri sonucu ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte sonucun istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmüştür.

Araştırmada son olarak izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performansları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yapılan analizlerde, iyimser eğilimde kâr tahmininde bulunan firmaların ortalama ilk gün getirileri ile kötümser eğilimde kâr tahmininde bulunan firmaların ortalama ilk gün getirilerinin birbirinden farklı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinden elde edilen tahmin hataları sonucunda ortaya çıkan iyimser ve kötümser anlamda tahmin eğilimlerine göre, hisse senetlerinin ilk gün getirileri birbirinden farklılık göstermiştir. Bu durum, kâr tahminlerinin iyimser ya da kötümser anlamda yönünü doğru tahmin ettikleri varsayımı altında, rasyonel yatırımcıların, gerçekleşen kârın altında tahmin yapan firma hisse senetlerine daha fazla talep göstermeleri ve bu talep doğrultusunda hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesinin bir sonucu olarak değerlendirilebilir. İzahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğunun hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerindeki etkisini belirlemeye yönelik olarak kullanılan yatay kesit regresyon analizinde bu değerlendirmeyi destekler nitelikte sonuçlar elde edilmiştir. Zira analizde tahmin hatası ile ilk gün getirileri arasında pozitif yönde ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen tüm bu sonuçlar, açıklanan kâr tahminlerinin eğilimini yani tahmin hatasının işaretini yatırımcıların doğru olarak tahmin ettiklerini ve yatırımcıların bu tahmini hisse senetlerini fiyatlandırmada kullandıklarını göstermiştir. Buradan hareketle, iyimser eğilimde tahmin

yapan firmaların ilk gün getirilerinin ve dolayısıyla kısa dönem performanslarının daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Hisse senetlerinin kısa dönem performanslarında olduğu gibi, tahmin hatası ile ilgili olarak önceden yapılan tahminleri sonradan gerçekleşen tahmin hatalarının bir göstergesi olarak aldıkları düşünüldüğünde yatırımcıların, uzun dönemde tahmin ettikleri kâr miktarlarına ulaşma düzeyi yüksek olan firmalara yatırımı tercih etmeleri beklenir. Dolayısıyla yatırımcılar, tahmin gerçekleşme ile ilgili olarak doğru olduğu varsayılan öngörülerine göre pozisyonlarını düzenlerler. Bununla birlikte, izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerinin doğruluğu ile hisse senetlerinin uzun dönem performansları arasındaki ilişkiyi belirlemek üzere yapılan yatay kesit regresyon analizinde, tahmin hatası ile hisse senetlerinin uzun dönem performans ölçüsü olarak alınan 1 yıllık kümülatif aşırı getiriler arasında pozitif yönde ancak istatistiki olarak anlamsız bir ilişkinin olduğu bulgusu elde edilmiştir. Bu sonuç, yatırımcıların tahmin hatasının işaretini doğru olarak tahmin ettikleri ve bu tahmini de, fiyatlandırmada kullanılmak sureti ile hisse senetlerinin uzun dönemli performanslarına etki ettiği noktasında anlamlı bir ilişkiyi ortaya koymamıştır.

Elde edilen tüm bu bulgular paralelinde, araştırmanın amacı kısmında ifade edilen hususlara karşılık;

- ✓ Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklamaya yönelik eğilimlerinde 2000'li yıllardan sonra kurumsal yönetim uygulamaları ve AB müktesebatına uyum çalışmaları neticesinde bir artış olduğu,
- ✓ Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde gelecek dönemlere ilişkin kâr tahminlerini açıklamaya yönelik eğilimlerinde firma büyüklüğünün pozitif ve yönetici-sahiplik düzeyinin ise negatif yönde anlamlı etkilerinin olduğu,
- ✓ Türkiye'deki halka arz firmalarının izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin yaklaşık olarak ortalama %-17 oranında hatalı olduğu, hata oranının işaretine bağlı olarak yapılan kâr tahminlerinin genelde iyimser eğilimde olduğu,

- ✓ Türkiye'deki halka arz firmalarının izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluk düzeyi üzerinde firma kaldıraç düzeyinin negatif yönde anlamlı bir etkisinin olduğu,
- ✓ Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde kâr tahmini açıklama eğilimlerinin hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemli performansları üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı,
- ✓ Türkiye'deki halka arz firmalarının ilk halka arz izahnamelerinde açıkladıkları kâr tahminlerinin doğruluğunun ölçüsü olan tahmin hatasının hisse senetlerinin kısa dönem performansları üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkisinin olduğu ve uzun dönemli performansları üzerinde ise anlamlı bir etkisinin olmadığı,

sonuçları elde edilmiştir.

Bu çalışmada, yatırımcıların daima akılcı (rasyonel) davrandıkları varsayılmıştır. Ancak, finansal piyasalar ile ilgili çalışmalar, yatırımcıların davranışlarında sosyal ve psikolojik etmenlerin önemli olduğunu ve insanların psikolojik tuzaklara düşmeye meyilli olduklarını göstermiştir. Bu noktada, yatırımcıların, yatırım kararlarını alırken risk ve getiri dışında başka değişkenleri de gözettiklerini ifade eden davranışsal finans ön plana çıkmaktadır. Geleneksel finansal modellerde öngörüldüğünün aksine, rasyonel olmayan yatırımcıların davranışlarını konu edinen davranışçı finans, farklı faktörleri ve davranış şekillerini içerisinde barındırır. Bu bağlamda sürü psikolojisi, rasyonel davranmayan yatırımcıların tamamen içgüdülerine dayalı davranışlar sergilediklerini ortaya koymuştur. Bu davranış tipinde genelin davranışına uyma ve rasyonel davranıştan uzaklaşma eğilimi ağır basmaktadır. Sürü psikolojisine dayalı ve yatırım kararlarının alındığı bir finansal sistemin ise etkinlikten uzaklaşacağı açıktır. Dolayısıyla bu çalışmada dikkate alınan, yatırımcıların yatırım kararı verirken izahnamelerde açıklanan kâr tahminlerine güvendikleri ve bu tahminleri kullandıkları şeklindeki varsayımın, yatırımcıların davranışlarında sosyal ve psikolojik etmenlerin önemli olduğu gerçeği ile izah edilen davranışçı finans kapsamında değerlendirilmesi farklı bulgular ortaya çıkarabilir. Bu ise ilgili literatüre Türkiye'deki durum açısından zenginlik katacaktır.

## **YARARLANILAN KAYNAKLAR**

Aggarwal, Reena ve diğerkleri (1993), "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America", **Financial Management**, 22(1), 42–53.

Ajinkya, Bipin B. ve Gift, Michael J. (1984), "Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations", **Journal of Accounting Research**, 22(2), 425-444.

Ajinkya, Bipin ve diğerkleri (2005), "The Association Between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts", **Journal of Accounting Research**, 43(3), 343–376.

Akbulak, Sevinç ve Akbulak, Yavuz (2004), **Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, İstanbul: Beta Basım A.Ş.

Akerlof, George A. (1970), "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", **Quarterly Journal of Economics**, 84(3), 488-500.

Al-Ahmad, Zeina ve Saadouni, Brahim (2006), "The Voluntary Disclosure of Profits Forecasts in UK IPOs Prospectuses, its Determinants and Implications" [http://www. efmaefm.org/efma2006/papers/731449\\_full.pdf](http://www.efmaefm.org/efma2006/papers/731449_full.pdf) (14.04.2009).

Allen, Franklin ve Faulhaber, Gerald R. (1989), "Signaling By Underpricing In The IPO Market", **Journal of Financial Economics**, 23(2), 303-324.

Allen, Arthur ve diğerkleri (1997), "Earnings Forecast Errors: Comparative Evidence from the Pacific-Basin Capital Markets", **Pacific-Basin Finance Journal**, (5), 115-129.

- Altan, Mikail ve Hotamış, Tevfik N. (2008), “Türkiye’de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi (2000–2006)”, **Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İİBF Dergisi**, 8(14), 150-185.
- Altun, Tuğba (1993), **İçerden Öğrenenlerin Ticareti: Teori ve Uygulamalar**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Altunışık, Remzi ve diğerleri (2007), **Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri, SPSS Uygulamalı**, 5. Baskı, Sakarya: Sakarya Kitabevi.
- Atiase, Rowland ve diğerleri (2005), “Market Reaction to Multiple Contemporaneous Earnings Signals: Earnings Announcements and Future Earnings Guidance”, *Review of Accounting Studies*, (10), 497–525.
- Bachar J. (1989), “Auditing Quality, Signaling, and Underwriting Contracts”, **Contemporary Accounting Research**, 6(1), 216-241.
- Baginski, Stephen P. ve Hassell, Jhon M. (1990), “The Market Interpretation of Management Earnings Forecasts as a Predictor of Subsequent Financial Analyst Forecast Revision”, **The Accounting Review**, 65(1), 175–190.
- Baginski, Stephen P. ve diğerleri (1993), “The Effects of Management Forecast Precision on Equity Pricing and on the Assessment of Earnings Uncertainty”, **The Accounting Review**, 68(4), 913–927.
- Baginski, Stephen P. ve diğerleri (2002), “The Effect of Legal Environment on Voluntary Disclosure: Evidence from Management Earnings Forecasts Issued in U.S. and Canadian Markets”, **The Accounting Review**, 77(1), 25-50.
- (2004), “Why Do Managers Explain Their Earnings Forecast?”, **Journal of Accounting Research**, 42(1), 1–29.

- Beatty, Randolph P. ve Ritter, Jay R. (1986), "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings", **Journal of Financial Economics**, 15(1-2), 213-232.
- Benveniste, Lawrence M. ve Spindt, Paul A. (1989), "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues", **Journal of Financial Economics**, 24(2), 343-362.
- Berlinger, Robert W. ve Robbins, William B., (1986), "Accounting Developments", **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, 1(4), 347-352.
- Bernard, Victor L. ve Thomas, Jacob K. (1990), "Evidence That Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings", **Journal of Accounting and Economics**, 13(4), 305-340.
- Bettis, Richard A. (1983), "Modern Financial Theory, Corporate Strategy and Public Policy: Three Conundrums", *Academy of Management Journal*, 8(3), 405–415.
- Bilson, Chris ve diğerleri (2003), "The Decision to Voluntarily Provide an IPO Prospectus Earnings Forecast: Theoretical Implication and Empirical Evidence", Working Paper, Australian National University. [http://www.nzfc.ac.nz/archives/2003/pdf/Abstract\\_Bilson\\_Heaney\\_Powell\\_Shi.pdf](http://www.nzfc.ac.nz/archives/2003/pdf/Abstract_Bilson_Heaney_Powell_Shi.pdf) (11.11.2009).
- Boo, El'fred ve Koh, Hian C. (2004), "Are Client-Perceived Audit Firm Reputation and Audit Team Attributes Associated with BigN Audit Fees?", [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=542282](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=542282) (01.11.2009).
- Booth, James R ve, Smith, Richard L. (1986), "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis", **Journal of Financial Economics**, 15(1-2), 261-281.
- Botosan, Christine A. (1997), "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", *The Accounting Review*, 72(3), 323-349.

- Botosan, Christine A. ve Harris, Mary S. (2000), “Motivations for a Change in Disclosure Frequency and its Consequences: An Examination of Voluntary Quarterly Segment Disclosures”, **Journal of Accounting Research**, 38(2), 329–353.
- Brav, Alon ve Gompers, Paul A. (1997), “Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies”, **The Journal of Finance**, 52(5), 1791-1821.
- Brown, Lawrence D. ve diğerleri (1987), “An Information Interpretation of Financial Analyst Superiority in Forecasting Earnings”, **Journal of Accounting Research**, 25(1), 49-67.
- Brown, Philip ve diğerleri (2000), “The Accuracy of Management Dividend Forecasts in Australia”, **Pacific-Basin Finance Journal**, 8(3), 309-331.
- Brown, Stephen ve diğerleri (2005), “Management Forecasts and Litigation Risk”, Working Paper, Emory University, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=709161](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709161) (23.04.2008).
- Bulut, Halil İ. (2008), “Yatırım Bankası İtibarı ve Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı: İMKB Uygulaması”, **İMKB Dergisi**, 10(39), 19-41.
- Bushman, Robert M. ve Smith, Abbie J. (2003), “Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance”, **Economic Policy Review**, 9(1), 65–87.
- Cameron, Alex B. (1986), “A Review of Management’s Earnings Forecasts Research”, **Journal of Accounting Literature**, (15), 57-83.
- Cao, Zhiyan ve Narayanamoorthy, Ganapathi (2005), “The Effect of Litigation Risk on Management Earnings Forecasts, Working Papers, Yale School of Management's Management Research Network, 1-34.



- Capstaff, Jhon ve diğerleri (1995), “The Accuracy and Rationality of Earnings Forecasts by UK Analysts” **Journal of Business Finance and Accounting**, 22(1), 67-85.
- Cazavan-Jeny, Anne ve Jeanjean, Thomas (2007), “Levels of Voluntary Disclosure in IPO Prospectuses: An Empirical Analysis”, **Review of Accounting and Finance**, 6(2), 131-149.
- Chan, Anthony M.Y. ve diğerleri (1996), “Possible Factors of Accuracy of Prospectuses Earnings Forecasts in Hong Kong”, **The International Journal of Accounting**, 31(3), 381-398.
- Chen, Gongmeng ve Firth, Michael (1999), “The Accuracy of Profit Forecasts and Their Roles and Associations with IPO Firm Valuations”, **Journal of International Financial Management and Accounting**, 10(3), 202-226.
- Chen, Gongmeng ve diğerleri (2001), “Earnings Forecast Errors in IPO Prospectuses and Their Associations with Initial Stock Returns”, **Journal of Multinational Financial Management**, 11(2), 225-240.
- Chen, Shuping ve diğerleri (2002), “Voluntary Disclosure of Balance Sheet Information in Quarterly Earnings Announcements”, **Journal of Accounting and Economics**, (33), 229– 251.
- Chen, Shuping (2004), “Why Do Managers Fail to Meet Their Own Forecasts?”, Working Paper, University of Washington. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=490562](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=490562) (14.03.2009).
- Cheng, T.Y. ve Firth, Michael (2000), “An Empirical Analysis of the Bias and Rationality of Profit Forecasts Published in New Issue Prospectuses”, **Journal of Business Finance & Accounting**, 10(3-4), 423-446.
- Chong, Ben, S. ve Ho, Kim W. (2007), “Lockup and Voluntary Earnings Forecast Disclosure in IPOs”, **Financial Management**, 36(3), 63-80.

- Citron, David ve diğ erleri (2009), “Prospectus Forecast Publication and Forecast Errors: The Role of Venture Capitalist Certification”, **Venture Capital**, 11(2), 87-105.
- Clarkson, Peter M. ve diğ erleri (1992), "The Voluntary Inclusion of Earnings Forecasts in IPO Prospectuses", **Contemporary Accounting Research**, 8(2), 601- 626.
- Clarkson, Peter M. ve diğ erleri (1996), “On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 31(1), 69-84.
- Clarkson, Peter M. (2000), “Auditor Quality and the Accuracy of Management Earnings Forecasts”, **Contemporary Accounting Research**, 17(4), 595-622.
- Coller, Maribeth, ve Yohn, Lombardi T. (1997), "Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads", **Journal of Accounting Research**, 35(2), 181-191.
- (1998), “Management Forecasts: What Do We Know?”, **Financial Analysts Journal**, 54(1), 58-62.
- Copeland, Ronald M. ve Marioni, Robert J. (1972), “Executives' Forecasts of Earnings Per Share Versus Forecasts of Naive Models”, **The Journal of Business**, 45(4), 497-512.
- Cormier, Denis ve Martinez, Isabelle (2006), “The Association Between Management Earnings Forecasts, Earnings Management, and Stock Market Valuation: Evidence from French IPOs”, **The International Journal of Accounting**, (41), 209-236.
- Çıkırıkçı, Mustafa (2005), **Finansal Kurumlar ve Piyasalar**, Trabzon: Akademi Kitabevi.
- Dağlı, Hüseyin (2009), **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, 3. Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.

- Daily C.M. ve diğ erleri (2005), “Investment Bankers and IPO Pricing: Does Prospectus Information Matter?”, **Journal of Business Venturing**, (20), 93-111.
- Darrough, M.N. (1993), “Disclosure Policy and Competition: Cournot vs. Bertrand”, **The Accounting Review**, 68(3), 534-561.
- De Angelo, Linda E. (1981), “Auditor Size and Audit Quality”, **Journal of Accounting and Economics**, 3(3), 183-199.
- De Bondt, Werner F.M. ve Thaler, Richard H. (1990), “Do Security Analysts Overreact?”, **American Economic Review**, 80(2), 52-57.
- Dechow, Patricia M. ve diğ erleri (1998), “The Relation Between Earnings and Cash Flows”, **Journal of Accounting and Economics**, 25(2), 133–168.
- Dev, S., Webb, M. (1972), “The Accuracy of Company Profit Forecasts”, **Journal of Business Finance**, 4(3), 26-39.
- Diamond, Douglas W. ve Verrecchia, Robert E. (1991), “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital”, **The Journal of Finance**, 46(4), 1325–1359.
- Dopuch, N., Simunic, D. (1982), “Competition in Auditing: An Assessment”, **Symposium on Auditing Research IV**, 403-450.
- Drobetz, Wolfgang ve diğ erleri (2003), “Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany”, <http://www.wvz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2003/05-03.pdf> (Erişim Tarihi: 01.03.2008).
- Durukan, M. Banu (2002), “The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of Istanbul Stock Exchange”, **Managerial Finance**, 28(2), 18-28.

- Dutta, Sunil ve Gigler, Frank (2002), “The Effect of Earnings Forecasts on Earnings Management”, **Journal of Accounting Research**, 40(3), 631-655.
- Dye, Ronald A. (1985), “Disclosure of Nonproprietary Information”, **Journal of Accounting Research**, 23(1), 123-45.
- Eddy, Albert ve Seifert, Bruce (1992), “An Examination of Hypothesis Concerning Earnings Forecast Errors”, **Quarterly Journal of Business and Economics**, 3(2), 22-37.
- Elliott, R.K. ve Jacobson, P.D. (1994), “Costs and Benefits of Business Information Disclosure”, **Accounting Horizons**, 8(4), 80-96.
- Eroğlu, Cengiz A. (2003), **Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Fama, Eugene F. (1970), “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **Journal of Finance**, 25(2), 383-417.
- Ferries, K.R. ve Hayes, D.C. (1977), “Some Evidence on the Determinants of Profit Forecast Accuracy in the United Kingdom”, **International Journal of Accounting Education and Research**, 12(22), 27-36.
- Fettahoğlu, Abdurrahman ve Okuyan, H. Aydın (2009), “İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, **EconAnadolu 2009: Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi**, 17-19 Haziran, Eskişehir, <http://web.adu.edu.tr/akademi/fbozgen/yayin/Ic%20borclarin%20etkileriVAR%20analizi.pdf> (16.01.2010).
- Field, Laura ve diğerleri (2005), “Does Disclosure Deter or Trigger Litigation?”, **Journal of Accounting and Economics**, (39), 487-507.

- Firth, Michael (1997), "An Analysis of the Stock Market Performance of New Issues in New Zealand", **Pacific-Basin Finance Journal**, 5(1), 63-85.
- (1998), "IPO Earnings Forecasts and Their Role in Signalling Firm Value and Explaining Post-Listing Returns", **Applied Financial Economics**, 8(1), 29-39.
- Firth, Michael ve Smith, Andrew (1992), "The Accuracy of Profits Forecasts in Initial Public Offerings Prospectuses", **Accounting and Business Research**, 22(87), 239-247.
- Firth, Michael A. ve diğerleri (1995), "Accuracy of Earnings Forecasts Contained in IPO Prospectuses", **Accounting and Business Review**, 1(1), 55-83.
- Firth, Michael ve Liao-Tan, Chee K. (1997), "Signalling Models and the Valuation of New Issues: An Examination of IPOs in Singapore", **Pacific-Basin Finance Journal**, 5(5), 511-526.
- Foster, George ve diğerleri (1984), "Earnings Releases, Anomalies and the Behaviour of Security Returns", **Accounting Review**, 59(4), 574-603.
- Francis, Jennifer ve diğerleri (1994), "Shareholder Litigation and Corporate Disclosures", **Journal of Accounting Research**, 32(2), 137-164.
- Frankel, Richard ve diğerleri (1995), "Discretionary Disclosure and External Financing", **The Accounting Review**, 70(1), 135-150.
- Fried, Dov ve Givoly, Dan (1982), "Financial Analysts' Forecasts of Earnings: A Better Surrogate for Market Expectations", **Journal of Accounting and Economics**, 4(2), 85-107.
- Gerard, Xavier ve diğerleri (2003), "Do Venture Capitalists Add Credibility to Prospectus Earnings Forecasts? Evidence from French Initial Public Offerings", Working Paper, Cass Business School.

- Girginer, Nuray ve Cankuş, Bülent (2008), “Tramvay Yolcu Memnuniyetinin Lojistik Regresyon Analiziyle Ölçülmesi: Estram Örneği”, **Yönetim ve Ekonomi**, 15(1), 181-193.
- Gounopoulos, Dimitrios (2004), “Accuracy of Management Earnings Forecasts in IPO Prospectuses: Evidence from Athens Stock Exchange”, <http://ssrn.com/abstract=612225>. (17.09.2009).
- Gökalp, Füsün (2005), “Genel hatları İle Sarbanes Oxley Kanunu ve Türkiye'deki Şirketlere Etkisi”, **Muhasebe-Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi**, 14(14), 107-115.
- Graham, Jhon R. ve diğerleri (2005), “The Economic Implications of Corporate Financial Reporting”, **Journal of Accounting and Economics**, 40(1-3), 3–73.
- Gramlich, Jeffrey D. ve Sorensen, Ole (2004), “Voluntary Management Earnings Forecasts and Discretionary Accruals: Evidence from Danish IPOs”, **European Accounting Review**, 13(2), 235-259.
- Grinblatt, Mark ve Hwang, Chuan, Y. (1989), "Signalling And The Pricing Of New Issues", **Journal of Finance**, 44(2), 393-420.
- Hagerman; R.L. ve Ruland, W. (1979), “The Accuracy of Management Forecasts and Forecasts of Simple Alternative Models”, **Journal of Economics and Business**, 31(3), 172-179.
- Handa, P. ve Linn, S. (1993), “Arbitrage Pricing with Estimation Risk”, **Journal of Financial Economics**, 28(1), 81-100.
- Hann, Jerry C. ve Wild, Jhon J. (1991), “Stock Price Behavior Associated with Managers' Earnings and Revenue Forecasts”, **Journal of Accounting Research**, 29(1), 79-95.

- Hartnett, Neil ve Römcke, Jennifer (2000), “The Predictability of Management Forecast Error: A Study of Australian IPO Disclosures”, **Multinational Finance Journal**, 4(1-2), 101-132.
- Hayn, Carla (1995), “The Information Content of Losses”, **Journal of Accounting and Economics**, 20(2), 125–153.
- Healy, Paul M. ve Palepu, K.G. (1993), “The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices”, **Accounting Horizons**, (7), 1-11.
- Healy, Paul M. ve diğerleri (1999), “Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure”, **Contemporary Accounting Research**, 16(3), 485–520.
- Healy, Paul M. ve Palepu, K. (2001), “A Review of the Empirical Disclosure Literature”, **Journal of Accounting and Economics**, (31), 405–440.
- Hirst, Eric D. ve diğerleri (1999), “The Joint Effect of Management’s Prior Forecast Accuracy and the Form of Its Financial Forecasts on Investor Judgment”, **Journal of Accounting Research**, (37), 101–124.
- Hirst, Eric D. ve diğerleri (2008), “Management Earnings Forecasts: A Review and Framework”, **Accounting Horizons**, 22(3), 315-338.
- Houge, Todd ve diğerleri (2001), “Divergence of Opinion, Uncertainty, and the Quality of Initial Public Offerings”, *Financial Management*, 30(4), 5-23.
- How, Janice C.Y. ve Yeo, Julian J.L. (2001), “The Impact of Forecast Disclosure and Accuracy on Equity Pricing: The IPO Perspective”, **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, 16(4), 401-425.

- Holland, K. M. ve Horton, J.G. (1993), "Initial Public Offerings on The Unlisted Securities Market: The Impact of Professional Advisers", **Accounting and Business Research**, 24(93), 19-34.
- Hughes, Patricia J. (1986), "Signalling By Direct Disclosure Under Asymmetric Information", **Journal of Accounting and Economics**, 8(2), 119-142.
- Hughes, Jhon S. ve Pae, Suil (2004), "Voluntary Disclosure of Precision Information", **Journal of Accounting and Economics**, (37), 261–289.
- Hung, M. (1993), "Hui Interprets Quality and Performance of Newly Listed Companies and Merchant Banker's View on New Stocks See-Saw", **Securities Journal**, 6(3), 4-9.
- Hutton, Amy P. ve diğ erleri (2003), "The Role of Supplementary Statements with Management Earnings Forecasts", **Journal of Accounting Research**, 41(5), 867–890.
- Hutton, Amy P. (2005), "Determinants of Managerial Earnings Guidance Prior to Regulation Fair Disclosure and Bias in Analysts' Earnings Forecasts", **Contemporary Accounting Research**, 22(4), 867–914.
- Hutton, Amy P. ve Stocken, Phillip C. (2007), "Effect of Reputation on the Credibility of Management Forecasts", Working Paper, Boston College and Dartmouth College, <http://ssrn.com/abstract=817108> (26.03.2008).
- [http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia\\_corpfin/princdisclos.pdf](http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_corpfin/princdisclos.pdf) (16.08.2009).
- <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmen> (4.11. 2009).
- <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmen = yes&menuid =12&pid=0&subid=12> (19.01.2010).



- Imhoff, Eugene A. ve Pare, Paul V. (1982), "Analysis and Comparison of Earnings Forecast Agents", **Journal of Accounting Research**, 20(2), 429-439.
- Ismail, Norashikin ve Weetman, Pauline (2007), "Forecast Accuracy in Initial Public Offerings and the Impact of External Constraints Relative to Managerial Choice: A Research Note", **Accounting and Finance**, 47(3), 513-525.
- İhtiyar, Mustafa (2006), **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul: Beta Basım A.Ş.
- Jaggi, Bikki (1997), "Accuracy of Forecast Information Disclosed in the IPO Prospectuses of Hong Kong Companies", **The International Journal of Accounting**, 32(3), 301-319.
- Jaggi, Bikki ve Jain, Rohit (1998), "An Evaluation of Financial Analysts' Earnings Forecasts for Hong Kong Firms", **Journal of International Financial Management and Accounting**, 9(3), 177-200.
- Jaggi, Bikki ve diğerleri (2006), "Earnings Forecast Disclosure Regulation and Earnings Management: Evidence from Taiwan IPO Firms", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 26(3), 275-299.
- Jelic, Ranko ve diğerleri (1998), "The Accuracy of Earnings Forecast in IPO Prospectuses on the Kuala Lumpur Stock Exchange 1984-1995", **Accounting and Business Research**, 29(1), 57-72.
- (2001), "Performance of Malaysian IPOs: Underwriters Reputation and Management Earnings Forecasts", **Pacific Basin Finance Journal**, 9(5), 457-486.
- Jelic, Ranko (2007), "Management Forecasts and IPO Performance" , <http://efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/oxford-2008/jelic.pdf> (14.02.2008)

Jensen, Michael C. ve Meckling, William H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305-360.

Jog, Vijay ve McConomy, Bruce J. (1999), "Voluntary Disclosure of Management Earnings Forecasts in IPOs and the Impact on Underpricing and Post-Issue Return Performance", Carleton University, Working Paper, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=152801](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=152801) (26.03.2008)

----- (2003), "Voluntary Disclosures of Management Earnings Forecasts in IPO Prospectuses", **Journal of Business Finance and Accounting**, 30(1-2), 125-167.

Jovanovic, Boyan (1982), "Truthful Disclosure of Information", **Bell Journal of Economics**, 13(1), 36-44.

Kalaycı, Şeref ve diğerleri (2005), **SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri**, 1. Baskı, Ankara: Asil Yayın Dağıtım A.Ş.

Karababa, Serdar (2001), **Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması**, 1.Baskı, Ankara: Seçkin Yayınları.

Karlı, Muharrem (2003), **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İstanbul: Alfa Yayınları.

Kasznik, Ron, ve Lev, Baruch (1995), To Warn or Not to Warn: Management Disclosures in the Face of an Earnings Surprise, **The Accounting Review**, 70(1), 113-134.

Kasznik, Ron (1999), "On the Association Between Voluntary Disclosure and Earnings Management, **Journal of Accounting Research**, 37(1), 57-81.

- Keasey, Kevin ve McGuiness, Pau (1991), “Prospectus Earning Forecasts and the Pricing of New Issue on the Unlisted Securities Market”, **Accounting and Business Research**, 21(82), 133-145.
- Kılıç, Sami (1997), **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın No: 95, Ankara.
- Kıymaz, Halil (1997), “İMKB’de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması”, **İMKB Dergisi**, (3), 47-73.
- Kim, Jeong-Bon ve diğerleri (1995), “The Role of Financial Variables in the Pricing of Korean Initial Public Offerings”, **Pacific-Basin Finance Journal**, 3(4), 449-464.
- Kim, Moonchul ve Jay R. Ritter (1999), "Valuing IPOs", **Journal of Financial Economics**, 53(3), 409-437.
- King, Ronald ve diğerleri (1990), “Expectations Adjustments Via Timely Management Forecasts: Review, Synthesis, and Suggestions for Future Research”, **Journal of Accounting Literature**, (9), 113–144.
- Klein, R., ve Bawa, V. (1976), “The Effects of Estimation Risk on Optimal Portfolio Choice”, **Journal of Financial Economics**, 3 (2), 215-231.
- Klein, A. (1996), “Can Investors Use the Prospectus to Price Initial Public Offerings”, **Journal of Financial Statement Analysis**, (2), 23-39.
- Küçükkoçaoğlu, Güray (2008), “Underpricing in Turkey: A Comparison of The IPO Methods”, **International Research Journal of Finance and Economics**, (13), 162-182.

Küçüksözen, Cemal (1999), **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın No: 131, Ankara.

Küçüksözen, Cemal ve diğerleri (2006), “İlk Halka Arzlarda (IPO) Yatırımcıların Bilgilendirilmesi: Avrupa Birliğine Geçışı Eşiğinde Gelişme ve Etkileşimler”, <http://www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/ILKHALKA.pdf> (08.12.2007).

Kütükçü, Doğan (2004), **Sermaye Piyasası Hukuku**, 1.Cilt, Ankara: Beta Basım A.Ş.

Kwag, Seung W. ve Small, Kenneth (2007), “The Impact of Regulation Fair Disclosure on Earnings Management and Analyst Forecast Bias”, **Journal of Economics and Finance**, 31(1), 87-98.

Lanen, William N. ve Verrecchia Robert E. (1987), "Operating Decisions and the Disclosure of Management Accounting Information", **Journal of Accounting Research**, 25(3), 165- 189.

Law, Larelle ve Callum, Craig (1999), “A Legal Analysis of Disclosure of Earnings Forecasts in Prospectuses”, Working Paper, University of Queensland, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=368](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=368). (14.11.2008).

Lee, Philip ve diğerleri (1993), “Prospectus Earnings Forecasts: Evidence and Explanations”, **Australian Accounting Review**, 3(5), 21-32.

Lees, Francis (1981), **Public Disclosures of Corporate Earnings Forecasts**, The Conference Board Report, No. 804, New York.

Leland, Hayne E. ve Pyle, David H. (1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure, And Financial Intermediation", **Journal of Finance**, 32(2), 371-387.

Leuz, Christian, ve Verrecchia, Robert E. (2000), “The Economic Consequences of Increased Disclosure”, **Journal of Accounting Research**, (38), 91–124.

- Lev, Baruch, ve Penman, Stephen H. (1990), “Voluntary Forecast Disclosures, Nondisclosure, and Stock Prices”, **Journal of Accounting Research**, 28 (1), 49-76.
- Lev, Baruch (1992), “Information Disclosure Strategy”, **California Management Review** (34), 49-76.
- Libby, Robert ve diğerleri (2006), “Does the Form of Management’s Earnings Guidance Affect Analysts’ Earnings Forecasts?”, **The Accounting Review**, 81(1), 207–225.
- Lobo, Gerald J. ve Zhou, Jian (2001) , “Disclosure Quality and Earnings Management”, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=265550](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=265550) (18.06.2010).
- Lonkani, Ravi ve Firth, Michael (2005), “The Accuracy of IPO Earnings Forecasts in Thailand and their Relationships with Stock Market Valuation”, **Accounting and Business Research**, 35(3), 269-286.
- Loughran, Tim ve Ritter, Jay R. (1995), “The New Issues Puzzle”, **The Journal of Finance**, 50(1), 23-51.
- Mak, Y.T. (1989), “The Determinants of Accuracy of Management Earnings Forecasts: A New Zealand Study”, **International Journal of Accounting**, 24(3), 267-280.
- (1994), “The Voluntary Review of Earnings Forecasts Disclosed in IPO Prospectuses”, **Journal of Accounting and Public Policy**, 13(2), 141-158.
- Matsumoto, Dawn A. (2002), “Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises”, **The Accounting Review**, 77(3), 483–514.
- Mbuthia, E. ve Ward, M. (2003), “The Reliability of Pre-Listing Earnings Forecasts on the JSE”, **Investment Analysts Journal**, (57), 33-40.
- McDonald, J.G. ve Fisher, A.K. (1972), “New Issue Stock Price Behavior”, **The Journal of Finance**, 27(1), 97-102.

- McNally, Graeme M. (1982), "Corporate Financial Reporting in New Zealand: An Analysis of User Preferences, Corporate Characteristics and Disclosure Practices for Discretionary Information", **Accounting and Business Research**, 13(49), 11-20.
- Megginson, William L. ve Weiss, Kathleen A. (1991), "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", **Journal of Finance**, 46(3), 879-903.
- Menon, Krishnagopal ve Williams, David D. (1991), "Auditor Credibility and Initial Public Offerings", **The Accounting Review**, 66(2), 313-332.
- Mensah, Y.M. ve diğ erleri (2003), "The Long-Term Payoff from Increased Corporate Disclosures", **Journal of Accounting and Public Policy**, 22, 107-150.
- Merton, Robert C. (1987), "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", **The Journal of Finance**, 42(3), 483-510.
- Miller, Gregory (2002), "Earnings Performance and Discretionary Disclosure", **Journal of Accounting Research**, 40(1), 173-204.
- Mohamad, S. Ve diğ erleri (1994), "The Accuracy of Earnings Forecasts of Malaysian IPOs", **Capital Markets Review**, 2(2), 46-69.
- Nagar, Venky ve diğ erleri (2003), Discretionary Disclosure and Stock-Based Incentives, **Journal of Accounting and Economics**, 34 (1-3), 283-309.
- Ng, P.P.H. ve diğ erleri (1994), "Auditing Firm Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings in Hong Kong: 1989-1991", **International Journal of Accounting**, 29(3), 220-233.
- Öz bay, Emrah (2004), **Halka Aç ık Bankaların Kamuyu Aydınlatma Yük ümlülüğ ü**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, İstanbul.

- Özden, Özge E. (2005), “The Initial and Long-Run Price Performance of Initial Public Offerings: The Turkish Experience 1990-1997”, <http://www.utdallas.edu/orgs/ssgsa/jssr/fall2005/ozden.pdf> (23.11.2009).
- Palmrose, Zoe-Vonna (1986), “Audit Fees and Auditor Size: Further Evidence”, **Journal of Accounting Research**, 24(1), 97-110.
- Patell, James M. (1976), “Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests”, **Journal of Accounting Research**, 14(2), 246-276.
- Peavy, Jhon W. (1984), “Modern Financial Theory, Corporate Strategy and Public Policy: Another Perspective”, **Academy of Management Review**, 9(1), 152–157.
- Pedwell, Kathryn ve diğerleri (1994), “The Accuracy of Canadian and New Zealand Earnings Forecasts: A Comparison of Voluntary Versus Compulsory Disclosures”, **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, 3(2), 221-236.
- Penman, Stephen H. (1980), “An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts”, **Journal of Accounting Research**, 18(1), 132–160.
- (1983), “The Predictive Content of Earnings Forecasts and Dividends”, **Journal of Finance**, 38(4), 1181-1199.
- Philips, Jhon ve diğerleri (2003), “Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense”, **The Accounting Review**, 78(2), 491–521.
- Poroy, Reha ve diğerleri (1997), **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, İstanbul: Beta Basım A.Ş.
- Pownall, Grace ve Waymire, Gregory (1989), “Voluntary Disclosure Credibility and Securities Prices: Evidence from Management Earnings Forecasts, 1969-73”, **Journal of Accounting Research**, 27(2), 227-245.

- Pownall, Grace ve diğeri (1993), "The Stock Price Effects of Alternative Types of Management Earnings Forecasts", **The Accounting Review**, 68(4), 896–912.
- Ritter, Jay R. (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", **Journal of Finance**, 46(1), 3-27.
- Roe, Mark J. (2003), "Political Determinants of Corporate Governance", Harvard Law School Cambridge, MA 02138, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=472366](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=472366) (14.09.2008).
- Rogers, Jonathan L., ve Stocken, Phillip C. (2005), "Credibility of Management Forecasts", **The Accounting Review**, 80(4), 1233–1260.
- Ruland, William (1978), "The Accuracy of Forecasts by Management and by Financial Analysts", **The Accounting Review**, 53(2), 439-447.
- Ruland, William ve diğeri (1990), "Factors Associated with the Disclosure Manager's Forecasts", **The Accounting Review**, 65(3): 710-721.
- Sayar, Zafer (2003), **Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın No: 146, Ankara.
- Schrand, C., ve Verrechia, R. E. (2004), "Disclosure Choice and Cost of Capital: Evidence from Underpricing in Initial Public Offerings", The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA, Working Paper.
- Schreuder, Hein ve Klaassen, Jan (1984), "Confidential Revenue and Profit Forecasts by Management and Financial Analysts: Evidence from the Netherlands", **Accounting Review**, 59(1), 64-77.
- Sengupta, Partha (1998), "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt", **Accounting Review**, 73 (4), 459-74.



- Shleifer, Andrei, ve Vishny, Robert W. (1989), "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments", **Journal of Financial Economics**, 25(1), 123-139.
- Simunic, Dan A. ve Stein, Michael T. (1987), "**Product Differentiation in Auditing: Auditor Choice in the Market for Unseasoned New Issues**", Monograph Prepared for the Canadian Certified General Accountant Research Foundation.
- Siogule, Georgia (2007), "Earnings Forecasts Disclosed in SEO Prospectuses: Evidence from an Emerging Market", **Journal of Emerging Market Finance**, 6(3), 249-267.
- Skinner, Douglas J. (1994), "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News", **Journal of Accounting Research**, 32(1), 38-60.
- (1997), "Earnings Disclosures and Stockholder Lawsuits", **Journal of Accounting and Economics**, 23(3), 249-282.
- Ström, Niklas (2005), "Initial Public Offerings Disclosure Strategy", [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=665503](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=665503) (17.06.2009).
- (2006), "IPO Pricing - Does Prospectus Disclosure Matter?", **Working paper - Uppsala University**, 1-36.
- Taner, Tuna ve Karasioğlu, Fehmi (1998), "Kamunun Aydınlatılması Açısından Finansal Bilgi Kaynakları ve Bağımsız Denetim Fonksiyonu", **Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 8(1), 133-144.
- Teoh, H. ve diğerleri (1998), "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings", **Journal of Finance**, (53), 1935-74.
- Titman, Sheridan ve Trueman, Brett (1986), "Information Quality and the Valuation of New Issues", **Journal of Accounting and Economics**, 8(2), 159-172.

- Trueman, Brett (1986), "Why Do Managers Voluntarily Release Earnings Forecasts?", **Journal of Accounting and Economics**, 8(1), 53-71.
- Ünlü, Ulaş ve Ersoy, Ersan (2006), "İMKB’de İlk Defa Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları ve Bu Performansın Belirleyicileri", **10. Ulusal Finans Sempozyumu**, Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, İzmir.
- Verrecchia, Robert E. (1983), "Discretionary Disclosure", **Journal of Accounting and Economics**, (5), 179–194.
- (2001), "Essays on Disclosure", **Journal of Accounting and Economics**, 32(1-3), 97–180.
- Wasley, Charles ve Wu, Joanna S. (2006), "Why Do Managers Voluntarily Issue Cash Flow Forecasts?", **Journal of Accounting Research**, 44(2), 389-429.
- Watts, Ross L. (1977), "Corporate Financial Statements: A Product of the Market and Political Process", **Australian Journal of Management**, 2 (1), 53-75.
- Waymire, Gregory (1984), "Additional Evidence on the Information Content of Management Earnings Forecasts", **Journal of Accounting Research**, 22(2), 703-718.
- (1985), "Earnings Volatility and Voluntary Management Forecast Disclosure", **Journal of Accounting Research**, 23(1), 268–295.
- Welch, Ivo (1989), "Seasoned Offerings, Imitation Costs, And The Underpricing Of Initial Public Offerings", **Journal of Finance**, 44(2), 421-450.
- Wiedman, Christine (2000), "Discussion of Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?", **Contemporary Accounting Research**, 17(4), 663–669.

Williams, Patricia A. (1996), "The Relation Between a Prior Earnings Forecast by Management and Analyst Response Toa Current Management Forecast", **The Accounting Review**, 71(1), 103–115.

Yau, Foong S. ve Chun, Loo S. (1999), "Earnings Forecast Accuracy and Bias in Initial Public Offerings in Malaysia", **Singapore Management Review**, 21(2), 89-108.

Yaylaönü, Uğur (2001), **Kamunun Aydınlatılmasında ve Hisse Senedi Değerlemesinde Nakit Akım Tabloları**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara.

## Ek 1: İlk Halka Arz İzahnamelerinde Yer Alan Bir Proforma Gelir Tablosu Örneği

(ABD\$,000)	2003G	2004G	2005G	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T
Net Satışlar	9.390	16.492	16.585	26.440	30.821	37.295	46.370	56.745	61.553	63.718	67.840	72.284	77.338
Satışların Maliyeti	-7.998	-13.268	-13.068	-20.186	-23.738	-28.702	-35.240	-42.371	-45.875	-47.970	-50.792	-54.538	-58.279
Brüt Kar	1.392	3.224	3.517	6.254	7.083	8.593	11.130	14.374	15.678	15.748	17.048	17.746	19.060
Brüt Kar Marjı	15%	20%	21%	24%	23%	23%	24%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Faaliyet Giderleri	-799	-1.564	-2.088	-2.755	-3.219	-3.832	-4.575	-5.480	-5.869	-6.109	-6.515	-6.952	-7.423
Genel Yönetim Giderleri	-540	-784	-942	-1.048	-1.213	-1.405	-1.588	-1.841	-1.946	-2.043	-2.183	-2.334	-2.487
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	-258	-780	-1.146	-1.706	-2.006	-2.427	-2.986	-3.638	-3.923	-4.066	-4.332	-4.618	-4.936
Faaliyet Kar - FYÖK *	594	1.660	1.429	3.499	3.863	4.760	6.555	8.894	9.809	9.639	10.533	10.794	11.637
Faaliyet Kar Marjı	6%	10%	9%	13%	13%	13%	14%	16%	16%	15%	16%	15%	15%
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Giderler	-189	-153	156	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Parasal Kar (Zarar)	272	-291	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	678	1.216	1.585	3.499	3.863	4.760	6.555	8.894	9.809	9.639	10.533	10.794	11.637
Vergi **	-233	-330	-208	-700	-773	-952	-1.311	-1.779	-1.962	-1.928	-2.107	-2.159	-2.327
Net Kar	444	886	1.377	2.799	3.091	3.808	5.244	7.116	7.847	7.712	8.426	8.635	9.310
Net Kar Marjı	5%	5%	8%	11%	10%	10%	11%	13%	13%	12%	12%	12%	12%

G: Gerçekleşen  
T: Tahmini

## Ek 2: İlk Halka Arz İzahnamelerinde Yer Alan Bir Nakit Akım Tahmini Örneği

İndirgenmiş Nakit Akımları (US' mna)*	2005 A	2006 B	2007 B	2008 B	2009 B	2010 B	2011 B	2012 B	2013 B	2014 B	2015 B
Net Satışlar	880	1.126	1.242	1.393	1.541	1.698	1.843	1.991	2.140	2.287	2.441
Brüt Kar	268	355	394	447	504	570	619	671	724	777	832
Brüt Kar Marjı	30,5%	31,5%	31,7%	32,1%	32,7%	33,6%	33,6%	33,7%	33,8%	34,0%	34,1%
Faaliyet Giderleri	184	236	240	256	276	300	323	347	369	392	416
Vergi Öncesi Kar	85	137	172	210	248	290	316	346	377	408	440
(-) Vergi	16	17	30	38	46	56	62	68	75	82	90
(+) Amortisman Giderleri	51	54	55	56	55	53	50	55	60	64	69
(-) İşletme Sermayesindeki Değişim	(15)	16	4	(9)	(9)	(10)	(9)	(10)	(10)	(9)	(10)
(-) Sabit Kıymet Yatırımı	76	134	101	79	64	105	73	89	105	88	72
(-) Azınlık Payı	0,6	2,0	4,4	6,0	7,7	9,4	11,1	12,5	14,0	15,3	16,9
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>58,4</b>	<b>20,7</b>	<b>88,6</b>	<b>151,7</b>	<b>193,6</b>	<b>182,6</b>	<b>229,9</b>	<b>241,2</b>	<b>252,0</b>	<b>296,3</b>	<b>340,5</b>

## **ÖZGEÇMİŞ**

Bünyamin ER 01.08.1982 tarihinde Trabzon ili Of ilçesinde doğdu. İlk, orta ve lise eğitimini Of'ta tamamladı. 1999 yılında Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümüne girdi. 2003 yılında buradan mezun olduktan sonra Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı tezli yüksek lisans programına kayıt yaptırdı ve 2007 yılında yüksek lisansını tamamladı. Aynı yıl doktora eğitimine başlayan ER, evli olup İngilizce bilmektedir.