

**YAŞAR ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANS ANA BİLİM DALI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**BORSA İSTANBUL'DA BEDELSİZ SERMAYE ARTIRIM  
DUYURULARININ HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE  
ETKİLERİ ÜZERİNE BİR ANALİZ**

**BUĞRAHAN GÜRLER**

**TEZ DANIŞMANI: DR. ÖĞR. ÜYESİ MEHMET OĞUZ KARAHAN**

**İZMİR, 2019**

**YÜKSEK LİSANS TEZ JÜRİ ONAY SAYFASI**

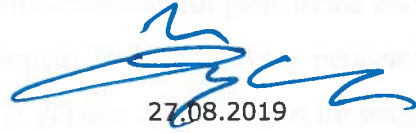
Bu tezi okuduğumu ve görüşüme göre yüksek lisans derecesi için bir tez olarak kapsam ve nitelik açısından tam olarak yeterli olduğunu onaylarım.



27.08.2019

Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Oğuz Karahan

Bu tezi okuduğumu ve görüşüme göre yüksek lisans derecesi için bir tez olarak kapsam ve nitelik açısından tam olarak yeterli olduğunu onaylarım.



27.08.2019

Dr. Öğr. Üyesi Ayşe Özden Birkan

Bu tezi okuduğumu ve görüşüme göre yüksek lisans derecesi için bir tez olarak kapsam ve nitelik açısından tam olarak yeterli olduğunu onaylarım.



27.08.2019

Dr. Öğr. Üyesi Şaban Çelik



Doç.Dr. Çağrı Bulut

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜ MÜDÜRÜ

## ÖZ

# BORSA İSTANBUL'DA BEDELSİZ SERMAYE ARTIRIM DUYURULARININ HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİLERİ ÜZERİNE BİR ANALİZ

Buğrahan Gürler

Yüksek Lisans Tezi

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Oğuz Karahan

2019

Bu çalışmada 2015 – 2017 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin bedelsiz sermaye artırım duyurularının hisse senedi getirilerine etkileri olay çalışması yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Analiz için olay pencereleri, bedelsiz sermaye artırım duyurusunun yapıldığı günden önceki 5 gün ile bedelsiz sermaye artırım duyurusunun yapıldığı günden sonraki 5 gün olarak belirlenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre bedelsiz sermaye artırım duyurusundan sonra istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde anormal getiri elde etmek mümkün değildir. Sadece duyuru gününde istatistiksel olarak anlamlı ortalama anormal getiri gözlenmiştir. Bu gözlem yarı-güçlü piyasa etkinliğiyle tutarlıdır. Bununla birlikte bedelsiz sermaye artırım duyurusunun yapıldığı gün ve sonraki günlerde ortalama kümülatif anormal getiri gözlenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Hisse senedi, sermaye artırım, bedelsiz sermaye artırım, olay çalışması, olay penceresi, Borsa İstanbul

## ABSTRACT

# AN ANALYSIS ON THE EFFECT OF STOCK SPLIT ANNOUNCEMENTS ON STOCK RETURNS IN BORSA İSTANBUL

Buğrahan Gürler

Master Thesis

Advisor: Asst. Prof. Mehmet Oğuz Karahan

2019

In this study, the effects of the announcements of stock splits to stock returns in Borsa İstanbul between 2015-2017 are analyzed using event study methodology. For the analysis, the event window is determined as 5 days before and 5 days after the announcement of the stock splits. The findings of the research suggests that it is not possible to obtain statistically significant abnormal returns after the announcements. Consistent with semi-strong form efficiency, statistically significant abnormal returns are observed only in announcement date. Additionally, statistically significant cumulative abnormal returns are observed on the day of and after the announcement.

**Keywords:** Equity, capital increase, stock split, event study, event window, Borsa İstanbul

## TEŐEKKÖR

Tez alıŐmasının planlanmasında, yazılmasında, yürütülmesinde ve tamamlanmasında ilgi ve desteğini esirgemeyen, engin bilgi birikimi ve tecrübelerinden yararlandığım, çalıŐmamı bilimsel temeller ışığında Őekillendiren, sayın hocam Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Oğuz Karahan'a teŐekkürlerimi sunarım.

Buğrahan Gürler

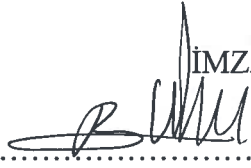
İzmir, 2019



## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunmuş olduğum “BORSA İSTANBUL’DA BEDELSİZ SERMAYE ARTIRIM DUYURULARININ HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİLERİ ÜZERİNE BİR ANALİZ” adlı çalışmanın, araştırma aşamasından tamamlanmasına kadar olan tüm süreçte, tarafımdan bilimsel ahlak, gelenek ve temellere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla doğrularım.

Buğrahan Gürler

İMZA  


10 Eylül 2019

## İÇİNDEKİLER

ÖZ .....	i
ABSTRACT .....	ii
TEŞEKKÜR .....	iii
YEMİN METNİ .....	iv
İÇİNDEKİLER .....	v
TABLO LİSTESİ .....	vii
ŞEKİL LİSTESİ .....	viii
KISALTMALAR LİSTESİ .....	ix
GİRİŞ .....	1
1. BÖLÜM: HİSSE SENEDİ .....	3
1.1. Hisse Senedi Kavramı ve Kapsamı .....	3
1.2. Hisse Senedinin Sağladığı Haklar .....	4
1.3. Hisse Senedi Türleri .....	5
1.4. Hisse Senedinin Halka Arzı .....	6
1.5. Hisse Senetlerinde Değerleme .....	7
1.5.1. Hisse Senedi Değerleme Modelleri .....	8
1.5.2. Hisse Senedinin Değerini Etkileyen Faktörler .....	11
1.5.2.1. Şirket Dışı Faktörler .....	11
1.5.2.2. Şirket İçi Faktörler .....	13
1.6. Hisse Senedinde Getiri .....	14
1.7. Hisse Senedinin Değerine İlişkin Yazın Taraması .....	15

2. BÖLÜM: SERMAYE ARTIRIMI.....	22
2.1. Sermaye.....	22
2.2. Sermaye Sistemleri.....	25
2.2.1. Kayıtlı Sermaye Sistemi.....	25
2.2.2. Esas Sermaye Sistemi .....	25
2.3. Sermaye Artırımı.....	26
2.3.1. Bedelli Sermaye Artırımı .....	27
2.3.2. Bedelsiz Sermaye Artırımı .....	30
2.3.2.1. Bedelli Sermaye Artırımı ile Bedelsiz Sermaye Artırımı Arasındaki Farklar .....	33
2.3.3. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı.....	34
2.3.4. Nominal Değerin Altında Pay İhracı Yoluyla Sermaye Artırımı.....	34
2.4. Finans Teorisine Göre Sermaye Artırımının Etkileri.....	35
2.5. Sermaye Artırımı ile İlgili Yazın Taraması .....	36
3. BÖLÜM: BEDELSİZ SERMAYE ARTIRIMININ HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA.....	42
3.1. Araştırmanın Amacı .....	42
3.2. Verilerin Toplanması .....	42
3.3. Araştırmanın Yöntemi.....	44
3.4. Araştırmanın Hipotezi.....	48
3.5. Bulgular.....	48
SONUÇ .....	52
KAYNAKÇA.....	54



## TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1: Bedelli Sermaye Artırımı ile Bedelsiz Sermaye Artırımı Arasındaki Farklar .....	33
Tablo 3.1: Çalışmada İncelenen Bedelsiz Sermaye Artırımı Duyuruları .....	43
Tablo 3.2: Piyasa Modeline Göre Regresyon Katsayıları .....	46
Tablo 3.3: Olay Penceresi İçinde Ortalama Anormal Getiriler, t İstatistiği Değerleri ve p Değerleri.....	49
Tablo 3.4: Olay Penceresi İçinde Kümülatif Anormal Getiriler, t İstatistiği Değerleri ve p Değerleri.....	51



## ŞEKİL LİSTESİ

- Şekil 3.1: Olay Penceresi İçerisinde Ortalama Anormal Getiriler ..... 50  
Şekil 3.2: Olay Penceresi İçerisinde Kümülatif Anormal Getiriler ..... 51



## KISALTMALAR LİSTESİ

ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
BİST:	Borsa İstanbul AŞ.
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP:	Kamuoyu Aydınlatma Platformu
MKK:	Merkezi Kayıt Kuruluşu
SGK:	Sosyal Güvenlik Kurumu
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
TTK:	Türk Ticaret Kanunu
TÜFE:	Tüketici Fiyat Endeksi

## GİRİŞ

Ulusal ve küresel finansal sistemin en önemli unsurlarından biri hiç şüphesiz sermaye piyasalarıdır. Sermaye piyasalarının en önemli araçlarından biri hisse senetleri ve bunların alınıp satıldığı menkul kıymetler borsalarıdır. Menkul kıymetler borsaları, ekonomiye kaynak sağlayan, sermayenin mülkiyetini daha geniş bir tabana yayan, kısa vadeli tasarrufları uzun vadeli yatırımlara dönüştürmek ve menkul kıymetlerin likiditesini artırmak gibi işlevler üstlenmektedir.

Finansın küreselleşmesi ile birlikte sermaye piyasaları gelişmeye başlamış, sermaye piyasalarının en önemli enstrümanlarından biri olan hisse senedi yatırımları da her geçen gün armaya başlamıştır. Hisse senedinin getirilerini etkileyen faktörler arasında politik, sosyal ve ekonomik faktörler alternatif yatırım araçlarının getirileri, küresel ekonomik gelişmeler gibi birçok faktör sıralanabilir. Bu faktörlerden biri de şirketlerin sermaye artırım duyurularıdır.

Sermaye artırımını, şirketlerin finansman ihtiyaçlarında borçlanmayı mı yoksa kendi öz kaynaklarından mı karşılayacaklarının tercihini ortaya koymaktadır. Ancak bu tercih, sermaye yapısını, sermayenin maliyetini ve şirketin değerini etkileyebilmektedir. Şirketlerin herhangi bir nedenle finansman ihtiyacını karşılamak için öz kaynaklarına başvurması durumunda bunu ya da dış kaynaklardan (bedelli sermaye artırımını) ya da iç kaynaklardan (bedelsiz sermaye artırımını) yararlanmaktadır.

Hisseleri borsa da işlem gören şirketler, sermaye artırım kararı almalarından itibaren bu durumu Kamuoyu Aydınlatma Platformu'na bildirmek durumundadır. Duyurunun yapıldığı günün birkaç gün öncesinde ya da birkaç gün sonrasında işlem hacminde ve fiyatlarda ani dalgalanmalar görülebilmektedir. Hem bedelli hem de bedelsiz sermaye artırımında görülen bu dalgalanmalar anormal getiriler meydana getirmektedir.

Bu çalışmanın amacı bedelsiz sermaye artırım duyurularının hisse senedinin getirileri üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Esasen literatürde sermaye artırım

duyurularının hisse senedinin getirileri üzerindeki etkilerine yer veren çalışmalara sıklıkla rastlanmaktadır. Bu çalışmalarda farklı olay pencereleri belirlenmekte ve farklı yıl aralıkları kullanılmaktadır. Çalışmalarda genellikle belli bir sektör değil borsada işlem gören tüm şirketler dikkate alınmaktadır. Bu çalışmalarda yıl aralıkları fazla tutulabilmekte ve olay penceresi de geniş alınabilmektedir. Ancak yıl aralıklarının uzun tutulması, farklı ekonomik koşulların hüküm sürdüğü dönemlerde sermaye artırım duyurusundan aynı etkiyi beklemek gibi bir yanılısma meydana getirebilmektedir. Bu nedenle bu çalışmada veri setinin güncel olabilmesi için son 3 yıl içerisinde Borsa İstanbul'da işlem gören ve yalnızca bedelsiz sermaye artırımını gerçekleştiren şirketler ele alınmış ve olay penceresi de yalnızca bedelsiz sermaye artırımının etkisini gözlemleyebilmek, oluşması muhtemel diğer faktörlere ait etkileri göz ardı edebilmek için bedelsiz sermaye artırım duyurusundan önceki 5 gün ile bedelsiz sermaye artırım duyurusunun yapıldıktan sonraki 5 gün arasındaki zaman aralığı olarak belirlenmiştir.

Bedelsiz sermaye artırım duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ortaya koymak amacıyla gerçekleştirilen bu çalışma toplam 3 bölüm olarak tasarlanmıştır. Çalışmanın birinci bölümünde hisse senedi kavramı ve kapsamı, sağladığı haklar ve türleri ile hisse senedinin halka arzına değinilmiş, sonrasında ise hisse senedi değerleme modelleri ile hisse senedinin değerini etkileyen faktörlere yer verilmiştir. Ayrıca hisse senedinde getiri ve hisse senedinin değerine ilişkin yazın taramasına yer verilerek bölüm verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde sermaye ve sermaye sistemlerine yer verilmiş, ardından sermaye artırım ve sermaye artırım türlerine değinilmiştir. Finans teorisine göre sermaye artırımının etkilerine değinildikten sonra sermaye artırım ile ilgili yazın taraması sunulmuştur.

Çalışmanın nc ve son bölümünde bedelsiz sermaye artırımının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisine yönelik olarak 2015, 2016 ve 2017 yıllarında bedelsiz sermaye artırım duyurusu yapan toplam 56 şirketin performansları analiz edilmiştir.

## 1. BÖLÜM: HİSSE SENEDİ

### 1.1. Hisse Senedi Kavramı ve Kapsamı

Hisse senedi, herhangi bir şirketin mülkiyet belgesini tanımlamak için kullanılan genel bir terimdir. Bir hisse senedi, bir şirketin küçük bir parçasıdır. Bu hisseler eğer şirket halka açık ise borsada işlem görebilmekte ve alım satımı yapılabilmektedir. Bir şirketin hissesine sahip olmak, hisse senedinin sahibini o şirketin hissedarı yapmaktadır. Bir şirketin hisselerinin sahibi olmak, teorik olarak o şirketin ortağı olmaya ve yine teorik olarak şirketin elde ettiği kardan payına düşen kısmı kullanma hakkına sahip olmaya işaret etmektedir (Başak, 2010).

Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş anonim ortaklıklar ve komandit ortaklıklar tarafından kanunlara uygun olarak çıkarılabilen, sermayenin belli bir oranını temsil eden ve sahiplerine ortaklık sağlayan belgelerdir. Hukuken kıymetli evrak hükmünde olan hisse senetleri, yatırımcılar tarafından gelişmiş sermaye piyasalarında önemli bir yatırım aracı olarak görülmektedir (Ünlü, 2016).

Hisse senedi, yatırım aracı özelliği ile geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmelerde toplamaya, böylece kalkınma için gereken sermaye birikimini oluşturmaya yardımcı olmaktadır. Böylece sermayeyi tabana yayarak daha dengeli bir gelir dağılımı meydana getirmek mümkün olmaktadır. Hisse senedinin sahipleri, şirketin ekonomik kararlarına az da olsa katılım sağlayarak ekonomik hayatta demokrasiyi temsil etmektedir. Enflasyona karşı dayanıklı olan hisse senedi yatırımları, halkın tasarruflarına ek gelir sağlamakta, yatırımcıların yatırımını ve gelirini enflasyona karşı korumaktadır (Akbulak, 2016).

## 1.2. Hisse Senedinin Sağladığı Haklar

Hisse senetlerinin yönetime katılma hakkı, kâr payı ve kar payı avansı alma hakkı, tasfiyeden pay alma hakkı, rüçhan hakkı ve bilgi edinme hakkı olmak üzere sahiplerine sağladığı haklar bulunmaktadır.

**Yönetime Katılma Hakkı:** Sahip olunan hisse senetlerinin her biri için sahibinin en az bir oy hakkı bulunmaktadır. Bu kuralın aleyhine olmamak kaydıyla ana sözleşmede oy hakkı sayısı farklı bir şekilde de belirlenebilmektedir. Hisse senedi sahiplerine sağlanan oy hakkı engellenmemektedir. Ancak kâr payı ayrıcalığı ile oy hakkı bulunmayan hisseler de çıkarılabilmektedir (Karadeniz, Kaplan ve Günay, 2016).

**Kar Payı ve Kar Payı Avansı Alma Hakkı:** Hisse senedinin sahipleri, şirketin elde ettiği net kardan sahip oldukları hisse senedinin oranı kadar kâr payı alma hakkına sahip olmaktadır. Şirketin genel kurulunda kâr payı dağıtım kararının alınması ile birlikte hisse senedi sahiplerine temettü olarak isimlendirilen kâr payı ödemesi gerçekleştirilmektedir. Kâr payı alma hakkı kısıtlanabilmektedir. Ayrıca kâr payı nakit olarak ödenebileceği gibi bedelsiz hisse senedi verilerek de karşılanabilmektedir (Gürel ve Beyazıt, 2017)

**Rüçhan Hakkı:** Hisse senedi sahiplerine tanınan, şirketin sermaye artırımı kararı alması sonucunda bedelini ödemek koşuluyla sermaye artırımında ihraç edilen hisse senetlerini öncelikli satın alma hakkıdır. Artırılan sermaye uyarınca çıkarılan yeni hisse senetlerinden satın alım oranı da hisse senedi sahiplerinin eski payları uyarınca kullanılabilir. Böylece şirketin yöneticilerinin çıkarılan yeni payları kendilerinin satın alarak yönetimi tamamen ele geçirmeleri önlenmiş olur (Yıldız, 2012).

**Tasfiyeden Pay Alma Hakkı:** Hisse senedi sahipleri, şirketin tasfiyesi sonucunda şirketlerin borçları ödendikten sonra kalan tutardan payları oranınca ödeme alma hakkına sahip olmaktadır.

**Bilgi Edinme Hakkı:** Hisse senedi piyasasında işlem yapan yatırımcıların işlem gören şirketlere ilişkin tüm bilgileri şeffaf bir şekilde alabiliyor olması

gereklidir. Bilgi alma hakkı, ana sözleşme marifeti de dahil herhangi bir şekilde kısıtlanamaz. Halka açık şirketlerin şirket faaliyetleri ve mali tablolarındaki herhangi bir şüpheli durum için her türlü bilgi talep etme ve bu bilginin kendisine şeffaf bir şekilde verilmesi hakkı bulunmaktadır (Sakınç, 2018).

### **1.3. Hisse Senedi Türleri**

Hisse senetleri nama yazılı veya hamiline, adi hisse veya imtiyazlı hisse, kurucu veya intifa, bedelli veya bedelsiz olarak incelenebilmektedir.

***Nama Yazılı Hisse Senedi:*** Şirket esas sözleşmesinde aksi hüküm bulunmadıkça tüm hisse senetleri nama yazılmaktadır. Nama yazılı hisse senedinde hisse sahibinin adı, soyadı, ikametgâh adresi ve ödenmiş tutarın belirtilmesi gereklidir. Şirket pay defterine de kaydedilen, bu sayede şirkete ortak sıfatı kazanılan nama yazılı senetler, ancak ve ancak başkasına ciro edilerek devredilebilmektedir (Turanboy, 1996).

***Hamiline Yazılı Hisse Senedi:*** Hamiline yazılı hisse senedi çıkarabilmek için esas sözleşmede buna ilişkin hüküm bulunmalıdır. Hamiline yazılı hisse senedinin mülkiyeti, hisse senedini elinde bulundurana aittir. Bu tip senetler, şirket pay defterine kaydedilmemektedir (Turanboy, 1996).

***Adi Hisse:*** Ana sözleşmede aksi bir durum belirtilmediği durumlarda hisse senetleri eşit haklara sahiptir. Bu tip hisse senetleri adi hisse senedi olarak adlandırılmaktadır. Şirket yöneticilerini seçme, şirketin aktiflerinin satışı ve diğer şirketlerle birleşme gibi kararların alınmasında söz hakkı sağlamaktadır (İpekten, 2006).

***İmtiyazlı Hisse Senedi:*** Şirket ana sözleşmesinde belirtmek kaydıyla sahiplerine kâr payı alma hakkı, tasfiyede pay alma hakkı yanı sıra genel kurulda oy kullanma hakkı gibi imtiyazlar tanınan hisse senetleridir (İpekten, 2006).

***Kurucu Hisse Senedi:*** Ana sözleşme hükümleri uyarınca şirket karının belli bir payını alma hakkına sahip olan, kuruluş esnasında verilen kuruluş hizmeti karşılığında sahip olunan hisse senetleridir. Kurucu hisse senetleri belli bir sermaye



payını temsil etmemekte, şirket yönetimine katılma hakkı da tanımamaktadır (Başak, 2010).

**İntifa Hisse Senedi:** Şirketin kuruluşu esnasında hizmeti bulunanlara, kuruluş ardından genel kurulun alacağı karar ile verilen ve sahiplerine herhangi bir ortaklık hakkı tanımayan hisse senetleridir (Başak, 2010).

**Oy Hakkı Olmayan Hisse Senetleri:** Nama yazılması zorunlu, oy hakkından yoksun, kardan pay alma ve tasfiyeden öncelikli pay alma hakkına ve diğer ortaklık haklarını veren hisse senetleridir.

#### **1.4. Hisse Senedinin Halka Arzı**

Hisse senedinin halka arzı, şirketlerin paylarının çok sayıda ve önceden sayısı bilinmeyen yatırımcılara açık biçimde çağrı ve ilanı ile satışır. Şirketler borsada işlem görmeye başlamaları ardından paylarını teminat gösterme yoluyla kredi çekebilme ve borç senedi ihracı gibi avantajlardan faydalanabilmekte ve böylece ek finansman yaratılabilmektedir. Hisse senedinin halka arzı, halka arz edilen hisselerin piyasada istenilen zamanda, arz ve talebe göre oluşan fiyatlarda, şeffaf bir şekilde alım satımının yapılması ile mevcut ortaklara önemli bir likidite imkânı tanımaktadır (Küçükkoçaoğlu ve Alagöz, 2009). Halka arzın yapılabilmesi için yapılan çağrılar nedeniyle şirketin ürünleri yurtiçinde ve yurtdışında tanınırlığı sağlanmaktadır. Böylece şirketlere yeni pazarlara erişme ve yeni ortaklıklar kurabilme imkânı sağlamaktadır. Şirketlerin kredibilitelerini de artıran halk arz, şirketin küreselleşmesine, yerli ve yabancı yatırımcı bulmasına imkân tanımaktadır (Er, Güneysu, & Ergün, 2017)

Payların halka arz edilebilmesi için ön hazırlık ve başvuru sürecinden geçmek gereklidir. Ön hazırlık sürecinde, SPK tarafından yetkilendirilen bir aracı kuruluş vasıtasıyla piyasa danışmanlığı anlaşması yapılmalıdır. Finansal tablolarını da sermaye piyasası mevzuatının hükümlerine göre hazırlayan şirket bir bağımsız denetimden geçirilmelidir. Halka arz kararının genel kurulda alınması da şarttır. Ön hazırlık aşamasını tamamlayan şirketler, sonraki aşama olarak SPK'ya halka arz başvurusunda bulunmalıdır (Pamukçu ve Öztürk, 2018)

Halka arz edilebilmek için SPK ve Borsa İstanbul'a başvuruda bulunulması, SPK ve Borsa İstanbul uzmanlarının şirketi incelemeleri, Takas ve Saklama Bankası ile MKK'ya müracaat edilmesi, Borsa İstanbul tarafından şirketin işlem göreceği pazarın belirlenmesi, Kurulun izahnameyi onaylaması, payların halka arz edilerek satış sonuçlarının bildirilmesi zorunludur. Tüm bu aşamaların ardından borsa kotuna alınmak ve payların işlem görmesi mümkün hale gelmektedir. SPK'ya göre mevcut payların halka arzı, sermaye artırımını ya da her iki yöntemin birlikte kullanılması şekilde halka arz yapılabilmektedir (Sırma, 2016).

### **1.5. Hisse Senetlerinde Değerleme**

Hisse senedinde değerlendirme, hisse senedinin pazardaki fiyatının gerçeği ne ölçüde yansıttığının bir ölçüsüdür. Hisse senedinin değeri farklı açılardan incelenebilmektedir (Bakkal, Bakkal ve Öztürk, 2012).

**Alternatif Gelir Değeri:** Şirket ortaklarınca oluşturulan sermayenin şirkette sermaye olarak kullanılmayıp başka yatırım araçlarında kullanılması halinde elde edilebilecek getirinin hisse sayısına oranlanması ile elde edilen hisse başına düşen miktardır. Kısaca, hisse senedi başına düşen alternatif gelir miktarıdır.

**Defter Değeri:** Defter değeri, bilançoda yer alan değerdir. Kısaca öz sermayenin tamamının, toplam hisse senedi sayısına bölünerek hesaplanan değeridir.

**Nominal Değer:** Hisse senedinin üzerinde yazan değerdir. Ekonomik olarak değil yasal olarak belirlenen değeri ifade etmektedir. Şirketin kayıtlı sermayesinin belirlenmesinde kullanılır.

**Gerçek Değer:** Hisse senedinin ait olduğu şirketin varlık durumu, karlılığı, sermaye yapısı, kâr payı ve yatırım imkânları gibi değişkenlerin etkilediği değerdir. Piyasada hisse senedine ilişkin tüm bilgiler fiyata yansıdığında oluşacak değerdir.

**İhraç Değeri:** Şirket tarafından çıkarılan hisse senedinin birincil piyasada satışa sunulduğu fiyattır. Hisse senedinin fiyatı, uzman kuruluş tarafından şirketin gelecekte elde edebileceği nakit akışının tahmini ile hesaplanmaktadır.

***İşleyen Teşebbüs Değeri:*** Çalışır durumdaki şirketin bütün olarak devredilmesi ya da satışı durumunda, hesaplanan değerden borçların düşülmesinin ardından kalan değer hisse senedi sayısına bölünmesi ile elde edilen değerdir. Piyasada hisse senedi değerinin üst sınırınıdır.

***Piyasa Değeri:*** Hisse senedinin borsadaki arz talep koşullarında bulunduğu değerdir. Piyasa koşullarında belirlenen değer, hisse senedinin gerçek değerinden yüksek ya da düşük olabilmektedir.

***Tasfiye Değeri:*** Varlıkların nakde dönüştürülmesinin ardından elde edilen değerden borçların düşülmesinin ardından kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesi ile hesaplanan değerdir ve piyasadaki hisse senedi değerinin alt sınırınıdır.

### **1.5.1. Hisse Senedi Değerleme Modelleri**

Hisse senedinin değerlendirme modelleri en basit modellerden karmaşık modellere kadar birçok farklı şekilde oluşturulmuştur. En sık kullanılan modeller ise Piyasa Modeli, Kâr Payı Modeli, Solodofsky – Murphy Modeli, Solomon Modeli, İndirgenmiş Nakit Akım Analizi ve Gordon Büyüme Modelidir.

***Piyasa Modeli:*** Hisse senedi getirisi ya da fiyat / hisse başına net kar oranının bağımlı değişken, hisse senedi getirisini etkileyen faktörlerin ise bağımsız değişken olarak alındığı bir regresyon analizi yapılmasını öneren modeldir. Basit bir regresyon modelinde formül şu şekilde oluşturulmaktadır.

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + \dots + b_nX_n$$

Formülde Y bağımlı değişken olarak hisse senedi getirisini oluştururken  $X_1$ ,  $X_2$ ,  $X_3$ ...  $X_n$  ise hisse senedi getirisini etkileyen faktörleri göstermektedir. Ancak model, geçmiş yılların verilerini kullanması ve dönemler arası değişkenlik olabileceğini dikkate almaması bakımından eleştirilmektedir.

***Kar Payı Modeli:*** Hisse senedinin bugünkü değerinin o hisse senedinin gelecekte sağlayacağı kâr paylarının bugünkü değerlerinin toplamına eşit olacağını varsayan modeldir. Model, yatırımcıların riskten kaçtığı ve temettü ile ilgilendiklerini varsaymaktadır. Modelin formülü şöyledir:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + r_e)^t}$$

$V_0$ : Hissenin değeri

$E(DPS)$ : Beklenen temettü miktarı

$r$ : Iskonto oranı (özsermaye maliyeti)

$t$ : Zaman

**Solodofsky – Murphy Modeli:** Kâr payı modeline benzemekle birlikte, kar payı modelinden hisse senedinin piyasa fiyatındaki büyüme miktarının temettünün büyüme miktarından farklı olabileceğini varsayması bakımından ayrılmaktadır (Özer, 2012). Modelin formülü şöyledir:

$$GD = \left( \sum_{t=1}^T \frac{D_0((1 + g)^t)}{(1 + k)^t} \right) + \left( \frac{P_N}{(1 + k)^N} \right)$$

$GD$ : Hisse senedinin gerçek değeri

$P_N$ : N yıl sonunda hisse senedinin piyasa fiyatı

**Solomon Modeli:** Bir şirketin değerinin mevcut aktifleri ve büyüme fırsatları ile oluştuğunu varsayan modeldir. Mevcut varlıkların değeri, bu varlıkların kazandıracağı gelirlerin bugünkü değeridir. Gelecekteki yatırımların değeri ise gelecekteki yatırımların miktarına ve yatırımların faydalı ömürleri boyunca sağlayacağı karlılığın beklenen karlılığı karşılayıp karşılamadığına bağlıdır (Özer, 2012). Modelin formülü şöyledir:

$$P = \left( \frac{HBK}{k} \right) + \left( \frac{bHBK(r - k)}{(k - br)k} \right)$$

$k$ : İstenen karlılık oranı

r: Yeni yatırım fırsatlarına ayrılacak yeni yatırımların sonsuz süreli olarak sağlayacağı yıllık karlılık

HBK/k: Mevcut varlıkların sağlayacağı karların hisse başına bugünkü değeri

bHBK: başlangıç yılındaki hisse başına yatırım tutarı

br: Hisse başına kazanç

**İndirgenmiş Nakit Akım Analizi:** Bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan değerlendirme yöntemidir. Modelde serbest nakitlerin bugüne indirgenmesi ve mevcut serbest nakdin de eklenmesi ile oluşan değer, piyasa değeri olarak kabul edilmektedir. Serbest nakit akımlarının hesaplanmasında faaliyetten kaynaklanan nakit akımları, varlık alımı ve yatırım faaliyetleri kaynaklı nakit akımı, finansman gideri kaynaklı nakit akımı, net işletme sermayesi değişim, vergi, sermaye kaynaklı nakit akımı ve mevcut net nakitler dikkate alınmaktadır (Bilier & Kulalı, 2014). Model şu şekilde formülize edilmektedir.

$$INA: \left( \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t} \right)$$

$A_t$ : t'inci yıldaki net nakit akımı

n: Nakit akımları tahmininde kullanılan süre

i: iskonto oranı

**Gordon Büyüme Modeli:** Model, öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında sağladıkları karın dağıtılmamış kısmının da hesaba katılmasını öngörmektedir. Modele göre dağıtılmayan kar payları, dönemler itibariyle işletmenin büyümesini sağlayacaktır (Berk, 2017). Modelin formülü şöyledir:

$$D = D_1 / (k-g)$$

$D_1$ : Gelecek yıl beklenen hisse başına yıllık temettü miktarı

k: Yatırımcının iskonto oranı

g: Beklenen temettü büyüme oranı

### **1.5.2. Hisse Senedinin Değerini Etkileyen Faktörler**

Hisse senedinin değerini belirlemeye yönelik birçok model geliştirilmişse de hisse senedinin değerini tam ve doğru bir şekilde belirlemek imkansıza yakındır. Hisse senedinin değerini etkileyen şirket içi ve şirket dışı faktörlerdeki değişikliklerin etkin piyasalarda yatırımcılar tarafından hızlıca fiyata yansıtılıyor olması beklenmektedir.

Hisse senedinin değerini etkileyen faktörler genel itibariyle şirket içi faktörler ve şirket dışı faktörler olarak sınıflandırılabilir. Genel itibariyle şirket dışı faktörler ulusal ve uluslararası düzeyde meydana gelen gelişmeler, küresel piyasaların durumu, makroekonomik göstergeler ve alternatif yatırım araçlarının getirisidir. Şirket içi faktörler ise şirketin finansal yapısı, yönetimi, faaliyet gösterilen sektör, kar dağıtım politikası, sermaye artırım politikası ve mali bilgilerin kalitesi gibi unsurları kapsamaktadır.

#### **1.5.2.1. Şirket Dışı Faktörler**

Küreselleşmenin etkisi ile birlikte dünyanın herhangi bir noktasındaki bir olay ya da gelişme başka ülkeleri de etkilemektedir. Sermaye piyasalarında ise bu etki çok daha fazla görülmektedir. Sermaye piyasalarında sermayenin serbestçe dolaşabilmesi nedeniyle dünyadaki konjonktürel gelişmelerden hisse senetlerinin fiyatlarının etkilenmemesi mümkün değildir (Akel, 2015). Örneğin günümüzde ABD'nin İran'a yönelik yaptırımlar kapsamında İran'ın petrol ihracını engellemek amacıyla yayınladığı yaptırımlar ve İran'dan petrol almak konusunda Türkiye'ye de herhangi bir muafiyet tanınmayacağını açıklaması, Türkiye gibi oldukça kırılgan ekonomiye sahip ülkelerin ekonomisini derinden sarsabilmektedir. Bu sarsıntı da hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyebilmektedir.

Yatırımcıların risk algısı da şirket dışı bir faktör olarak hisse senedi fiyatlarını etkileyebilmektedir. Yatırımcılar, hisse senedinin getirisi ile ilgilenirken bu getiriyi elde edebilmek için üstlenebilecekleri riski de düşünmektedir. Yatırımcıların riski algısı ve riske karşı nasıl hareket edecekleri, ülkeden ülkeye

değişebildiği gibi aynı ülke içerisinde farklı bölgelerde bile değişebilmektedir. Kimi yatırımcılar riski sevip daha fazla gelir elde etmeyi tercih ederken, kimi yatırımcılar ise riskten mümkün olduğunca kaçınarak daha düşük getiriye razı olabilmektedir (Kahyaoğlu, 2010). Yatırımcıların risk algısının yüksekliği yatırım kararlarını etkileyerek yatırım yapmamalarına neden olabilmektedir. Bu da hisse senetlerinin fiyatlarını düşürmektedir.

Şirket dışı bir diğer faktör alternatif yatırım araçlarının getirisidir. Yatırımcıların risk algıları doğrultusunda kimi zaman hisse senedine yatırım yapmak yerine alternatif yatırım araçlarını tercih edebilmektedir. İşte bu alternatif yatırım araçlarından elde edeceği getirinin şirketin hisse senedine yatırım yapması durumunda elde etmeyi umduğu getiriden daha yüksek olması durumunda hisse senedine yatırım yapmayı tercih etmeyecektir. Bu nedenle de alternatif yatırım araçlarından daha fazla getiri elde edilebileceğinin bilinmesi durumunda hisse senedine yatırım yapılmayacağından hisse senedinin fiyatı düşebilmektedir (Bakkal, Bakkal ve Öztürk, 2012).

Dünyadaki piyasaların durumu da hisse senedi fiyatlarını etkileyebilmektedir. Küreselleşme ile sermayenin dünyadaki serbestçe dolaşabilmesi nedeniyle herhangi bir ülkede yaşanacak bir olumsuzluk o ülkeye komşu ülkelerden başlayarak tüm dünyaya yayılabilmektedir. Bu nedenle de dünyanın herhangi bir piyasasındaki oynaklıklar ve değer kayıpları, diğer piyasalarda da aynı etkilere neden olacaktır. Bu da hisse senedinin fiyatlarını etkileyecektir (Sayılğan ve Süslü, 2011).

Para arzı, faiz oranı, enflasyon, sanayi üretimi ve döviz kuru gibi makroekonomik gelişmeler de hisse senedi fiyatlarını etkileyebilmektedir. Özellikle döviz kurunun artış trendinde olduğu bir ekonomide dövizin hisse senedine alternatif bir yatırım aracı olarak görülmesi nedeniyle yatırımlar dövize kayabilmekte ve bu da hisse senedinin fiyatını etkileyebilmektedir. Döviz kuru artışı borçluluğun artışı dolayısıyla karlılığın düşüşü olarak düşünüldüğünde hisse senedi fiyatını düşürücü, buna karşılık yatırımın daha ucuz hale gelmesi nedeniyle hisse senetlerine olan talep artışına paralel olarak hisse senedinin fiyatını yükseltici etki yaratabilmektedir (Güngör ve Kaygın, 2015).

### 1.5.2.2. Şirket İçi Faktörler

Hisse senedinin fiyatını belirleyen şirket dışı faktörler kadar şirket içi faktörler de bulunmaktadır. Şirketin hisse senedini etkileyen faktörler şirketin finansal yapısı, yönetimi, faaliyet gösterilen sektör, kar dağıtım politikası, sermaye artırım politikası ve mali tabloların kalitesi olarak sıralanabilir.

Herhangi bir şirketin hisse senedi fiyatını belirleyen en önemli şirket içi faktör şüphesiz şirketin finansal yapısıdır. Şirketin karlılığı, kaynak ve borç yapısı, borç ödeme kapasitesi gibi göstergeler, yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilmektedir. Şirketin faaliyet gösterdiği sektörün genel durumu şirketin finansal yapısını da etkileyebildiğinden hisse senedi fiyatlarının üzerinde birlikte etki edebilmektedir (Demir, 2001).

Hisse senedinin fiyatlarını etkileyen bir diğer şirket içi faktör de şirket yönetimidir. Şirketin finansal yönetiminin başarısı ve bu başarı sayesinde yönetime duyulan güven yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilmektedir. Şirketin hisse senetlerine olan talebin artmasıyla birlikte hisse senedinin fiyatlarının artması da beklenebilmektedir.

Şirketin faaliyet gösterdiği sektör de hisse senedi fiyatlarını etkileyebilmektedir. Faaliyet gösterilen sektör şirketin gelecekteki nakit akışlarının tahminini sağlaması bakımından önem taşımaktadır. Riskli olarak değerlendirilen bir sektörde faaliyet gösteren firmanın hisse senetleri, gelecekteki nakit akışının daha yavaş olacağı düşüncesiyle daha düşük fiyatlandırılabilir. Buna karşılık faaliyet gösterilen sektörün pazar ve rekabet koşullarının durumu ve şirketin sektördeki konumu finansal yapısını etkileyerek yatırım kararlarını etkileyebilmektedir (Aydemir, Ögel ve Demirtaş, 2012).

Şirketin kâr payı dağıtım politikası faaliyet gösterilen sektöre göre değişiklik göstermekle birlikte hisse senedinin fiyatı üzerine etki edebilmektedir. Hisse senedi sahiplerine kâr payı dağıtan şirketler genel olarak yatırımcılar tarafından daha olumlu karşılandığından hisse senetleri daha fazla talep



görebilmektedir. Bu durum hisse fiyatlarının artmasını sağlamaktadır (Pekkaya, 2012).

Son olarak mali raporların kalitesi de şirketlerin hisse senedi fiyatlarını etkileyebilmektedir. Şirketin mali raporlarının herhangi bir şüpheye mahal vermeyecek ölçüde şeffaf bir şekilde hazırlanması, yatırımcıların bu mali tablolara göre yatırım yapması nedeniyle önem taşımaktadır. Açıklanan bilgilerin kalitesi, yatırımcıların bilgileri daha sağlıklı bir şekilde analiz etmelerini sağlamaktadır. Bu da hisse senedine olan talebi artırarak hisse senedinin fiyatlarının yükselmesine neden olabilmektedir (Kayalıdere, 2013).

### 1.6. Hisse Senedinde Getiri

Hisse senedine yatırım kararları, belli bir getiri elde etme ümidiyle verilmektedir. Yatırımdan elde edilen getiri, herhangi bir dönemdeki hisse senedinin fiyatının dönem başı ve dönem sonu arasındaki farkı ile hisse senedine yapılan kâr payı ödemelerinin toplamıdır. Yatırımcılar ister kâr payı elde etmek isterse de fiyat değişiminden yararlanarak sermaye kazancı elde etmek için olsun, yatırımlarından doyurucu bir getiri elde etmek arzusundadır. Hisse senedinin getirisi ile ilgili temel kavramlar ise aşağıdaki gibidir:

**Basit Getiri:** Bir varlığın t zamanındaki fiyatı ile t-1 zamanındaki fiyatı arasındaki farkın t-1 zamanındaki fiyata oranı ile elde edilen getiridir.  $R_t$  hisse senedinin getirisini;  $P_t$ , t dönemindeki hisse senedinin fiyatını;  $P_{t-1}$  ise t-1 dönemindeki hisse senedinin fiyatını göstermek üzere aşağıdaki gibi formüle edilmektedir:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

**Bileşik Getiri:** Bir hissenin her dönem sonunda satılıp tekrar alınması halinde başlangıçtaki değerinin artış oranını gösteren getiridir.  $BG_n$  “n”inci ay sonundaki bileşik getiriyi, n ise dönem sayısını göstermek üzere şu şekilde formüle edilmektedir:

$$BG_n = (1 + G_1) (1 + G_2) \dots (1+G_n)$$

**Beklenen Getiri:** Bir yatırım kararı, yapılan yatırımdan getiri elde etmek umularak yapılmaktadır. Umulan bu getiri, kişisel istek ve arzulara dayandığından ölçümü zordur. Ancak kabul edilebilir düzeyin üzerinde ve mümkün olan en yüksek miktarda olması istenir. Kabul edilebilir düzey ise şirketin finansal yapısı ve yatırımın riski ile belirlenmektedir. Risk arttıkça beklenen getiri de artmaktadır. Belli bir dönemde elde edilen getiri ile bu getirinin gerçekleşme olasılığının çarpımlarının toplamı, beklenen getiriyi tanımlamaktadır.  $E(r)$ ,  $i$  varlığının beklenen getirisi,  $P_{ij}$  “ $i$ ” varlığının “ $j$ ” gerçekleşme olasılığını ve  $R_{ij}$  ise “ $i$ ” varlığının “ $j$ ” olasılığına ait getirisini temsil etmek üzere aşağıdaki gibi formüle edilmektedir:

$$E(r) = \sum P_{ij} R_{ij}$$

**Anormal Getiri:** Şirketin gerçekleşen getirisiyle beklenen getirisi arasındaki fark anormal getiriyi oluşturmaktadır.

**Kar Payı Getirisi:** Şirketlerin yıl sonunda elde ettiği karın ortaklara dağıtılması sonucunda ortakların elde ettiği gelirdir. Firmanın hissedarlarına periyodik olarak yaptığı nakit dağıtımları olan kar payları, şirketlerin piyasa değerini artıran bir unsur olmaktadır. Bu nedenle de ya nakit ödeme şeklinde ya da mevcut hissedarlara yeni hisse senedi ihracı yoluyla dağıtılmaktadır.

**Sermaye Kazancı:** Basitçe hisse senedinin alış ile satış fiyatı arasındaki farktır. Bir yatırımcının hisse senedi satın aldığı fiyattan daha yüksek fiyata sattığı zaman, alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark sermaye kazancını oluşturmaktadır. Ters olarak satın alınan fiyattan daha düşük bir fiyata satılması durumunda ise sermaye kaybı meydana gelecektir.

## 1.7. Hisse Senedinin Değerine İlişkin Yazın Taraması

Hisse senedinin değerine ilişkin ulusal ve uluslararası literatürde birçok çalışmaya rastlanmaktadır. Çalışmanın bu kısmında hisse senedinin değerine ilişkin önceki araştırmaların bulgularına yer verilecektir.

Hisse senedi fiyatını etkileyen işletme düzeyindeki faktörleri inceleyen bir araştırma Demir (2001) tarafından gerçekleştirilmiştir. Piyasa değeri / defter değeri oranının mali sektörde faaliyetlerini sürdüren işletmeler için en önemli faktör olduğunun ortaya konulduğu çalışmada diğer önemli faktörler hisse başına kar, fiyat / kazanç oranı ve öz sermaye karlılığıdır.

Fiyat kazanç oranının hisse senedi getirilerine etkisini inceleyen bir diğer çalışma Horasan (2009) tarafından gerçekleştirilmiştir. 2000-2006 yıllarının verileri kullanılarak gerçekleştirilen araştırmadan elde edilen bulgular, fiyat/kazanç oranının bir sonraki dönem getirisini anlamlı ve pozitif olarak etkilediğini göstermektedir.

Benzer bir çalışma Nargeleçekenler (2011) tarafından gerçekleştirilmiştir. 2000-2008 yılları arasındaki verileri kullanarak hisse senedi fiyatları ve fiyat / kazanç oranı ilişkisinin incelendiği çalışmadan elde edilen bulgular, metal sektörü hariç incelenen tüm sektörlerde (toplam 24 ayrı sektör) hisse senetleri ile fiyat ve kazanç arasında düşük bir ilişkinin olduğunu göstermektedir.

Hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde finansal oranlarının rolünü inceleyen bir araştırma Aydemir, Ögel ve Demirtaş (2012) tarafından gerçekleştirilmiştir. İmalat sektöründe, 1990-2009 arasında İMKB’de işlem gören 73 şirketin verilerinin incelenmesiyle karlılık ve likidite oranlarının hisse senedi getirileri üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu belirlenmiştir. Bununla beraber faaliyet oranlarının hisse senedi getirisini etkilememektedir.

Finansal oranlar ve hisse senedi getirisi ilişkisini inceleyen bir başka araştırma da Boztosun (2005) tarafından gerçekleştirilmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, etkinliği yüksek şirketlerde ekonomik istikrar dönemlerinde finansal rasyoların hisse senedi getirileri ile pozitif ilişkisi olduğunu göstermektedir.

Kaya ve Öztürk (2015), muhasebe kârı ve hisse senedi fiyatlarını karşılaştırdığı çalışmasında borsada kote tütün ve içki sektöründe yer alan işletmelerin 2000-2013 verilerini değerlendikleri çalışmalarında muhasebe karı ile hisse senedinin eşbütünleşik olduğunu ve aktif karlılığı ve net kar marjının hisse senedi fiyatına doğru tek yönlü, esas faaliyet kârlılığının ise hisse senedi fiyatı ile çift yönlü nedensellik olduğunu göstermektedir.

Yılmaz, Güngör ve Kaya (2006) makroekonomik değişkenler ve hisse senedi fiyatları arasındaki bağlantıyı inceledikleri araştırmalarında faiz, döviz kuru ve dış ticaret dengesi ile İMKB endeksi arasında bir bağlantı ortaya koymamışlardır. Bununla beraber endeks ile TÜFE, faiz oranı ve Sanayi Üretim Endeksi arasında eş bütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir.

Hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasındaki nedensellik ilişkisini inceleyen bir başka araştırma Pekkaya ve Bayramoğlu (2008) tarafından gerçekleştirilmiştir. 1990-2007 dönemindeki İMKB 100 ve S&P 500 endekslerine ait veriler kullanarak döviz kurunun hisse senedi fiyatları ile nedensellik ilişkisinin incelendiği araştırmadan elde edilen bulgular, S&P 500 endeksinin tek yönlü olarak hem döviz kurunu hem de İMKB 100 endeksini etkilediğini göstermektedir.

Elmas ve Esen (2011) hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi Türkiye, Almanya, Fransa, Hollanda, Rusya ve Hindistan olmak üzere toplam 6 ülke özelinde incelemiştir. Araştırmada Türkiye, Hollanda, Fransa ve Almanya'da döviz kurundan piyasa endeksine doğru, Rusya ve Hindistan'da ise piyasa endeksinden döviz kuruna doğru bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Para politikası şokları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi inceleyen bir çalışma ise Kanalcı-Akay ve Nargeleçekenler (2009) tarafından gerçekleştirilmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular daraltıcı para politikası şoklarının (para arzının azaltılmasının) hem kısa hem de uzun dönemde faiz oranını geçici bir şekilde artırdığını, hisse senedi fiyatlarını ise azalttığını göstermektedir.

Güngör ve Kaygın (2015) likidite, karlılık, faaliyet, kaldıraç ve borsa performans oranları gibi mikroekonomik faktörler ve döviz kuru, enflasyon oranı,

para arzı, faiz oranı, GSYİH, altın fiyatları, petrol fiyatları, dış ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksi gibi makroekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, incelenen makro ve mikro değişkenlerin hisse senedi fiyatı üzerinde doğrudan etkili olduğunu göstermektedir. Buna göre hisse senedi fiyatlarını faiz oranı ve enflasyon negatif, para arzı, döviz kuru ve borsa performans oranı ise pozitif etkilemektedir.

Gençtrük (2009), finansal kriz dönemlerinde makroekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemiştir. Hazine bonosu faiz oranı, TÜFE, para arzı, sanayi üretim endeksi, dolar ve altın fiyatlarının kullanıldığı araştırmadan elde edilen bulgular kriz dönemlerinde Tüketici Fiyat Endeksi'nin (TÜFE) artışının hisse senedi fiyatları düşürdüğünü göstermektedir.

Sayılğan ve Süslü (2011) de makroekonomik faktörlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini Türkiye ve gelişmekte olan piyasalar özelinde incelemiştir. 1999-2006 yılları arasındaki veriler kullanarak panel veri analizi aracılığı ile gerçekleştirilen araştırmadan elde edilen bulgular, gelişmekte olan piyasalarda hisse senedi getirilerinin *Standart and Poors 500* endeksi, enflasyon ve döviz kurundan etkilenirken; GSYİH, para arzı ve petrol fiyatlarından etkilenmediğini göstermiştir.

Benzer bir araştırma Aktaş ve Akdağ (2013) tarafından da gerçekleştirilmiştir. Türkiye'de ekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları ile ilişkilerinin incelendiği araştırma, 2008-2012 dönemini kapsayan veriler incelenerek gerçekleştirilmiştir. Elde edilen bulgular, mevduat faiz oranının, tüketici fiyat endeksinin, dolar kurunun, kapasite kullanım oranının ve tüketici güven endeksinin BIST-100 endeksi üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduklarını göstermiştir. Ayrıca kapasite kullanım oranı da BIST 100 endeksi ile karşılıklı etkileşim içerisindedir.

Yapraklı ve Güngör (2007), ülke riskinin hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiştir. İMKB-100 endeksine ait 1986:1-2006:12 verileri incelenerek gerçekleştirilen araştırmadan elde edilen bulgular, ekonomik risk ve politik riskten İMKB 100 endeksine doğru tek yönlü bir nedenselliğin olduğunu göstermektedir.

Buna karşılık finansal risk ile İMKB 100 arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

Topuz (2011) ise hisse senedi fiyatları ile tüketici güven endeksini ilişkilendirmiştir. 2004:1 ile 2009:1 dönemini kapsayan İMKB 100 endeksi verileri incelenmiş ve hisse senedi fiyatlarından tüketici güvenine doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu ortaya konulmuştur.

Akel (2015), Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan ve Türkiye'yi "Kırılgan Beşli" olarak adlandırmış ve bu ülkelerin piyasaları arasında eşbütünleşme analizi gerçekleştirmiştir. Bu beş ülkenin gruplandırılmasının nedeni yüksek enflasyon, zayıf büyüme oranı, dış ticaret açığı ve dolaylı yatırımlara yüksek bağımlılık kaynaklı kendi para birimlerinin USD karşısında değer kaybetmeleridir. Kasım 2000-Aralık 2013 verileri kullanılarak gerçekleştirilen eşbütünleştirme sonucunda beş ülkenin piyasasında kısa ve uzun dönemli bir eşbütünleşme ve nedensellik ilişkisi ortaya konulmuştur.

Yörük ve Ban (2006) ise şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatlarına etkisini İMKB'de işlem gören gıda şirketleri özelinde incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, İMKB'de işlem gören gıda şirketlerinin hisse senetlerine birleşme öncesinde yatırım yapılmasının uzun vadede normalin üzerinde bir getiri sağlamadığını, buna karşılık birleşmeden  $\pm 5$  gün önce ve sonra yapılan yatırımların ise normalin üzerinde bir getiri sağladığını göstermektedir.

Güney ve Ilgın (2018) ise hisse senedi piyasaları ve alternatif yatırım araçları arasındaki nedensellik analizini incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, altın ile BIST 100 ve altın ile döviz kuru arasında tek yönlü, döviz kuru ile BIST 100 arasında ise çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu göstermektedir.

Hisse senedi fiyatlarının tahmini, etkileyen faktörler ve farklı değişkenlerle nedensellik ilişkilerine yönelik araştırmalara uluslararası literatürde de sıklıkla rastlanmaktadır. Örneğin Humpe ve McMillian (2007), 1965-2005 gibi oldukça geniş bir veri seti ile ABD'de hisse senedi fiyatları ile sanayi üretim endeksi ve faiz oranlarının arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, hisse

senedi fiyatı ile sanayi üretim endeksi arasında pozitif yönlü ilişkinin olduğunu, buna karşılık faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin ise negatif olduğunu göstermektedir.

Geetha, Mohidin, Chandran ve Chong (2011), 2000-2009 yılı arasındaki verileri kullanarak ABD, Çin ve Malezya'da hisse senedi getirileri ile enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, hisse senedi getirisi ile enflasyon oranı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir.

Enflasyon ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin tespitine yönelik benzer bir araştırma, Wongbangpo ve Sharma (2002) tarafından, bu kez Güney Asya ülkelerinin borsaları üzerinde gerçekleştirilmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, enflasyon ve döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasında negatif, faiz oranı ile hisse senedi fiyatları arasında ise pozitif ilişki olduğunu göstermektedir.

Sharma ve Mahendru (2010), Hindistan'da enflasyon ve döviz rezervinin hisse senedinin fiyatları ile ilişkisini 2002-2008 verilerini inceleyerek araştırmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgular, hisse senedinin fiyatları ile enflasyon ve döviz rezervinin ilişkili olmadığını göstermektedir.

Gay (2008) ise 1999-2006 aylık verileri ile Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'de hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasındaki incelemiş ve iki değişken arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu ortaya koymuştur.

Kohansal ve diğerleri (2013), İran Menkul Kıymetler Borsası'nın 1992-2010 verilerini inceleyerek gıda işletmelerinin hisse senedi fiyatları üzerinde finansal rasyoların etkisini incelemiştir. Likidite rasyoları, faaliyet rasyoları, karlılık rasyonları ve finansal kaldıraç rasyolarının kullanıldığı araştırmadan elde edilen bulgular, likidite rasyosunun, aktif karlılığının ve özsermaye karlılığının hisse senedi fiyatlarını açıklamada istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin olduğunu göstermektedir.

Cai ve Zhang (2011), kaldıraç oranındaki değişim ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, daha yüksek

kaldıraç oranına ve daha yüksek iflas ihtimaline sahip, daha yoğun finansal kısıtlamalar ile karşı karşıya kalan işletmeler için kaldıraç oranındaki değişimin hisse senedi fiyatı üzerinde negatif etkisi olduğunu göstermektedir.

Chowdhury ve Chowdhury (2010), Bangladeş'te yürüttükleri çalışmada öz sermaye ve borç oranının hisse değerleri üzerindeki etkisini bazı sektörler temelinde incelemiş, elde edilen bulgulara göre işletmenin sermaye yapısı bileşenlerini değiştirerek hisse senetlerinin piyasa değerini arttırabileceğini ortaya koymuşlardır.

Chittedi (2009), Ocak 1998-Ağustos 2009 dönemi arasındaki verileri kullanarak BRIC ülkeleri ile bazı gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasaları arasında eşbütünleşme ve nedensellik ilişkisini araştırmışlar ve elde edilen bulgular, ABD ve Japonya'nın Hint borsasını etkilediğini, Brezilya ve Rusya'nın da Hint piyasasından etkilendiğini ortaya koymuştur.

Su, Chang, Chen ve Chang (2008), Tayvan özelinde hisse senedi fiyatları ile fiyat / kazanç ilişkisini incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, uzun dönemde iki değişkenin ilişkili olduğunu göstermektedir. Ayrıca büyüme oranı yüksek olan şirketlerdeki fiyat/kazanç oranının hisse senedinin fiyatını açıklamakta zayıf kaldığı da araştırmadan elde edilen bulgular arasındadır.



## 2. BÖLÜM: SERMAYE ARTIRIMI

### 2.1. Sermaye

İş dünyasının en temel kavramlarından biri olan sermaye, birden fazla anlama gelmektedir. Her şeyden önce sermaye, toprak ve emekle birlikte üretimin en temel faktörlerinden biridir. İşletmelerin gelir elde etmesinde kullanılacak birikmiş varlıklardır. Sermaye, insanlar tarafından üretilen veya mal ve/veya hizmet üretmek için kullanılan tüm malları içerir. Sermaye, bir üretim tesisi gibi fiziksel varlıkları veya yatırım portföyü gibi finansal varlıkları içerebilir. Ayrıca çalışanların gelir elde edilmesine katkıda bulunan bilgi, beceri ve yetenekleri de insan sermayesi olarak değerlendirilebilmektedir (Apalı, 2018).

Sermaye, bir şirketin bilançosunda bir varlık olarak rapor edilir ve geleneksel olarak bir yıldan kısa sürede nakde dönüştürülebilen kısa vadeli kaynakların aksine uzun vadeli varlığı ifade etmek için kullanılmaktadır. Bununla birlikte finansal varlıklar da sermaye kapsamında değerlendirilmektedir. Fiziksel ve finansal sermaye bilançoda aktifler arasında yer alırken, insan sermayesi bilançoda bulunmamaktadır (Manga, Bal, Algan ve Kandır, 2015).

Her ne kadar para ile sermaye aynı şeymiş gibi düşünülse de aynı şey değildir. Para, gelir elde edilmesini sağlayacak varlıkların satın alınmasını sağlayabilir. Ancak sermaye bundan çok daha geniş bir kavramdır. Sermaye, gelir ve gelir eldesinde kullanılacak işletmenin tüm yönlerini, insan kaynağını, yatırımlarını, patent ve ticari markalarını ve diğer kaynakları da içeren çok geniş bir kavramdır. Para ise şirketin değerini artırmak için kullanılan varlıkların alım satımının tamamlanabilmesi için gereken ve kullanılan şeydir. Dolayısıyla sermaye ve paranın birbirinin aynısı olmadıklarını, farklı kavramlar olduklarını dikkate almak gereklidir (Sakinç, 2018).

Finansal sermaye, servet oluşumunu sağlayan nakit para, kredi ve diğer fon ürünleridir. Bireyler için yatırım yaparken ya da ev satın alırken kullanılan nakit para ya da emeklilik için oluşturulan portföy finansal sermayedir. İşletmeler açısından ise işlerine nasıl yatırım yaptıklarıdır. Daha fazla ekipman, bina ya da malzeme satın almak için finansal sermaye kullanılmaktadır (Mallon, Klinger ve Lanivich, 2015). İşletmeler açısından genellikle iki tip finansal sermaye bulunmaktadır. Bunlar; borçlanma ve özkaynaktır. *Borçlanma*, gelecekte ödenmesi gereken finansal yükümlülüklerdir. Borçlanmanın maliyeti olan kendine bağlı bir faiz gideri söz konusudur. Borç olarak alınan nakit, daha sonra bir varlık satın alınmasında ya da şirketin faaliyetlerinin finansesinde kullanılabilir. *Özkaynak* ise işletmelerin kendilerinin sahip olduğu sahiplik hisseleridir ve borçtan farklı olarak geri ödenmesine gerek yoktur. Dolayısıyla faiz gideri de söz konusu değildir. Özkaynaklar işletmeyi finanse etmek ve yeni varlıkları satın almak ve gelir elde etmek için kullanılmaktadır (Moroğlu, 2018).

Görüldüğü üzere sermayenin birden fazla anlamı vardır. Ancak bu çalışmada, çalışmanın amacı bağlamında sermaye kavramı şirketler hukuku açısından ele alınacaktır. Sermaye, hisse senetlerinin ortak veya imtiyazlı hisselerinin karşılığı karşılığında bir şirketin biriktirdiği tüm fonlardan oluşur. Bir şirketin sahip olduğu sermaye veya özkaynak finansmanının miktarı zaman içinde değişebilir. Daha fazla özsermayeyi artırmak isteyen bir şirket, ek hisse ihracı ve satışı yapma yetkisini alabilir ve böylece sermaye artırımını yapabilir.

Sermaye şirketlerinin ana sözleşmelerinde mutlaka sermayeye ilişkin bir madde bulunmak durumundadır. Bu maddede sermayenin tutarı, bu tutarı kimin taahhüt ettiği, kaç pay olduğu ve payların değeri detaylı bir şekilde yazılmaktadır. Şirkette sermayesi olan herkes hissedardır ve şirket hissedarları gerçek ya da tüzel kişi olabilmektedir. Hissedarlar, yönetim kurulunda görev almamak şartıyla kendi şirketlerinde çalışan görülebilmektedir. Hissedarlar, vergi ve amme alacaklarından yatırdıkları sermaye oranı kadar sorumludur. Bununla birlikte şirketin iflas etmesi halinde sermaye olarak koydukları anaparayı kaybederler. Yeni TTK uyarınca limitet ve anonim şirketler tek ortaklı olarak kurulabilmektedir (Karasu, 2013).

Sermaye A, B, C, ... gibi gruplara bölünebilmektedir. Bu gruplandırmalar, yönetim kurulunun seçimi, karar almadaki oy oranının belirlenmesi, hisselerin devir şartı gibi konulara göre yapılabilmektedir. Anonim şirketlerin kuruluşu esnasında sermayenin dörtte birinin ödenme zorunluğunun aksine limitet şirketlerde bu zorunluluk bulunmamaktadır. Ayrıca limitet şirketler için hisse birim değeri 25 TL'den az olamazken, anonim şirketler için bu değer 1 kuruşa kadar düşebilmektedir.

Sermaye, şirketin kuruluşu esnasında nakit ya da gayrimenkul olarak taahhüt edilmek durumundadır. Anonim şirketler için kuruluş esnasında nakit sermayenin dörtte birinin ödenmesi zorunluğunun yanında, kalan dörtte üçlük tutarın da 24 ay içerisinde ödenmesi gerekmektedir. Taahhüt edilen sermayenin 24 içerisinde ödenmesi gerekmele birlikte, 24 ay içerisinde kalan tutarın ödenmemesi durumunda herhangi bir yaptırım da söz konusu değildir. Ancak sermaye artışından ya da hisse senedinin basılmasından önce ödenmemiş kısmın kapatılması ve şirket hesabına ödenmesi gereklidir. Ödemeler için hissedarlar kendi hesaplarından şirket hesabına ilgili tutarı göndermelidir. İşlem açıklamasında ise adı soyadı ve "sermaye ödemesi" ibaresi eklenmelidir (Arslan, 2017).

Anonim şirketler için minimum sermaye tutarı genel olarak 50 bin TL, limitet şirketlerde 10 bin TL olmakla birlikte, özel kanunlarla farklı faaliyet kolları için farklı tutarlar da belirlenebilmektedir. Örneğin bir yabancıyı çalıştırabilmek için anonim şirketlerinin sermayesinin asgari 100 bin TL olması gerekirken, banka kurabilmek için bu tutar 30 milyon TL'dir (Çalal, 2016).

Sermaye tescil ettirilinceye kadar nakit olarak ödenmesi gereken tutar bankada bloke edilmektedir. Sermaye tescil edildikten sonra ise tescile ilişkin evrakların bankaya ibrazı ile birlikte bu bloke kalkmaktadır. Blokaj kalktıktan sonra sermaye şirket işlemleri için istenildiği gibi kullanılabilir (Kılıç, Alp ve Delikanlı, 2014).

Sermaye ile bir şirketin bilançoda rapor ettiği tutar sadece başlangıçta hissedarlar tarafından ödenen toplam tutarı ifade eder. Bu hissedarlar daha sonra

ikincil pazardaki paylarını satarlarsa, ilk ve sonraki satış fiyatları arasındaki herhangi bir fark şirketin sermayesini etkilemez.

## **2.2. Sermaye Sistemleri**

### **2.2.1. Kayıtlı Sermaye Sistemi**

Kayıtlı sermaye, bir şirketin ana sözleşmesinde belirtildiği şekilde çıkarabileceği hisse senedi sayısıdır. Kayıtlı sermaye, çoğu zaman yönetim tarafından şirketin hızlı bir şekilde sermaye artırması gerektiğinde ek hisse senedi ihracına yer açmak için tamamen kullanılmamaktadır. Kayıtlı sermaye, hissedarların onayı ile değiştirilebilmektedir. Kayıtlı sermaye sistemine geçiş Bakanlık iznine tabidir. Kayıtlı sermaye sistemine geçiş için başlangıç sermayesinin tamamının tescilden önce ödenmesi şart değildir. Dörtte birinin ödenmesi yeterlidir (Gündoğdu, 2015).

Kayıtlı sermaye, çıkarılmış sermaye, ödenmiş sermaye ve ödenmemiş sermaye olmak üzere üçe ayrılır. *Çıkarılmış sermaye*, fiilen ihraç edilen hisse senetlerinin nominal değeridir. *Ödenmiş sermaye* hisse karşılığında hissedarlardan alınan paradır. *Ödenmemiş sermaye* ise işletmeye tahsis edilen ya da ortaklar tarafından taahhüt edilen sermayenin henüz ödenmemiş kısmıdır. Kayıtlı sermaye aracı, şirket müdürlerinin hissedarlar arasındaki kontrol dengesini değiştirebilecek yeni hisselerin çıkarılmasını kontrol etmek ya da sınırlamak amacıyla kullanılmaktadır. Çünkü bu şekilde bir hisse ihracı, yeni hissedarlara kâr payı dağıtımının dengesini de bozabilir. (Akkale, 2013).

### **2.2.2. Esas Sermaye Sistemi**

Esas sermaye, bir iş için ayrılan paranın ya da para ile ölçülebilecek değerlerin toplamıdır. Kavram olarak çok sık kullanılmasına rağmen TTK'da tanımı yoktur. Bununla birlikte esas sermayeyi anonim şirketin pay sahiplerinin getirmeyi taahhüt ettikleri malvarlığı değerlerinin toplamı olarak tanımlamak mümkündür (İpekel, 2013). Faaliyet konusu özel kanunlarla belirlenen şirketler için istisnalar olmakla birlikte, en az sermaye tutarı TTK'ye göre anonim şirketler için

50 bin TL değerindedir. Kayıtlı sermaye sistemine tabi olan şirketler için ise bu tutar 100 bin TL'dir.

Esas sermaye, şirketin malvarlığından farklıdır. Malvarlığı, şirketin mülkiyetinde olan haklar, alacaklar, borç ve iç kaynakları ifade etmektedir. Esas sermaye ise şirketin kuruluşu esnasında tamamı ödenmese dahi, tamamının taahhüt edilmesi mutlaka zorunlu olan sabit bir rakamı ifade etmektedir. Esas sermayeli sistemde hiçbir tavan sermaye değeri bulunmamaktadır. Sisteme göre sermaye bir kez oluşturulmaktadır. Esas sermaye sistemi ile yönetilen bir şirkette *sermaye* yerine *ödenmiş sermaye* kavramını kullanmak daha doğrudur (Akkale, 2013).

### **2.3. Sermaye Artırımı**

Şirketlerin hisseler bölünmüş sermayesinin öncelik mevcut hissedarlarda olmak üzere yeni hisseler çıkarılarak artırılmasına sermaye artırımı denilmektedir. Alternatif olarak başkaca bir şirketlerin hisselerle değiş tokuş yapılarak ya da mevcut hisselerinin değeri artırılarak da sermaye artırılabilir. Sermaye artırımı ile yeni yatırımcılar hissedar olma şansına sahip olmaktadır (Topçu ve Demirkol, 2015).

Sermaye artırımı işlemi hissedarlar tarafından onaylanmalıdır. Sermaye artırıldığında, satın alınan yeni stokların toplam değerinin belirli bir yüzdesi ise şirket tarafından önceden ödenmelidir. Sermaye artırımı parasal ya da parasal olmayan katkı veya rezervlerin kullanılması şeklinde yapılabilir. Hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın, herhangi bir sermaye artırımında hissedarların haklarını dikkate almak önemlidir. Bu, mevcut hissedarların imtiyazlı haklara sahip olacağı, diğer bir deyişle şirkette daha önce sermayesi olmayan yatırımcılardan daha fazla sermaye satın alacakları anlamına gelmektedir. Sermaye artırımı ile sermaye stokunda artış olabilir.

Sermaye stoku, hissedarlar tarafından ödenmeyen veya elde tutulan hisse sayısıdır. Bir şirketin çıkardığı sermaye stoku miktarı, genellikle başlangıçta bir şirketin kurulması için gerekli yasal belge olan şirket sözleşmesinde belirtilir. Bununla birlikte, bir şirket genel olarak ihraç etmek için izin verdiği stok miktarını

yönetim kurulu tarafından onaylanması halinde artırma hakkına sahiptir. Ayrıca, satış için daha fazla hisse ihracı yapma hakkı ile birlikte, bir şirketin mevcut hissedarlardan hisse senedi alma hakkı vardır (Manavgat, 2015).

Sermaye stoku, halka açık bir şirketin düzenleme yetkisine sahip olduğu hem imtiyazlı hem de genel hisselerinin toplam miktarıdır. Adi hisse senetleri ile imtiyazlı hisse senetleri arasındaki fark, bir şirketin iflas etmesi durumunda, imtiyazlı hisse sahiplerinin adi hisse sahiplerinden önce varlıklardan paylarını almalarıdır. Yatırımcılar genellikle adi hisseleri satın almaktadır. Şirketler nadiren imtiyazlı hisselerin satışını gerçekleştirir.

Bir şirketin bilançosunda gösterilen sermaye stokundaki toplam artış, hissedarlar için, yatırımcıların mevcut hisselerinin değerini azaltan ek hisse senedinin ihracı temsil etmesi nedeniyle genellikle kötü bir haberdir. Şirketin kazancı, şirketin hisse başına kazancının belirlenmesi esnasında daha fazla sayıda hisseye bölüldüğü için hisse başına kazanç düşecektir (Küçüksille ve Mizrahi, 2015). Bir şirket sürekli olarak ek hisse senedi teklifleri başlatırsa, yatırımcılar ve analistler bu durumda temkinli davranacaktır. Çünkü bu durum, şirketin mevcut gelirleriyle finansal ödeme konusunda zorluk çekmekte olduğunu ve sürekli ek finansman ihtiyacı olduğunu göstermektedir.

Bununla birlikte, ilave sermaye stoku, yatırımcılara sermaye kazançları, yüksek temettü ödemeleri veya her ikisi ile özkaynak kârlılığı artışı şeklinde yarar sağlayabilir.

### **2.3.1. Bedelli Sermaye Artırımı**

Bedelli sermaye artırımı, şirketin herhangi bir sebeple ortaya çıkan nakit ihtiyaçlarını içeriden değil dışarıdan temin edebilmek için pay senedi dağıtarak sermayeyi arttırması işlemidir. Bedelli sermaye artırımında mevcut pay sahipleri, sahip oldukları payları oranında ve nakit karşılığında yeni çıkartılan hisseleri satın alma opsiyonuna (rüçhan hakkına) sahip olmaktadır. Bedelli sermaye ile şirketin hem ödenmiş sermayesi hem de özsermayesi artış göstermektedir (Küçüksille ve Mizrahi, 2015).

Bu tür sermaye artırımında pay sahibi olan ya da olmayan kimseler tarafından ortaklığa dışarıdan yeni mal varlığı getirilmektedir. Bu sayede şirketin ana sözleşmesinde yer alan esas sermaye rakamıyla birlikte ortaklığın mal varlığı da aynı ölçüde artmaktadır. Bu tip bir sermaye artırımında ya yeni paylar ve pay senetleri çıkarılarak sermaye artırımında bulunmaktadır ya da mevcut payların itibari değerleri yükseltilmektedir (Moroğlu, 2018).

Şirketlerin bedelli sermaye artırımını yapmalarına neden olan başlıca iki neden bulunmaktadır. Şirketin artan faaliyet hacmi nedeniyle sermaye ihtiyacının da artış göstermesi, bedelli sermaye artırımının en temel sebebidir. Diğer sebep ise yeni yatırımlar nedeniyle fon ihtiyacının artması ve bu artan fon ihtiyacının sermaye artırımını şeklinde teminine çalışılmasıdır. Bedelli sermaye artırımını, şirkete sağladığı ek finansman kaynağını genellikle var olan ortaklardan elde etmektedir. Ancak bazı durumlarda ortakların rüçhan hakkı kısıtlanabilmekte, yeni ortaklar bu haklardan primli olarak yararlanabilmekte, böylece şirkete yeni ortaklar yatırım yapabilmektedir (Topçu ve Demirkol, 2015).

Bedelli sermaye artırımını yapabilmek için Türk Ticaret Kanunu'na göre payların nakdi bedellerinin tamamen ödenmesi gereklidir. Payların nakdi bedellerinin tamamı ödenmemesi durumunda sermaye artırımını yapılamamaktadır. Bununla birlikte sermayeye göre önemli sayılmayacak tutarın ödenmemiş olması sermaye artırımına engel değildir. Dolayısıyla sermaye piyasası mevzuatında yer alan “tam ve nakden ödeme ilkesi” doğrultusunda ortakların bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan sermaye koyma borçlarını nakit olarak yerine getirmesi zorunludur (Çelik, 2011).

Payların halka arz edilmeden satışı da düzenlemeler uyarınca halka açık ortaklıkların gerçekleştireceği bedelli sermaye artırımlarında halka arz edilmeden gerçekleştirilecek pay satışları tahsisli satış ya da nitelikli yatırımcıya satış olarak iki farklı türde gerçekleştirilmektedir.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> 28 Haziran 2013 Tarih ve 28691 Sayılı Resmi yayımlanan Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliğine göre.

**Tahsisli Satış:** Sermaye artırımlarında artırılan sermayeyi temsil eden hisse senediyle mevcut hisselerin hissedarları tarafından halka arz edilmeksizin doğrudan dışarıdaki kişilere ya da kayıt öncesi belirlenen yurtiçi yerleşik kişilere tahsisli olarak satılmasıdır.

**Nitelikli Yatırımcıya Satış:** Nitelikli yatırımcı, talebe dayalı olarak alım satım yapan profesyonel müşterilerdir. 28 Haziran 2013 Tarih ve 28691 Sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan tebliğe göre bu satışlar, çağrıda bulunma ya da nitelikli yatırımcıların önceden belirlenmesi yolları ile gerçekleştirilebilmektedir. Bu tip satışta yatırımcı sayısı kısıtlaması yoktur. Nitelikli yatırımcı statüsünü kazanmak için Merkezi Kaydi Sistem’de (MKS) kayıt altına alınmak zorunluluğu bulunmaktadır. Tekil hesaplarda bu kayıt yeterlidir. Ancak müşterek hesapların nitelikli kabul edilebilmesi için tüm müşterilerin nitelikli müşteri olması gereklidir. Nitelikli yatırımcı özelliğinin kaybı halinde bu durum yatırımcı tarafından Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) üyesi yatırım kuruluşuna bildirilmelidir. Bildirimin ardından statü değişikliğinde sorumluluk ise MKK üyesi kuruluşa aittir.

Bedelli sermaye artırımının nasıl yapıldığına ilişkin aşağıda bir örnek yer almaktadır:

ABC firmasının ödenmiş sermayesi 5 milyon TL, özsermayesi 10 milyon TL, 25 milyon TL de piyasa değeri olduğunu varsayalım. Buradan ABC Firmasının hisse fiyatının  $25 \text{ Milyon TL} / 5 \text{ Milyon TL} = 5 \text{ TL}$  olduğunu hesaplamak mümkündür. ABC Firmasının hisse başına 2,5 TL’den %50 oranında bedelli sermaye artırımını yapmak istediğini düşünürsek, şirketin ödenmiş sermayesi 5 Milyon TL’den 7,5 Milyon TL’ye, özsermayesi ise 10 Milyon TL’den  $10 + (2,5 \text{ TL} \times 2,5 \text{ Milyon TL}) = 16,25 \text{ Milyon TL}$ ’ye yükselecektir. Şirketin bedelli sermaye artırımını esnasında temettü dağıtmadığını ve bedelsiz artırımını yapmadığını varsayarsak (ilgili değerlerin 0 olduğu kabul edilerek) şu formülle yeni fiyat hesaplanmaktadır:



$$\text{Yeni Fiyat} = \frac{(\text{Eski Fiyat} + (\text{Rüçhan Hakkı Fiyatı} \times \text{Bedelli Oranı}) - \text{Temettü})}{1 + \text{Bedelli Oranı} + \text{Bedelsiz Oranı}}$$

Bu durumda yeni fiyat;

$$\text{Yeni Fiyat} = \frac{(5 + (2,5 \text{ TL} \times 0,50) - 0)}{1 + 0,5 + 0} = 4,16 \text{ TL}$$

Görüldüğü üzere %50 bedelli sermaye artırımı yapılması durumunda şirketin ödenmiş sermayesi 5 Milyon TL'den 7,5 Milyon TL'ye yükselmektedir. Buna karşılık hisse senedi fiyatı ise 5 TL'den 4,16 TL'ye inmektedir. Ancak şirketin piyasa değeri (7,5 Milyon adet x 4,16 = 31,25 Milyon TL'ye yükselmektedir. Özetle şirketin piyasa değerindeki artış miktarı (31,25 Milyon TL – 25 Milyon TL = 6,25 Milyon TL), şirketin %50 bedelli sermaye artırımından sağladığı nakit girişine (6,25 Milyon TL) eşit olmaktadır.

### **2.3.2. Bedelsiz Sermaye Artırımı**

Bedelsiz sermaye artırımı, şirketlerin iç kaynaklarını kullanarak yaptığı, dolayısıyla ortaklarından ilave kaynak talep etmeksizin bedelsiz olarak hisse senedi dağıttığı sermaye artırım türüdür (Küçüksille ve Mizrahi, 2015).

Bedelsiz sermaye artırımı şirketlere ek bir finansman kaynağı sağlamaz. Diğer bir neden de şirketlerin enflasyon karşısında eriyen sermayesini güncellemektir. Bununla birlikte bedelsiz sermaye artırımının belli başlı nedenleri vardır. Bunların en temeli ise hisse senedinin likiditesini artırabilmektir (Kaderli ve Başkaya, 2017).

Hisselerin değerinin belli bir seviyenin üzerine çıkması durumunda piyasada alım satımı zorlaşabilir. Hisse senedinin fiyatı yatırımcılar için fazla bulunabilir. Böyle bir durumda hisse senedinin alım-satımı yavaşlayabilir hatta durabilir. Şirketler için borsada hisselerinin hızlı bir şekilde el değiştirilebilir olması önemlidir. Dolayısıyla bedelsiz sermaye artırımı hisse senedinin fiyatlarını

düşürmek için yapılmaktadır. Ancak strateji olarak hisse senedinin alım-satımının yapılmasını istemeyen, hisse senedinin fiyatının artmasını isteyen şirketler de bulunmaktadır (Erol ve Aytekin, 2018).

Bununla birlikte bedelsiz sermaye artırımını ile “bölünen” hisselerin fiyatları, bölünme haberi duyulduğunda artmaktadır. Çünkü ellerinde daha fazla sayıda hisse senedi olacağı düşüncesiyle hisse senedi alımları artmaktadır. Dolayısıyla bölünme öncesinde hisse senedinin değeri artabilmektedir.

Bedelsiz sermaye artırımında şirketin mevcut pay sahiplerine, payları oranında yeni paylar karşılıksız olarak dağıtılmaktadır. Bu işlem sonucunda şirketin ödenmiş sermayesi artmaktadır ancak özsermayesi değişmemektedir. Ayrıca bedelsiz sermaye artışı işlemi sonucunda piyasa değerinde de değişimin ortaya çıkmaması beklenmektedir (Küçüksille ve Mizrahi, 2015).

Bedelsiz sermaye artırımında iç kaynakların sermayeye eklenmesi durumu söz konusudur. İç kaynakların sermayeye eklenebilmesi için ise SPK’ya başvurulmaktadır. İç kaynakların sermayeye eklenmesinde mevzuat açısından sakınca bulunmamakla birlikte, iç kaynakların kanuni defter ve kayıtlarda da karşılığının bulunması zorunludur.

. Varlıkların gerçeğe uygun değere taşınmasıyla Özkaynaklar altında rapor edilen değer artış fonları, ara dönem karları, ilgili mevzuat gereği sermayeye eklenmesine izin verilmeyen fonlar ve yedek akçeler sermayeye eklenememektedir. Ayrıca eğer geçmiş yıl zararları varsa önce zarar kapatılmalıdır. Zarar kapatıldıktan sonra iç kaynaklardan sermaye artırımını yapılabilmektedir.

Bedelsiz sermaye artışı sonrası hisse senedinin fiyatının hesaplanmasında aşağıdaki formülden faydalanılmaktadır.

$$\text{Yeni Fiyat} = \frac{\text{Eski Fiyat}}{1 + \text{Bedelsiz Oranı}}$$

Bedelsiz sermaye artırımına ilişkin bir örnek aşağıda yer almaktadır.

Özsermaye kalemlerini kullanarak ödenmiş sermayesini 5 milyon TL artırmak isteyen ABC Şirketinin 5 milyon adet yeni hisse senedi dağıtması gerekmektedir. ABC Şirketinin %150 oranında bedelsiz sermaye artırımına karar verdiğini düşünelim. ABC şirketinin hisse senedinin borsada 5 TL'den işlem gördüğünü ve ödenmiş sermayesinin 10 milyon TL olduğunu varsayalım. Bu durumda bedelsiz sermaye artışından sonra ödenmiş sermayeye 15 milyon adet yeni hisse senedi eklenecek ve ödenmiş sermaye de 25 milyon TL'ye yükselecektir. Bu koşullar altında hisse senedinin fiyatı şu şekilde hesaplanacaktır.

$$\text{Yeni Fiyat} = \frac{5 \text{ TL}}{1 + 1,50} = 2 \text{ TL}$$

Yatırımcılar arasında bölünme olarak bilinen bu işlem sonucunda bedelsiz sermaye artırım oranı kadar yeni hisse senedi çıkarıldığından paylar adet olarak artmaktadır. Buna karşılık da hisse senedinin fiyatı aynı oranda düşmektedir. Sonuçta ise işletmenin piyasa değerinde bir değişiklik olmamaktadır. Yatırımcıların elindeki hisse senedinin değeri düşse de adet olarak artacağından, toplam varlığı da değişmeyecektir.

ABC Şirketinin eski piyasa değeri= 5 TL x 10 Milyon TL = 50 Milyon TL

ABC Şirketinin yeni piyasa değeri = 2 TL x 25 Milyon TL = 50 Milyon TL

Elinde 10 bin lot olan yatırımcının eski varlık değeri = 5 TL x 10 bin = 50 bin TL

Elinde 10 bin lot olan yatırımcının yeni varlık değeri = 2 TL x 25 bin = 50 bin TL

### 2.3.2.1. Bedelli Sermaye Artırımı ile Bedelsiz Sermaye Artırımı Arasındaki Farklar

Bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı arasındaki farklar Tablo 2.1’de özetlenmiştir.

**Tablo 2.1: Bedelli Sermaye Artırımı ile Bedelsiz Sermaye Artırımı Arasındaki Farklar**

Bedelli Sermaye Artırımı	Bedelsiz Sermaye Artırımı
Bedelli sermaye artırımında mevcut pay sahiplerine piyasadan ilave sermaye almaları için rüçhan hakkı teklif edilmektedir. Bu hak öngörülen süre içerisinde kullanılmalıdır.	Bedelsiz sermaye artırımında, hissedarlara şirket tarafından yıl boyunca yaratılan ilave kardan yaratılan ücretsiz hisseler verilmektedir.
Bedelli sermaye artırımında paylar piyasa değerinden daha düşük fiyata önerilmektedir.	Bedelsiz sermaye artırımında ise payların bedelsiz verilmesi söz konusudur.
Bedelli sermaye artırımında amaç, şirkete yeni sermaye girişi sağlamaktır.	Bedelsiz sermaye artışında aktif ticareti artırmak amaçlanmaktadır.
Bedelli sermaye artırımında paylar, hisse senedinin ödenmiş değerinin oranına bağlı olarak ya kısmen ya da tamamen ödenmektedir.	Bedelsiz sermaye artırımında her zaman tamamen ödenmektedir.
Bedelli sermaye artırımı, kısmen ya da tamamen verilen hakların feshine izin vermektedir.	Bedelsiz sermaye artırımında böyle bir seçenek yoktur.
Bedelli sermaye artırımında mevcut hissedarlardan bir kısmı artışı kabul etmez ve bu artış başka biri tarafından kabul edilirse, kalan hissedarların payları artabilmektedir.	Bedelsiz sermaye artırımında ise mevcut hissedarlara payları oranında yeni pay verilmektedir.

Kaynak: Tarafimca oluşturulmuştur.

### **2.3.3. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı**

Hızlı ve kolay yoldan sermaye artırımına imkân vermektedir. 22 Haziran 2013 Tarih ve 28685 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Pay Tebliği (VII-128.1) uyarınca kayıtlı sermaye sistemine tabi olan halka açık ortaklıkların yapabileceği şarta bağlı sermaye artımı ile kayıtlı sermaye tavanı aşmamaktadır. Şirket sermayesinin en fazla %50’si kadar şarta bağlı sermaye artırımını yapılabilmektedir. Bu yöntem, şirketten alacağı olanların şirkette pay sahibi olmalarına imkân vermektedir. Sermayenin şarta bağlı olarak artırılmasına karar veren merci genel kuruldur. Şarta bağlı sermaye patlarının ihraç belgesinin onaylanabilmesi için en az 45 gün önce SPK’ya başvurmak gereklidir. Onayın ardından ihraç edilecek paya ilişkin dönüştürme, kullanım ya da alım hakkı süresi en fazla 10 iş günüdür. Ortaklık, kalan payların bulunması halinde süre bitiminin ardından 6 iş günü içerisinde bu payları iptal etmek durumundadır. Şarta bağlı sermaye artırımını sonucunda ihraç edilecek payın dönüştürme, kullanım ya da alım fiyatının payların nominal değerinden düşük olması gerekmektedir.<sup>2</sup>

### **2.3.4. Nominal Değerin Altında Pay İhracı Yoluyla Sermaye Artırımı**

22 Haziran 2013 Tarih ve 28685 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Pay Tebliği’ne (VII-128.1) göre payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklar sermaye artırımını kararının kamuya açıklanma tarihinden önceki 30 gün içerisinde paylarının borsadaki ağırlıklı ortalama fiyat ortalamasının nominal değerinin altında kalması durumunda yapılacak sermaye artırımında paylar nominal değerinin altında bir fiyattan ihraç edilebilmektedir. Bununla birlikte payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların nominal değerinin altında pay ihraç etmesi mümkün değildir. Ayrıca sermaye artırımına verdiği Kurul onaylı izahname ya da ihraç belgesinin ihraççıya verilmesinden önce, varsa imtiyazlı payların sözleşmede gerekli değişiklikler yapılarak imtiyazına son verilmesi şarttır.

İlgili Tebliğe göre nominal değerinin altındaki pay ihracının halka arz edilmeksizin gerçekleştirilmesi halinde, sermaye artırımını sonrası 1 yıl boyunca

---

<sup>2</sup> 22 Haziran 2013 Tarih ve 28685 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Pay Tebliği’ne (VII-128.1) göre

ortaklığın yapacağı yatırımlar, sermaye artırımını ile elde edilecek fonların ne şekilde kullanılacağı, ortaklık borçlarının ödenip ödenmediği gibi konuları içeren bir rapor hazırlanmak durumundadır. Bu rapor SPK'ye sunulmak ve KAP'a bildirilmek zorundadır.

Nominal değer altındaki pay ihracının halka arz edilerek satılmasının istenmesi halinde ise yönetim kontrolü elinde olan ortakların yeni pay alma haklarının tamamını kullanmaları zorunludur. Bu ortaklar, bu şekilde elde edecekleri payları, borsada işlem görmeye başladıktan sonra 1 yıl içerisinde satamazlar. Nominal değer altında pay ihracı aracılığıyla yapılan sermaye artırımında ihraç edilecek paylar, borsadaki diğer paylarla aynı şekilde işlem görmektedir. Artırılan sermayeyi temsil eden payları satın alacak yatırımcılar için risk bildirim formunun doldurulması zorunludur.

#### **2.4. Finans Teorisine Göre Sermaye Artırımının Etkileri**

Finans Teorisine göre sermaye artırımının etkilerine yönelik en bilinen çalışmalardan biri Miller ve Modigliani (1961) tarafından gerçekleştirilmiştir. Literatürde İlişkisizlik Hipotezi olarak da bilinen Modigliani ve Miller Modeli (M&M Modeli) şirket değerlerinin yalnızca varlığın kazanç yaratabilmesine ya da yatırımların getirisine göre belirlenebileceğini ve yatırımcıların kar dağıtımına fazladan prim vermeyeceğini dile getiren modeldir. Diğer bir ifadeyle şirket kar dağıtım kararının yatırımcıların refahı üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını öne sürmektedir. Model, bilginin piyasadaki herkese eşit olarak ulaştığı, piyasayı bozan vergi olmadığını, işlem maliyetlerinin sıfır olduğunu, vekalet maliyetinin olmadığını ve herhangi bir kişi ya da firmanın tek başına piyasa fiyatını belirleme gücüne sahip olmadığını varsaymaktadır. Eğer şirketler kâr payı dağıtır ve bu da piyasada olumlu tepkiye neden olursa, modele göre bu ancak ve ancak varsayımların ortadan kalkması ile mümkündür (Bostancı, 2017).

Sermaye artırımının etkilerine Etkin Piyasalar Hipotezi'nde (Fama, 1970) de değinilmektedir. Hipotezde, menkul kıymet fiyatlarının piyasaya ilişkin bilgiler yoluyla tahmin edebilirlik derecesi olan piyasa etkinliğinin sağlanabilmesi için yatırımcıların bilgiye özgürce ulaşabilmesi ve yatırımcılar arasında rekabet ve

iletişim ortamının yaratılması gereklidir. Piyasa etkinliği ise ya zayıf formda ya yarı güçlü formda ya da güçlü formda olabilmektedir.

Zayıf Formda Etkin Piyasa Kuramı, menkul kıymetlerin geçmişe yönelik bilgilerinin bugünkü ve gelecekteki fiyatlara yansıdığını savunmaktadır. Bilgi olarak hisse senedinin fiyatı ve işlem hacmi gibi piyasa verileri dikkate alınmaktadır. Yarı Güçlü Formda Etkin Piyasa Kuramı, zayıf forma ek olarak hisse başına gelir, temettü, sermaye artırımları, muhasebe sistemindeki değişiklikler ve finansal darboğazlar gibi kamuya duyurulmuş bilgilerin hisse senedi fiyatına etki ettiğini belirtmektedir. Güçlü Formda Etkin Piyasa Kuramı ise hisse senedinin fiyatlarının kamuya duyurulmuş ya da duyurulmamış tüm bilgileri yansıttığını ileri sürmektedir (Demireli, Akkaya, & İbaşı, 2010).

Halka açık şirketler, kendileri ile ilgili tüm gelişmeleri kamuoyuna duyurmak zorundadır. Duyurduğu bilgiler hisse senedinin fiyatlarını olumlu ya da olumsuz etkileyebilmektedir. Bedelsiz sermaye artırımlarında da öncelikle bu haber kamuoyuna duyurulur. Dolayısıyla etkin piyasalar hipotezine göre sermaye artırımları duyuruları yarı güçlü formda etkin piyasa koşulları oluşturmaktadır. Bu nedenle de bedelsiz sermaye artırımları duyuruları, hisse senedi fiyatlarını etkileyebilmektedir.

## **2.5. Sermaye Artırımı ile İlgili Yazın Taraması**

Bedelli ve bedelsiz sermaye artırımının hisse senedi fiyatları, piyasa değeri üzerindeki etkisi ile ilgili literatürde çok sayıda çalışma yer almaktadır. Çalışmanın bu kısmında sermaye artırımının çeşitli değişkenler üzerindeki etkilerini ölçümlemeye yönelik olarak gerçekleştirilen araştırmaların bulgularına yer verilecektir.

Tuna ve Karaca (2015), BIST 30'da işlem gören sanayi şirketlerinin sermaye artırımlarını tahminlemeye yönelik olarak 1992-2012 yılı verilerini kullanarak çalışmalarını gerçekleştirmiştir. Çalışmada öncelikle 14 bağımsız ve 1 bağımlı değişken kullanarak sermaye artırımını etkileyen faktörleri belirlenmeye çalışılmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgular sermaye artırımını etkileyen 5

oranın (Ödenmiş sermayenin öz sermayeye oranı, esas faaliyet karının satışlara oranı, uzun vadeli yabancı kaynakların öz sermayeye oranı, faiz ve vergi öncesi kârın toplam aktife oranı ve faiz ve vergi öncesi kar ile amortismanlar toplamının toplam aktiflere oranı) olduğunu göstermektedir.

Küçüksille ve Mizrahi (2015a), bedelsiz sermaye artırımını duyurularının şirketlerin piyasa değerleri üzerindeki etkisini Borsa İstanbul özelinde incelemiştir. 2012-2014 yılları arasında Borsa İstanbul Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem gören hisse senetlerinin fiyatlarının bedelsiz sermaye artırımını duyurularından ne ölçüde etkilendiğini ortaya koymak amacıyla gerçekleştirilen araştırmada +/- 5 günlük olay çalışması kullanılmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgular, bedelsiz sermaye artırımını duyurularından sonra istatistiksel olarak anlamlı pozitif ortalama anormal getirilerin elde edilmesinin mümkün olmadığını göstermektedir. Buna karşılık bedelsiz sermaye artırım oranı %100 ve üzerinde olan şirketlerde duyuru tarihinden itibaren 4. gün anlamlı negatif anormal getiri elde edilmektedir.

Küçüksille ve Mizrahi (2015b), bedelli sermaye artırımını duyurularının şirketlerin piyasa değerleri üzerindeki etkisini de Borsa İstanbul özelinde incelemiştir. 2010-2014 yılı verilerini kullanarak ve +/- 10 günlük olay çalışması yöntemiyle gerçekleştirilen araştırmadan elde edilen bulgular, bedelli sermaye artırımını duyurusunun yapıldığı tarihte, duyurudan bir gün sonra, dört gün sonra ve dokuz gün sonra istatistiksel olarak anlamlı ve negatif anormal getirilerin elde edilebildiğini göstermektedir.

Kaderli ve Başkaya (2017), Borsa İstanbul özelinde halka açık firmalarda sermaye artırımını duyurularının hisse senedi üzerindeki etkisini araştırmıştır. 2015-2017 yılları arasındaki verileri kullanarak Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören firmalar üzerinde gerçekleştirilen araştırmadan elde edilen bulgular, sermaye artırımını duyurularının ilgili firmanın hisse senedi fiyatını etkilediğini göstermektedir. Buna göre *“bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını yapan firmaların olay tarihine duyarlı olduğu ancak bedelli sermaye artırımını yapan firmaların kümülatif anormal getiri oranlarında sert bir düşüş yaşandığı tespit edilmiştir.”*



Erol ve Aytekin (2018), Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin bedelsiz sermaye artırımını duyurusu ile hisse senedi getirileri ilişkisini değerlendirdikleri çalışmalarında, 2016'da bedelsiz sermaye artırımını onayı sonrası istatistiksel açıdan anlamlı pozitif kümülatif anormal getiri elde görülmemiştir. Onay tarihinden 3 ve 5 gün sonra ise istatistiki olarak anlamlı negatif kümülatif anormal getiri ortaya çıkmıştır. 2017'de ise bedelsiz sermaye artırımını onayından 1 gün sonra istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif, 2 gün sonra ise istatistiksel olarak anlamlı ve negatif kümülatif anormal getiri elde edilebileceği belirlenmiştir.

Tuna ve Dağkurs (2017), BIST'e kayıtlı farklı sektörden 96 firmanın 2005-2015 yılı verileri ile firmaya özgü faktörlerin sermaye artırımına etkisini sektörel açıdan karşılaştırmalı olarak incelemiştir. Likidite, mali yapı ve karlılık ile ilgili 11 finansal oranı bağımsız değişken olarak kullanan araştırmadan elde edilen bulgular, bağımsız değişkenlerin taş toprak ve otomotiv sektöründeki firmalar için zayıf, teknoloji ve metal eşya sektöründeki firmalar için güçlü olmak üzere sermaye artırımını kararı üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

Marisetty, Marsden ve Veeraraghavan (2008), 1997-2005 yılları arasında listelenen Hintli firmaların sermaye artırım duyurularının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre sermaye artırım duyuruları hisse senedi fiyatları üzerinde istatistiksel olarak anlamsız etkilere neden olmaktadır. Aile şirketlerinde bu etki aile şirketi olmayanlara göre daha olumsuzdur.

Malhotra, Thenmozhi ve Gopaldaswamy (2013), bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını dönemindeki anormal getirileri etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmada sermaye artırım ilan günün birer gün öncesi ve sonrası ile 20'şer gün öncesi ve sonrasındaki anormal getirileri etkileyen faktörler incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, piyasa koşullarının ve faaliyet gösterilen sektörün anormal getiriler üzerinde etkisini olduğunu göstermektedir. Ayrıca bedelsiz hisse ihraç oranının getiri üzerinde etkisi olmadığı, buna karşılık bedelli hisse ihraç büyüklüğünün ve piyasa koşullarının getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu ortaya konulmuştur.

Balachandran, Faff ve Tanner (2004), 1992-2000 yılları arasında bedelsiz sermaye artırım duyurusunun hisse senedinin getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Regresyon analizi yöntemi kullanılarak gerçekleştirilen araştırmadan elde edilen bulgular, bedelsiz sermaye artırım duyurusun yapıldığı gün ve bir sonraki günde anormal getiri elde edilebildiğini, bu getirinin sanayi ve maden işletmelerinde finansal işletmelere göre daha fazla olduğunu ortaya koymuştur.

Barnes ve Ma (2002), 1943-1993 yılları arasındaki 50 yıllık dönemde olay çalışması yöntemiyle çok sayıda bedelsiz sermaye artırım duyurusu yapan işletme ile az sayıda bedelsiz sermaye artırım duyurusu yapan işletmeleri karşılaştırdığı çalışmasında, bedelsiz sermaye artırım duyurusu arttıkça anormal getirilerin arttığını ortaya koymuştur. Buna göre Çin borsası, yarı güçlü formda ve kısmen etkin bir piyasadır.

Obaidullah (1992), 1987-1989 yılları arasında olay çalışması yöntemiyle Hindistan borsalarında işlem gören şirketlerin bedelsiz sermaye artırım duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre bedelsiz sermaye artırım duyurusu sonucunda anormal getiri elde edilebilmektedir. Buna göre Hindistan borsası, yarı güçlü formda etkin olmayan bir piyasadır.

Guo, Shiah-hou ve Yang (2006) panel veri analizi yöntemiyle 1991-2001 yılları arasındaki 10 yıllık dönemde bedelsiz sermaye artırım duyurularının şirket performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre bedelsiz sermaye artırım ile şirket performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki söz konusudur.

Mishra (2005), olay çalışması yöntemiyle 1998:6 – 2004:8 dönemleri arasında bedelsiz sermaye artırım duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, duyurunun yapılmasından önceki 5 gün içerisinde anormal getiriler elde edilebildiğini ortaya koymaktadır. Buna göre Hindistan borsası, yarı güçlü formda etkin bir piyasadır.

Raja ve Sudhahar (2010), 2000-2007 döneminde olay çalışması yöntemiyle bedelsiz sermaye artırım duyurusu ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre bedelsiz sermaye artırım duyurusu hisse senedi fiyatlarını etkilemekte ve buna bağlı olarak anormal getiriler elde edilebilmektedir.

Lukose ve Roa (2002), 1991-2000 dönemini olay çalışması yöntemiyle inceleyerek bedelsiz sermaye artırım duyurusunun hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, bedelsiz sermaye artırım duyurusundan önceki 3 günden duyurudan sonraki 5 güne kadar %11,6 oranında anormal getiri elde edilebildiğini göstermektedir. Buna göre bedelsiz sermaye artırım duyurusu, yatırımcılar açısından bir tür sinyal olarak kullanılabilir.

Dhar ve Chhaochharia (2008), 2001-2007 dönemini olay çalışması yöntemiyle inceleyerek bedelsiz sermaye artırım duyurusunun hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ortaya koymaya çalışmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre bedelsiz sermaye artırım duyurularının hisse senedi getirisi üzerinde pozitif etkisi vardır ve anormal getiri elde edilebilmektedir. Buna göre Hindistan borsası yarı güçlü formda etkin bir piyasadır.

Masry (2015) ise olay çalışması yöntemiyle 2008-2014 dönemini inceleyerek bedelsiz sermaye artırım duyuruları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre bedelsiz sermaye artırım duyurusu ile anormal getiri elde etmek mümkün değildir.

Suresha ve Chandrashekera (2016), 1996-2015 dönemini olay çalışması yöntemi kullanarak hem bedelli hem de bedelsiz sermaye artırım duyuruları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre bedelsiz sermaye artırım duyurusunun yapıldığı gün pozitif anormal getiri elde edilebilmektedir. Buna göre piyasa yarı güçlü formda etkin bir piyasadır.

Khan ve Thoufiquilla (2013), 2012-2013 yılları arasında olay çalışması yöntemiyle bedelsiz sermaye artırım duyurusu ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Toplamda 12 şirketin verileri ile gerçekleştirilen araştırmadan

elde edilen bulgulara göre 12 Şirketten 9'unda bedelsiz sermaye artırım duyurusunun yapıldığı günün 1 gün öncesinde negatif, 2'sinde pozitif yönlü anormal getiri elde edilmiştir.



### **3. BÖLÜM: BEDELSİZ SERMAYE ARTIRIMININ HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA**

#### **3.1. Araştırmanın Amacı**

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerinden 2015, 2016 ve 2017 yıllarında bedelsiz sermaye artırımını gerçekleştiren şirketlerin bedelsiz sermaye artırımını duyurularının hisse senedinin getirileri üzerindeki etkileri incelenmiştir.

#### **3.2. Verilerin Toplanması**

Araştırmada 1 Ocak 2015 – 31 Aralık 2017 tarihleri arasında Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerden bedelsiz sermaye artırımını yapan şirketlerin duyuru tarihleri, Kamuoyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) internet sitesinden ([www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)) temin edilmiştir. Hisse senedi fiyatlarının verisi, Thomson Reuters Datastream veri tabanından alınmıştır. Veri analizinde 2015-2017 yılları arasında birden çok bedelsiz sermaye artırımını yapan şirketlerin sadece en yüksek bedelsiz sermaye artırdığı gözlem kullanılmıştır. Verisine ulaşılamayan gözlemler çalışmaya dahil edilmemiştir.

Çalışmada kullanılan 56 bedelsiz sermaye artırımını duyurusu aşağıda Tablo 3.1'de listelenmiştir.

**Tablo 3.1: Çalışmada İncelenen Bedelsiz Sermaye Artırımı Duyuruları**

Hisse Senedi	Duyuru Tarihi	Dağıtım Tarihi	Bedelsiz Oranı
ADEL	4.02.2016	21.03.2016	200,00%
ADESE	8.08.2016	16.11.2016	40,00%
ACSEL	21.08.2015	1.12.2015	889,50%
AKGUV	28.05.2015	23.07.2015	17,40%
ASUZU	22.12.2016	18.05.2017	230,50%
ANACM	29.05.2017	24.07.2017	68,90%
ARSAN	17.12.2014	26.03.2015	20,00%
ASELS	24.03.2016	25.05.2016	100,00%
AVISA	28.07.2015	15.09.2015	229,80%
BEYAZ	3.05.2017	12.07.2017	25,00%
BNTAS	31.01.2017	29.03.2017	50,00%
BIZIM	20.06.2017	2.10.2017	50,00%
CRFSA	25.01.2016	18.04.2016	514,90%
DGATE	27.05.2016	21.10.2016	200,00%
DENGE	11.04.2016	22.06.2016	37,50%
DAGI	25.12.2015	8.03.2016	49,30%
ECILC	23.06.2016	4.11.2016	25,00%
ECZYT	23.06.2016	4.11.2016	50,00%
ENKAI	1.04.2015	6.05.2015	11,10%
EGPRO	18.08.2015	4.11.2015	33,60%
ETYAT	21.10.2014	12.01.2015	43,10%
QNBFB	6.07.2017	28.08.2017	6,30%
FLAP	3.05.2017	12.07.2017	25,00%
GENTS	24.05.2017	21.06.2017	8,20%
DGGYO	27.03.2017	17.05.2017	38,90%
GSDHO	23.06.2016	22.11.2016	80,00%
ANHYT	30.04.2015	26.06.2015	7,90%
HDFGS	2.06.2017	9.08.2017	40,00%
HLGYO	17.04.2015	11.06.2015	6,50%
ISFIN	1.04.2015	4.06.2015	14,90%
ISGYO	4.04.2016	9.05.2016	13,90%
ISMEN	21.04.2014	8.06.2015	6,90%
IZFAS	1.08.2017	13.10.2017	50,00%
TMPOL	21.04.2015	29.07.2015	170,00%
ODAS	16.02.2017	24.04.2017	185,20%
OSTIM	27.10.2016	22.12.2016	50,00%
OZKGY	25.05.2015	8.07.2015	59,20%
PETKM	9.12.2015	29.01.2016	50,00%

**Tablo 3.1: Çalışmada İncelenen Bedelsiz Sermaye Artırımı Duyuruları (Devamı)**

Hisse Senedi	Duyuru Tarihi	Dağıtım Tarihi	Bedelsiz Oranı
PSDTC	31.03.2016	17.05.2016	65,00%
SAYAS	26.06.2015	4.08.2015	15,70%
RYSAS	6.07.2015	7.09.2015	8,50%
RYGYO	6.07.2015	16.09.2015	2,50%
RTALB	25.04.2017	8.06.2017	300,00%
SANEL	31.03.2015	2.04.2015	15,00%
SANKO	9.03.2015	26.06.2015	38,00%
SARKY	14.02.2017	15.05.2017	60,00%
SASA	21.07.2016	18.10.2016	37,60%
SISE	14.05.2015	3.07.2015	11,80%
SODA	25.05.2015	3.07.2015	31,20%
TRGYO	6.11.2017	27.12.2017	100,00%
TRKCM	26.05.2017	24.07.2017	21,50%
TSKB	25.02.2016	16.06.2016	17,10%
TRCAS	27.11.2014	29.06.2015	20,00%
VKGYO	27.04.2016	1.06.2016	3,70%
VAKFN	19.04.2016	29.06.2016	33,80%
VERUS	19.04.2016	24.06.2016	250,00%

### 3.3. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada yöntem olarak Dolley'in (1933) geliştirdiği Örnek Olay Çalışması Yöntemi kullanılmıştır. Örnek Olay Çalışması'nda bir olayın tarihi, olay penceresinin ve tahmin penceresinin belirlenmesi gerekmektedir. Olay tarihi (t), araştırmaya konu edilen olayın gerçekleştiği tarihidir. Olay penceresi ise olayın gerçekleştiği tarihten 5 gün öncesi (t-5) ve 5 gün sonrası (t+5) olarak belirlenmiştir. Olay penceresinin kısa tutulmasının sebebi, olay tarihinden sonra yaşanan diğer gelişmelerin etkisini minimize etmek ve yalnızca bedelsiz sermaye artırımının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemektir. Tahmin penceresi olarak bu çalışmada t-105 ile t-6 günleri arasındaki zaman aralıkları kullanılmıştır.

Araştırmada SAS University Edition ve Microsoft Excel paket programları kullanılmıştır.

Araştırmada “i” hisse senedinin “t” zamanındaki getirisi şu şekilde hesaplanmıştır:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \quad (1)$$

Formülde yer alan;

$P_{it}$  : “i” hisse senedinin “t” zamanındaki kapanış fiyatı,

$P_{it-1}$  : “i” hisse senedinin “t-1” zamanındaki kapanış fiyatını,

$R_{it}$  : “i” hisse senedinin “t” zamanındaki getirisi

Hisse senedinden beklenen getiri oranının hesaplanmasında piyasa modeli kullanılmıştır. Model, hisse senedi getirileri ve piyasa getirisi arasındaki ilişkiyi doğrusal olarak kabul etmektedir. Piyasa modeline göre hisse senedinin beklenen getirisi ile piyasa getirisi arasındaki ilişki şu şekilde modellenmektedir.

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta_i R_{mt} \quad (2)$$

Formülde yer alan;

$\alpha$ : Sabit terim

$\beta_i$ : “i” hisse senedinin sistematik riskini

$R_{mt}$ : t gününde piyasa portföyünün getirisini

$e_{it}$ : “t” günündeki “i” hisse senedinin hata terimini ifade etmektedir.

Piyasa portföyü olarak BIST100 endeksi kullanılmıştır. Her hisse için o hissenin tahmin penceresindeki verileri kullanarak modeldeki  $\alpha$  ve  $\beta$  katsayıları sıradan en küçük kareler regresyon yöntemi ile tahmin edilmiştir. Bulunan katsayılar Tablo 3.2’de yer almaktadır.



Tablo 3.2: Piyasa Modeline Göre Regresyon Katsayıları

Hisse Senedi	$\alpha$	B	Hisse Senedi	$\alpha$	$\beta$
ADEL	-0,0006	0,7708	HLGYO	0,0008	0,6282
ADESE	0,0010	1,2384	ISFIN	0,0009	0,3727
ACSEL	0,0045	0,3310	ISGYO	0,0011	0,7825
AKGUV	-0,0029	0,3544	ISMEN	-0,0005	0,3284
ASUZU	-0,0002	0,5991	IZFAS	0,0060	-0,0459
ANACM	0,0020	0,7108	TMPOL	-0,0002	0,4532
ARSAN	0,0043	0,5003	ODAS	0,0005	0,8499
ASELS	0,0021	0,5885	OSTIM	0,0019	0,8617
AVISA	-0,0003	0,7617	OZKGY	0,0005	0,5883
BEYAZ	0,0014	0,4574	PETKM	0,0014	0,7856
BNTAS	0,0076	0,3183	PSDTC	0,0029	0,3240
BIZIM	-0,0006	0,4272	SAYAS	0,0018	0,3131
CRFSA	0,0006	0,6844	RYSAS	-0,0006	1,0261
DGATE	0,0015	0,6562	RYGYO	0,0007	0,4742
DENGE	0,0002	0,5016	RTALB	0,0033	0,5428
DAGI	0,0040	0,1226	SANEL	0,0011	-0,0881
ECILC	0,0002	0,8041	SANKO	0,0013	0,6458
ECZYT	-0,0003	0,5523	SARKY	0,0002	0,4936
ENKAI	-0,0006	0,6168	SASA	0,0068	0,6109
EGPRO	-0,0009	0,6735	SISE	0,0005	1,1568
ETYAT	-0,0054	0,8802	SODA	0,0039	0,4190
QNBFB	-0,0003	0,2621	TRGYO	0,0025	0,6910
FLAP	-0,0033	0,6707	TRKCM	0,0019	0,5188
GENTS	-0,0014	0,5034	TSKB	0,0008	1,1408
DGGYO	0,0001	0,5434	TRCAS	-0,0003	0,7287
GSDHO	0,0024	0,8022	VKGYO	-0,0001	0,8819
ANHYT	0,0008	0,4737	VAKFN	0,0028	0,5944
HDFGS	0,0108	-0,0857	VERUS	0,0023	0,0248

Tablo 3.2’de belirtilen katsayıları ve ilgili olay pencereleri içindeki piyasa getirileri kullanılarak beklenen getiriler ( $E(R_{it})$ ) elde edilmiştir. Beklenen getiriler bulunduktan hisse senedinin anormal getirileri şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3)$$

Formülde yer alan;

$AR_{it}$  : “i” hisse senedinin “t” günündeki anormal getiri oranını,

$R_{it}$  : “i” hisse senedinin “t” günündeki gerçekleşmiş getiri oranını,

$E(R_{it}) = \alpha + \beta_i R_{mt}$  ; Piyasa modeline göre “i” hisse senedinden “t” gününde beklenen getiri oranını ifade etmektedir.

Ortalama anormal getiriler şu şekilde hesaplanmıştır.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (4)$$

Formülde yer alan;

N: Analize dahil edilen bedelsiz sermaye artırımını duyurusu sayısını,

t: Olay penceresindeki ilgili günü ifade etmektedir.

Kümülatif anormal getirilerin hesaplanması ise şu şekildedir:

$$CAR_{it} = \sum_{k=t-5}^t AR_{ik} \quad (5)$$

Formülde yer alan;

$AR_{it}$ : “i” hisse senedinin “t” zamanındaki anormal getirisi

$CAR_{it}$ : “i” hisse senedinin -5. günden “t” gününe kadarki kümülatif anormal getiriyi göstermektedir.

Ortalama kümülatif anormal getiriler ise şu şekilde hesaplanmıştır.

$$CAAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{it} \quad (4)$$

Formülde yer alan;

N: Analize dahil edilen bedelsiz sermaye artırımını duyurusu sayısını,

t: Olay penceresindeki ilgili günü ifade etmektedir.

### 3.4. Araştırmanın Hipotezi

Önceki bölümlerde tartışıldığı üzere finans teorisine göre bedelsiz sermaye artırımını özsermayeyi değiştirmedeği ve şirkete nakit girişi yaratmadığından dolayı hisse senedi fiyatlarına etkisinin olmaması beklenmektedir. Ancak ampirik literatürde bedelsiz sermaye artırımını duyurularının fiyatını etkiledikleri gözlemlenmiştir. Bu çerçevede bu çalışmada aşağıdaki hipotezler test edilecektir.

H<sub>0</sub>: Şirketlerin piyasaya bedelsiz sermaye artırımını yapacaklarını duyurdukları tarih etrafındaki günlerde hisse senetlerinin ortalama anormal getirileri 0'a eşittir.

$$AR_t = 0$$

H<sub>1</sub>: Şirketlerin piyasaya bedelsiz sermaye artırımını yapacaklarını duyurdukları tarih etrafındaki günlerde hisse senetlerinin ortalama anormal getirileri 0'dan farklıdır.

$$AR_t \neq 0$$

### 3.5. Bulgular

Araştırmadan elde edilen olay penceresi içerisindeki ortalama anormal getiriler, t istatistik değerleri ve p değerlerine ilişkin bulgular Tablo 3.3'te, olay penceresi içerisindeki kümülatif anormal getiriler, t istatistik değerleri ve p değerlerine ilişkin bulgular ise Tablo 3.4'te görülmektedir.

Tablo 3.3 incelendiğinde bedelsiz sermaye artırım duyurusunun yapıldığı "t" gününden önceki 3 gün negatif ortalama anormal getiri elde edilirken, olayın gerçekleştiği "t" gününden sonraki negatif ortalama anormal getiri elde edilen günlerin sayısı 2'ye düşmüştür. Ancak bu farklılık istatistiksel olarak anlamlı olmadığı gözlemlenmiştir. Bununla birlikte yalnızca bedelsiz sermaye artırım duyurusunun yapıldığı "t" gününde elde edilen pozitif ortalama anormal getiri 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu gözlemlenmiştir.

Dolayısıyla  $H_0$  hipotezi, %1 anlamlılık derecesinde, sadece olay günü (t) için reddedilmiş, olay penceresi içerisindeki diğer günler için reddedilememiştir.

Yukarıdaki sonuçlar bedelsiz sermaye artırım duyurularının olay gününde piyasa tarafından pozitif fiyatlandırıldığı hakkında kanıt sunmaktadır. Öte yandan bu etkinin olay günüyle sınırlı kalması yarı-güçlü etkin piyasa kuramıyla tutarlıdır. Başka bir ifade ile piyasanın bedelsiz sermaye artırımlarına bir değer verdiği ve bu etkinin fiyata hızlıca yansıdığı söylenebilir.

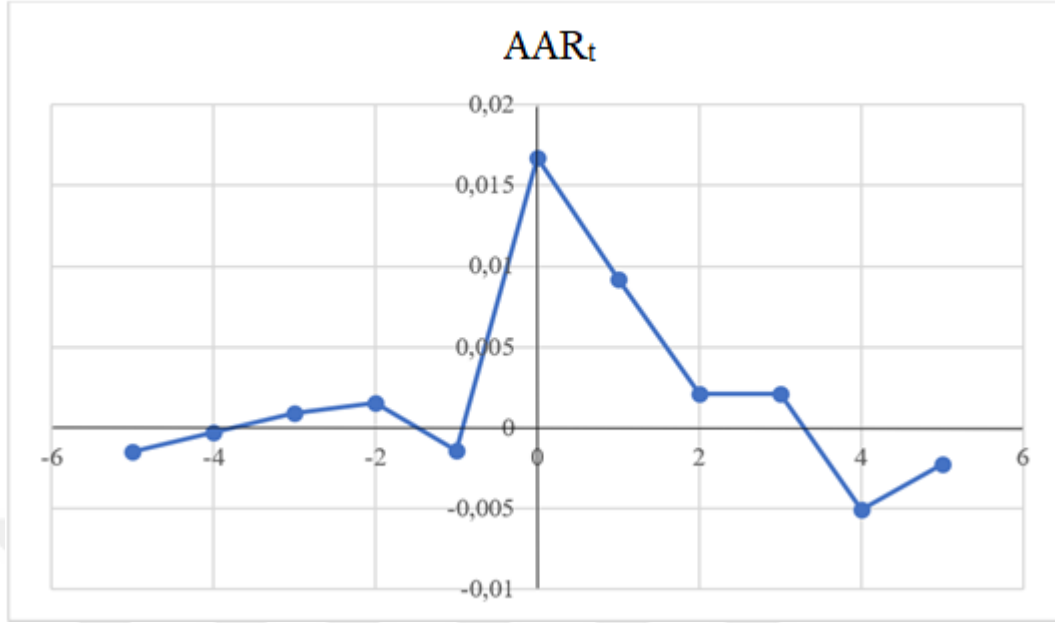
**Tablo 3.3: Olay Penceresi İçinde Ortalama Anormal Getiriler, t İstatistiği Değerleri ve p Değerleri**

Zaman	AAR <sub>t</sub>	t İstatistiği	p değeri
-5	-0,00148	-0,70766	0,482
-4	-0,00031	-0,13491	0,893
-3	0,00089	0,41449	0,680
-2	0,00153	0,56267	0,576
-1	-0,00143	-0,49618	0,622
0	0,01670	2,76927	0,008*
1	0,00920	1,34236	0,185
2	0,00212	0,38828	0,699
3	0,00212	0,47370	0,638
4	-0,00504	-1,43710	0,157
5	-0,00226	-1,34304	0,185

\*: 0,05 düzeyde anlamlı

Ortalama anormal getirilerin grafiği Şekil 3.1'de görülmektedir. Şekil 3.1'de gösterildiği gibi bedelsiz sermaye artırım duyurusuna dek ortalama anormal getiriler anlamlı bir anormal getiri olmadığı gözlenmiştir. Bununla birlikte duyuru yapıldığı tarihteki anormal getirilerin ortalamalarının istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olduğu gözlenmiştir. Duyuru sonrası günlerin ortalama anormal getirilerinde istatistiksel olarak sıfırdan farklı olmadığı gözlemlenmiştir.

Şekil 3.1: Olay Penceresi İçerisinde Ortalama Anormal Getiriler



Kümülatif anormal getirilere ilişkin test istatistikleri Tablo 3.4'te görülmektedir. Buna göre Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin bedelsiz sermaye artırımını duyurusu yaptıkları tarihten önceki günlerde anlamlı bir kümülatif anormal getiri gözlemlenmemiştir. Bedelsiz sermaye artırımının yapıldığı gün (t) ve sonraki 3 gün (t+1, t+2 ve t+3 günlerinde) 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı düzeyde pozitif ortalama kümülatif anormal getiri elde edilmektedir. (t+4) ve (t+5) günlerinde ise %10 anlamlılık derecesinde pozitif ortalama kümülatif getiri gözlemlenmiştir. Bu pozitif ortalama anormal getiriler, duyurunun yapıldığı tarihte %1,58, duyurunun yapıldığı tarihten bir gün sonra (t+1) %2,49, duyurunun yapıldığı tarihten iki gün sonra (t+2) %2,69 ve duyurunun yapıldığı tarihten üç gün sonra (t+3) %2,90 olarak gerçekleşmiştir. Duyurudan sonraki dördüncü günden (t+4) sonra ortalama pozitif kümülatif anormal getirilerin azaldığı gözlemlenmiştir. Ortalama kümülatif anormal getiriler duyurudan sonraki dördüncü günde %2.4 olarak, beşinci günde ise %2.2 olarak gözlemlenmiştir. Bu bağlamda olay günündeki fiyat etkisinin olay penceresi içerisinde kalıcı olduğu söylenebilir.

Sonuç olarak 2015, 2016 ve 2017 yılları arasında bedelsiz sermaye artırımını duyurusu yapan halka açık firmaların hisse senetleri getirilerinin bu duyurulardan etkilendiği, bu etkinin sadece duyurunun yapıldığı günde istatistiksel olarak anlamlı

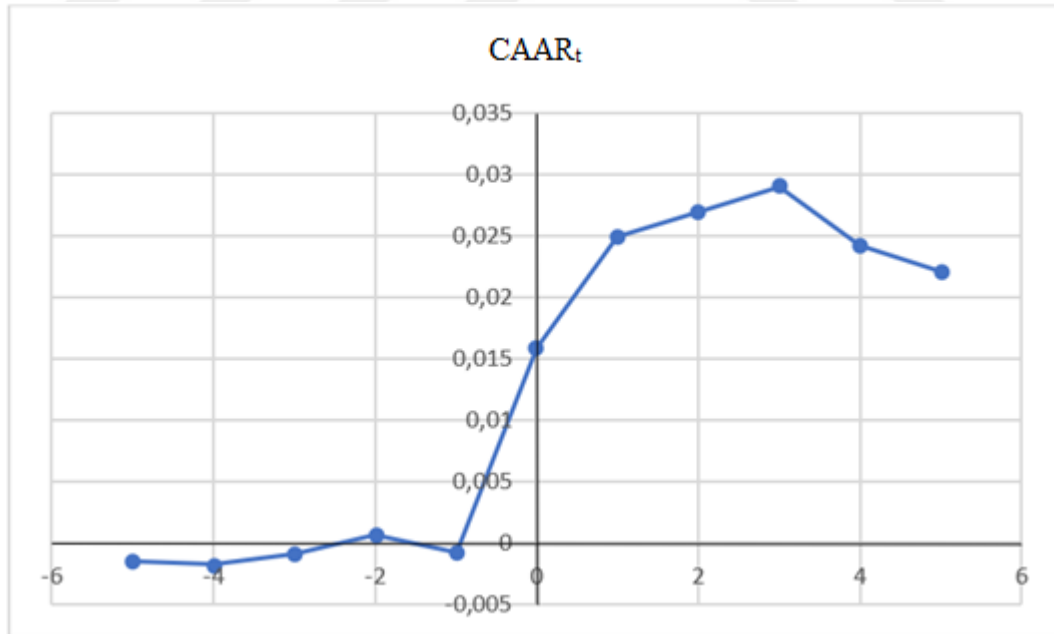
ve pozitif olduğu gözlenmiştir. Bu gözlem yarı-güçlü formda etkin bir piyasa ile tutarlıdır.

**Tablo 3.4: Olay Penceresi İçinde Kümülatif Anormal Getiriler, t İstatistiği Değerleri ve p Değerleri**

Zaman	CAAR <sub>t</sub>	t İstatistiği	p değeri
-5	-0,00148	-0,70766	0,482
-4	-0,00173	-0,62779	0,533
-3	-0,00085	-0,24436	0,808
-2	0,00062	0,14786	0,883
-1	-0,00082	-0,18588	0,853
0	0,01589	2,14985	0,036**
1	0,02492	2,44126	0,018**
2	0,02697	2,19134	0,033**
3	0,02905	2,01051	0,049**
4	0,02428	1,87640	0,066*
5	0,02210	1,69952	0,095*

\*\* : 0,05 düzeyde anlamlı, \* : 0,01 düzeyde anlamlı

**Şekil 3.2: Olay Penceresi İçerisinde Kümülatif Anormal Getiriler**



## SONUÇ

Borsada işlem gören şirketlerin finansman ihtiyaçları için yüksek faizle kredi kullanmak yerine buldukları çözümlerden biri sermaye artırımudur. Bu yolla şirket borçlanarak ihtiyaç duyduğu finansmana kavuşabilmektedir. Bu artırımlar dış kaynaklardan olabildiği gibi şirketin iç kaynaklarından da olabilmektedir. Şirketin iç kaynaklarından yapılan sermaye artırımında yedek akçe, geçmiş yıl karı, gayrimenkul satışından elde edilen gelir, dağıtılmamış son yıl karı gibi içsel kaynakların sermayeye eklenmesi söz konusudur. İç kaynaklardan sermaye artırımını (bedelsiz sermaye artırımını), TTK’de açıkça düzenlenmiştir ve bu tip bir sermaye artırımında yeni hisse senetleri çıkarılması ya da mevcut hisselerin itibari değerinin yükseltilmesi söz konusudur. Bedelsiz sermaye artırım kararı şirketlerin özel durumlarından biri olduğundan KAP’a bildirilmek durumundadır.

Bu çalışmada 2015, 2016 ve 2017 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin gerçekleştirdiği sermaye artırımlarına ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerin hisse senedi getirilerine olan etkisi olay çalışması yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Bedelsiz sermaye artırım duyurularının yapıldığı tarihler Kamuyu Aydınlatma Platformundan (KAP) elde edilmiş, hisse senetlerinin sermaye artırımlarına göre düzeltilmiş fiyat verisi ise Thomson Reuters Datastream veri tabanından derlenmiştir. Veri analizinde 2015-2017 yılları arasında birden çok bedelsiz sermaye artırımını yapan şirketlerin sadece en yüksek bedelsiz sermaye artırdığı gözlem kullanılmıştır.

Gelişmiş borsalarda sermaye artırımının hisse senedinin getirilerine yönelik birçok çalışma olsa da gelişmekte olan piyasaları konu edinen sınırlı sayıda araştırma yapılmaktadır. Bu nedenle bu çalışma, gelişmekte olan ülkelere ait borsalardan Türkiye’deki sermaye artırımını yapan şirketlerin hisse senedi fiyat performansını analiz eden çalışmalardan biridir.

Çalışmada hem olay penceresi olayın gerçekleştiği günün (t) 5 gün öncesi (t-5) ve 5 gün sonrası (t+5) olmak üzere kısa tutulmuş hem de bedelsiz sermaye artırımını yapan şirketlerin bu duyuruları yapıp artırımını gerçekleştirdiği dönem (2015-2017) kısa tutulmuştur. Bu tercihin temel nedeni bedelsiz sermaye artırımını

yapılacağına ilişkin duyurunun haricinde hisse senedinin getirilerine etki edebilecek haberlerin göz ardı edilerek yalnızca bedelsiz sermaye artırım duyurusuna odaklanabilmektir. Bedelsiz sermaye artırım duyurusunun yapıldığı dönemin (2015-2017) kısa tutulmasının nedeni ise çalışmada güncelliği sağlamaktır.

Çalışma kapsamında 2015 ve 2017 yılları arasındaki 56 bedelsiz sermaye artırım duyurusu örneklemini oluşturmaktadır. Bu duyuruların yapıldıkları tarihten önceki 5 gün ile sonraki 5 gün arası zaman olay penceresi olarak tanımlanmıştır. Olay pencereleri öncesindeki 100 işlem gününün verileri kullanılarak regresyon katsayıları bulunmuş ve bu katsayılar kullanılarak her gözlem içinde olay penceresindeki beklenen, anormal ve kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır.

Çalışma sonucunda, yalnızca duyurunun yapıldığı gün istatistiksel olarak anlamlı ortalama anormal getiri elde edilebildiğini, buna karşılık olay penceresindeki diğer günlerde istatistiksel olarak anlamlı anormal getiri elde edilemediğini göstermektedir. Bedelsiz sermaye artırım oranından bağımsız olarak yapılan inceleme sonucunda, olay penceresi içerisinde bedelsiz sermaye artırım duyurusunun yapıldığı gün ve sonraki günlerde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ortalama kümülatif anormal getiriler gözlenmiştir.

Araştırmadan elde edilen bedelsiz sermaye artırım duyurusunun sonrasında istatistiksel olarak anlamlı anormal getiri elde edilemediğine ilişkin bulgu, Marisetty, Marsden ve Veeraraghavan'ın (2008) ve Masry'nin (2015) çalışmasını destekler niteliktedir. Ancak bu çalışmada anormal getirilerin tek günlük değil birkaç günlük olabileceği düşüncesinden hareketle kümülatif anormal getiriler de hesaplanmıştır. Buna göre olay tarihinden sonraki günlerde kümülatif anormal getiri elde edilebildiğine yönelik bulgu, her ne kadar anormal getiri elde edilebilen günlerin sayısı ve zamanı farklılaşsa da genel olarak Obaidullah (1992), Balachandran, Faff, Tanner (2004), Barnes ve Ma (2002), Lukose ve Roa (2002), Dhar ve Chhaochharia'nın (2008) bulgularını desteklemektedir.

Sonuç olarak bu çalışmada 2015-2017 yılları arasında Borsa İstanbul'da bedelsiz sermaye artırım yapan şirketlerin, artırım duyurularının hisse senedi



fiyatlarına kalıcı ve pozitif etki ettiği gözlemlenmiştir. Bu etkinin fiyata hızlı yansması Borsa İstanbul'un yarı-güçlü formdaki etkinliği hakkında kanıt sunmaktadır.

## KAYNAKÇA

- Akbulak, Y. (2016). TTK Işığında Anonim Şirketlerde Pay Senetleri. *Ankara Barosu Dergisi*(1).
- Akel, V. (2015). Kırılgan Beşli Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Eşbütünleşme Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 11(24).
- Akkale, R. G. (2013). Kayıtlı Sermaye Yapısı Hakkında Genel Bilgi ve 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Halka Açık Olmayan Anonim Şirketlerde Kayıtlı Sermayenin Usulü. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, XVII(1-2).
- Aktaş, M., & Akdağ, S. (2013). Türkiye'de Ekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatları ile İlişkilerinin Araştırılması. *International Journal of Social Science Research*, 2(1).
- Apalı, İ. (2018). Türk Ticaret Kanunu ve Vergi Kanunları Açısından Sermaye Artırımı. *Mali Çözüm*(28).
- Arslan, Ö. (2017). Sermaye Şirketlerine Kuruluşları Sırasında Sağlanan Kolaylıklar. *Mali Çözüm*(139).
- Aydemir, O., Ögel, S., & Demirtaş, G. (2012). Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü. *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(2).
- Bakkal, M., Bakkal, S., & Öztürk, Ş. S. (2012). *Sermaye Piyasalarında Hisse Senetleri ve Hisse Senetlerini Etkileyen Makroekonomik Faktörler*. İstanbul: Hiperlink Yayınları.

- Balachandran, B., Faff, R., & Tanner, S. (2004). Further Evidence on the Announcement Effect of Bonus Shares in an Imputation Tax Setting. *Global Finance Journal*, 15(2), 147-170.
- Barnes, M. L., & Ma, S. (2002). The Behavior of China's Stock Prices in Response to the Proposal and Approval of Bonus Issues. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.458541> (Erişim Tarihi: 23.05.2019)
- Başak, L. (2010). Türkiye'de Faaliyet Gösteren Yerli Bankaların Hisselerinin Satışına (Devrine) ve Devir Dolayısıyla Elde Edilen Kazançların Vergilendirilmesine İlişkin Esaslar. *Bankacılar*(51).
- Berk, N. (2017). *Finansal Yönetim*. Ankara: Seçkin Yayınları.
- Bilier, H., & Kulalı, İ. (2014). İndirgenmiş Nakit Akış ve Göreceli Değerleme Yönetimlerinin Karşılaştırılması. *Siyaset Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(2).
- Bostancı, F. (2017). *Kar Dağıtım Kararının Belirleyicileri: Borsa İstanbul şirketleri zerine Dinamik Panel Veri Analizi*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Chai, J., & Zhang, Z. (2011). Leverage change, debt overhang, and stock prices. *Journal of Corporate Finance*(17).
- Chittedi, K. R. (2009). Global stock markets development and integration: With special reference to BRIC countries. [https://mpa.ub.uni-muenchen.de/18602/1/MPRA\\_paper\\_18602.pdf](https://mpa.ub.uni-muenchen.de/18602/1/MPRA_paper_18602.pdf) (Erişim Tarihi: 13.03.2019)
- Chowdury, A., & Chowdury, S. P. (2010). Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh. *BEH - Business and Economic Horizons*, 3(3).
- Çalal, S. (2016). Anonim şirketlerde Ayni Sermayenin Taahhdne İlişkin zel Durumlar. *Mali Çözüm*(138).

- Çelik, A. (2011). Anonim Şirketlerde Ayni Sermaye Taahhütlerinin Yerine Getirilmesine Yönelik İhtiyati Tedbirler. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, XV(3).
- Demir, Y. (2001). Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB'de Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2).
- Demireli, E., Akkaya, G. C., & İbaşı, E. (2010). Finansal Piyasa Etkinliği: S&P 500 Üzerine Bir Uygulama. *CÜ İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11(2), 53-67.
- Dhar, S., & Chhaochharia, S. (2008). Market Reaction Around the Stock Splits and Bonus Issues: Some Indian Evidence. <https://ssrn.com/abstract=1087200> (Erişim Tarihi: 23.05.2019)
- Elmas, B., & Esen, Ö. (2011). Hisse Senedi Fiyatları ile Döviz Kuru Arasındaki Dinamik İlişkinin Belirlenmesi; Farklı Ülke Piyasaları için Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(52).
- Er, B., Güneysu, Y., & Ergün, T. (2017). Halka Arz Olan Firmaların Hisse Senedi Fiyatlarının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemlerin Karşılaştırmalı Analizi. *International Journal of Economic & Administrative Sciences*(18).
- Erol, A. F., & Aytekin, S. (2018). Borsa İstanbul Pay Piyasası Şirketlerinin Bedelsiz Sermaye Artırımı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Değerlendirilmesi. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(3).
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Gay, R. D. (2008). Effect Of Macroeconomic Variables On Stock Market Returns For Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India, And China. *International Business and Economics Research Journal*, 7(3).

- Geetha, C., Modigin, R., Chandran, V. V., & Chong, V. (2011). The Relationship Between Inflation and Stock Market: Evidence from Malaysia, United States and China. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(2).
- Gençtrük, M. (2009). Finansal Kriz Dönemlerinde Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1).
- Guo, W., Shiah-hou, S. R., & Wang, Y. W. (2006). Stock Bonus Compensation and Firm Performance in Taiwan. *Managerial Finance*, 32(11), 862-885.
- Gündoğdu, A. (2015). *Türkiye'de Sermaye Piyasasının Değişen Yüzü*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Güney, S., & Ilgın, K. S. (2018). Hisse Senedi Piyasaları ve Alternatif Yatırım Araçları Arasındaki Nedensellik Analizi: Türkiye Örneği. *ICPESS (International Congress on Political, Economic and Social Studies)*.
- Güngör, B., & Kaygın, C. Y. (2015). Dinamik Panel Veri Analizi ile Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(9).
- Gürel, E., & Beyazıtılı, E. (2017). Kar Payı Verimi ve Borsa İstanbul AŞ Üzerinde Bir Uygulama. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2).
- Horasan, M. (2009). Fiyat / Kazanç Oranının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 23(1).
- Humpe, A., & McMillian, P. (2007). Can macroeconomic variables explain long term stock market movements? A comparison of the US and Japan. *Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis Working Paper Series*.

- İpekeli, F. (2013). "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Kayıtlı Sermaye Düzenlemesi ve Bu Düzenlemenin Sermaye Piyasası Hukuku Işığında Değerlendirilmesi. *Journal of Yaşar University*, 8(Özel Sayı).
- İpekten, O. B. (2006). Risk Sermayesi Finansman Modeli. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(1).
- Kaderli, Y., & Başkaya, H. (2017). Halka Açık Firmalarda Sermaye Artırımı Duyurularının Hisse Senedi Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 2(1).
- Kahyaoğlu, M. B. (2010). Kahyaoğlu, Mehmet Burak. "Yatırım kararlarına etki eden çeşitli duygusal ve psikolojik faktörlere maruz kalma düzeyi üzerinde cinsiyetin rolü: İMKB bireysel hisse senedi yatırımcıları üzerine bir uygulama." *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi* (2010). *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi* .
- Kanalıcı-Akay, H., & Nargeleçekenler, M. (2009). Para Politikası Şokları Hisse Senedi Fiyatlarını Etkiler mi? Türkiye Örneği. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, XXVII(II).
- Karadeniz, E., Kaplan, F., & Günay, F. (2016). Sermaye Yapısı Kararlarının Kârlılığa Etkisi: Borsa İstanbul Turizm Şirketlerinde Bir Araştırma. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 13(3).
- Karasu, R. (2013). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ile Anonim Şirketlerde Kurumsal Yönetim ile İlgili Getirilen Yenilikler. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 4(2).
- Kaya, A., & Öztürk, M. (2015). Muhasebe Kârları İle Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişki: BİST Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 67.
- Kayalıdere, K. (2013). Hisse Senedi Piyasasında Muhasebe Bilgilerinin Rolü: İMKB-Mali Sektör Üzerine Bir Uygulama. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 5(1).

- Khan, F., & Thoufiqulla. (2013). Analysis of Bonus Share Issued and its Impact on Share Price with Reference to NSE Listed Stocks in India. *Acme Intellects International Journal of Research in Management*, 4(4), 1-12.
- Kılıç, S., Alp, A., & Delikanlı, İ. U. (2014). Borsa Şirketlerinde Genel Kurula Katılma ve Oy Haklarının Kullanılması: Pay Blokajı Şartının Kaldırılması Sonrasındaki Uygulama, Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri. *Journal of BRSA Banking & Financial Markets*, 8(2).
- Kohansal, M., Dadrasmoghaddam, R., Amir Karmozdi, K. M., & Mohseni, A. (2013). Relationship Between Financial Ratios and Stock Prices for the Food Industry Firms in Stock Exchange of Iran. *World Applied Programming*, 3(10).
- Kurtaran, A. (2014). Hisse Senedi Değerlendirme Yöntemlerinin Yatırım Kararlarındaki Başarısının Değerlendirilmesi. *International Journal of Economic and Administrative Studies*(13).
- Küçükkocaoğlu, G., & Alagöz, A. (2009). İMKB'de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(2).
- Küçüksille, E., & Mizrahi, R. (2015a). Bedelsiz Sermaye Artırımı Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerlerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*(35).
- Küçüksille, E., & Mizrahi, R. (2015b). Bedelli Sermaye Artırımı Duyurularının Halka Açık İşletmelerin Hisse Senedi Performanslarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. *KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 17(29).
- Lukose, J., & Roa, S. N. (2002). Does Bonus Issue Signal Superior Profitability? A Study of the BSE Listed Firms. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.428122> (Erişim Tarihi: 23.05.2019)

- Malhotra, M., Thenmozhi, M., & Goapaswamy, A. K. (2013). Factors Influencing Abnormal Returns Around Bonus and Rights Issue Announcement. *The IUP Journal of Applied Finance*, 19(4).
- Mallon, M., Klinger, R. L., & Lanivich, S. E. (2015). Configurations of human, social, and financial capital as predictors of new family firm success. *Academy of Management Proceedings*(1).
- Manavgat, Ç. (2015). Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkı Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Yaklaşımlar. *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 1(2).
- Manga, M., Bal, H., Algan, N., & Kandır, E. D. (2015). Beşeri Sermaye, Fiziksel Sermaye ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Brics Ülkeleri ve Türkiye Örneği. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24(1).
- Marisetty, V. B., Marsden, A., & Veeraraghavan, M. (2008). Price reaction to rights issues in the Indian capital market. *Pacific - Basin Finance Journal*, 16(3).
- Masry, M. (2015). The Impact of The Announcement of Distribution Bonus Shares on Abnormal Returns and Trading Volume in The Egyptian Stock Market. *The International Journal of Social Sciences and Humanities Invention*, 2(12), 1717-1731.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Mishra, A. (2005). An Empirical Analysis of Market Reaction Around The Bonus Issues in India. *The ICFAI Journal of Applied Finance*, 11(7), 21-39.
- Moroğlu, E. (2018). *Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı*. İstanbul: Onikilevha Yayıncılık.
- Nargeleçekenler, M. (2011). Hisse Senedi Fiyatları ve Fiyat /Kazanç Oranı İlişkisi: Panel Verilerle Sektörel Bir Analiz. *Business and Economics Research Journal*, 2(2).

- Obaidullah, M. (1992). How do stock prices react to bonus issues? *Vikalpa*, 17(1), 17-22.
- Özer, A. (2012). *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi: Panel Veri Analizi*. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Yayımlanmamış Doktora Tezi.
- Pamukçu, A., & Öztürk, E. (2018). Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Borsa İstanbul'a Arz Olma Kriterleri. *İda Academia Muhasebe ve Maliye Dergisi*, 1(2).
- Pekkaya, M. (2012). Kâr payı dağıtımının şirket değeri üzerine etkisi: İMKB 30 endeks hisselerine bir analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 2(4).
- Pekkaya, M., & Bayramoğlu, M. F. (2008). Hisse Senedi Fiyatları ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi: YTL/USD, İMKB 100 ve S&P 500 Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(38).
- Raja, M., & Sudhahar, J. C. (2010). An Empirical Test of Indian Stock Market Efficiency in Respect of Bonus Announcement. *Asia Pacific Journal of Finance and Banking Research*, 4(4), 1-14.
- Sakınç, S. Ö. (2018). *Finansal Piyasalarda Yatırımcının Korunması ve Türk Sermaye Piyasası*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Sayılgan, G., & Süslü, C. (2011). Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 5(1).
- Sharma, G. D., & Mahendru, M. (2010). Impact of Macro-Economic Variables on Stock Prices in India. *Global Journal of Management and Business Research*, 10(7).



- Sırma, İ. (2016). Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında İzahname Kapsamındaki Bilgilerin Yatırımcı Talebine Etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 12(29).
- Su, C.-W., Chang, Y.-W., Chen, Y.-S., & Chang, H.-L. (2008). The relationship between stock price and EPS: Evidence based on Taiwan Panel Data. *Economics Bulletin*, 3(30).
- Suresha, B., & Chandrashekara, B. (2016). Market Efficiency Around Bonus, Stock Split and Right Issue Announcement - Evidence from India. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 7(11), 71-79.
- Topçu, N., & Demirkol, V. (2015). Sermaye Şirketlerinde Sermaye Artırım İşlemleri ve Muhasebeleştirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(65).
- Topuz, Y. V. (2011). Tüketici Güveni ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7(1).
- Tuna, İ., & Dağkurs, L. (2017). Firmaya Özgü Faktörlerin Sermaye Artırımı Etkisinin Sektörel Açından Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi. *SOBİDER*(15).
- Tuna, İ., & Karaca, S. S. (2015). Borsa İstanbul (BIST) 30'da Kayıtlı Sanayi Şirketlerinin Sermaye Artırımlarının Tahmini. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 7(12).
- Turanboy, A. (1996). Anonim Şirketlerde Temsilci Aracılığıyla Oy Kullanma ve Hissedarlara Çağrı Yoluyla Oyda Vekalet. *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 45(1).
- Ünlü, U. (2016). Anonim Şirketlerde Pay Senedi Kavramının İncelenmesi. *Mali Çözüm Dergisi*(26).

- Wongbangpo, S. C., & Sharma, P. (2002). Stock market and maeroeconomic fundamental dynamic interactions :ASEAN-5 countries. *Journal of Asian Economics*(13).
- Yalçiner, K., Atan, M., & Boztosun, D. (2005). Finansal Oranlarla Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(27).
- Yanlı, V. (2015). Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikte İşlemler. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 6(2).
- Yapraklı, S., & Güngör, B. (2007). Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 62(2).
- Yıldız, Ş. (2012). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununda Rüçhan Hakkı Konusunda Getirilen Değişiklikler. <http://dspace.marmara.edu.tr/bitstream/handle/11424/2137/5000001563-5000000629-PB.pdf?sequence=1> (Erişim Tarihi: 03.03.2019)
- Yılmaz, Ö., Güngör, B., & Kaya, V. (2006). Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki Eşbütünleşme ve Nedensellik. *İMKB Dergisi*(34).
- Yörük, N., & Ban, Ü. (2006). Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(30).