



2023, 12 (2), 1122-1141 | Araştırma Makalesi

Küresel Pandemi Sırasında Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırım Duyurularının Pay Getirileri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul'dan Kanıtlar

Bekir KAYA ¹

Öz

Çalışmada, küresel pandemi sırasında, Mart-2019 ile Mart-2021 arasındaki dönemde, Borsa İstanbul'daki şirketlerin, bedelli ve bedelsiz sermaye artırım duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisi incelenmektedir. Olay analizi kullanılarak, nihai olarak belirlenen 109 olay ile analizler yapılmıştır. Olay penceresi, olay tarihinden önceki 10. gün ile olay tarihinden sonraki 10. gün arasındaki 21 günlük süreyi kapsamaktadır. Tahmin penceresi ise, olay tarihinden önceki 11. gün ile olay tarihinden önceki 110. gün arasındaki 100 günlük süreyi kapsamaktadır. Payların tahmin penceresindeki beklenen getirilerinin hesaplanmasının ardından, olay penceresindeki ortalama anormal getirileri ve kümülatif ortalama anormal getirileri hesaplanmıştır. Kümülatif ortalama anormal getirilerinin anlamlılık düzeyini belirlemek için parametrik ve parametrik olmayan testlerden yararlanılmıştır. Parametrik test olarak t-testi, parametrik olmayan test olarak ise Wilcoxon işaretli sıra testi uygulanmıştır. Bedelli ve bedelsiz sermaye artırım duyuruları birlikte ele alındığında, hem Covid-19 pandemisi öncesindeki dönemde, hemde Covid-19 pandemisi sırasındaki dönemde duyuru tarihi etrafında kümülatif anormal getiriler tespit edilmiştir. Covid-19 pandemisi öncesindeki dönem ile Covid-19 pandemisi sırasındaki dönem karşılaştırıldığında, Covid-19 pandemisi öncesindeki dönemde duyuru sonrasındaki tarihlere, duyuru öncesindeki tarihlere göre daha fazla kümülatif ortalama anormal getiri sağlanmıştır. Bedelli sermaye artırım duyuruları ayrı ele alındığında Covid-19 pandemisi öncesindeki dönemde duyuru sonrasındaki tarihlere, duyuru öncesindeki tarihlere göre daha fazla kümülatif ortalama anormal getiri sağlanmıştır. Bedelsiz sermaye artırım duyuruları ayrı ele alındığında ise Covid-19 pandemi sırasındaki dönemde duyuru sonrasındaki tarihlere, duyuru öncesindeki tarihlere göre daha fazla kümülatif ortalama anormal getiri sağlanmıştır. Ulaşılan sonuçlar Borsa İstanbul'un yarı etkin bir piyasa olmadığını göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Bedelli Sermaye Artırım, Bedelsiz Sermaye Artırım, Pay Getirisi, Olay Analizi, Küresel Pandemi, Covid-19

Kaya, B. (2023). Küresel Pandemi Sırasında Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırım Duyurularının Pay Getirileri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul'dan Kanıtlar . İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi , 12 (2) , 1122-1141 . <https://doi.org/10.15869/itobiad.1271390>

Geliş Tarihi	27.03.2023
Kabul Tarihi	26.06.2023
Yayın Tarihi	29.06.2023
*Bu CC BY-NC lisansı altında açık erişimli bir makedir.	

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, Polatlı Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, Muhasebe ve Vergi Bölümü, Ankara, Türkiye, bekir.kaya@hbv.edu.tr, ORCID: 0000-0003-2648-2864



2023, 12 (2), 1122-1141 | Research Article

Impact of Rights and Bonus Issue Announcements on Stock Returns During The Global Pandemic: Evidence from Borsa İstanbul

Bekir KAYA¹

Abstract

In the study, the impact of rights and bonus issue announcements of companies in Borsa İstanbul on stock returns during the global pandemic, between March-2019 and March-2021 is examined. By using the event study analysis, analyzes were made with 109 events that were finally determined. The event window covers the 21-day period between the 10th day before the event date and the 10th day after the event date. The estimation window covers the 100-day period between the 11th day before the event date and the 110th day before the event date. After calculating the expected returns of the stocks in the estimation window, the average abnormal returns in the event window and the cumulative average abnormal returns are calculated. Parametric and non-parametric tests were used to determine the significance level of the cumulative average abnormal returns. T-test was used as parametric test and Wilcoxon signed-rank test was used as non-parametric test. When the rights and bonus issue announcements are considered together, cumulative abnormal returns have been detected around the announcement date both in the period before the Covid-19 pandemic and during the period during the Covid-19 pandemic. When the period before the Covid-19 pandemic is compared with the period during the Covid-19 pandemic, more cumulative average abnormal returns were achieved in the post-announcement period in the pre-COVID-19 pandemic period than in the pre-announcement dates. Considering the rights issue announcements separately, more cumulative average abnormal returns were achieved in the post-announcement dates in the period before the Covid-19 pandemic compared to the dates before the announcement. When bonus issue announcements are considered separately, more cumulative average abnormal returns were achieved in the post-announcement dates during the Covid-19 pandemic than in the dates before the announcement. The results show that Borsa İstanbul is not a semi-efficient market.

Keywords: Right Issue, Bonus Issue, Stock Return, Event Study, Global Pandemic, Covid-19

Kaya, B. (2023). Impact of Rights and Bonus Issue Announcements on Stock Returns During The Global Pandemic: Evidence from Borsa İstanbul . Journal of the Human and Social Science Researches , 12 (2) , 1122-1141 . <https://doi.org/10.15869/itobiad.1271390>

Date of Submission	27.03.2023
Date of Acceptance	26.06.2023
Date of Publication	29.06.2023
*This is an open access article under the CC BY-NC license.	

¹ Assist. Prof. (PhD), Ankara Hacı Bayram Veli University, Polatlı Social Sciences and Vocational School, Accounting and Tax Department, Ankara, Türkiye, bekir.kaya@hbv.edu.tr, ORCID: 0000-0003-2648-2864

Giriş

Şirketler kurulduktan sonra, çeşitli gerekçelerle sermaye artırım kararı verebilmektedir. Yatırım yapmak, bir işletmeyi devralmak, vadesi gelen borçları ödemek vb. sermaye artırım kararının gerekçeleri arasında sıralanabilmektedir (Karaahmetoğlu, 1981, s. 153). Şirketlerde sermaye artırımı iki şekilde gerçekleştirilebilmektedir: Bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını. Bedelli sermaye artırımını, sermaye artırım kararı verildiğinde ortakların sermaye taahhüdünde bulunduğu ve ödeme yaparak bu taahhüdü yerine getirdiği sermaye artırım şeklidir. Bedelsiz sermaye artırımını ise, sermaye artırım kararı verildiğinde ortakların sermaye taahhüdünde bulunmadığı, şirket bünyesinde bulunan dağıtılmayan kâr, yedek akçe vb. fonların sermayeye ilave edildiği sermaye artırım şeklidir.

Bedelli sermaye artırım kararı verildiğinde şirkete dışarıdan para girişi sağlanmaktadır. Şirket bu fonları ortakların piyasada sağlayacağı getiri oranlarından daha yüksek getiri sağlayacağı alanlara yönlendirdiğinde bu durum şirketin piyasa değerinin artışına sebep olabilmektedir. Bu doğrultuda ortağın elinde bulunan payların değerlendirilmesiyle ortağın servetinde bir artış gerçekleşebilmektedir. Eğer şirket ortakları gelecekte böyle bir durumun gerçekleşmesi beklentisi içerisinde ise bu durumu iyi haber olarak değerlendirebilecektir. Ortaklar sermaye artırım kararına katılarak pay değerinin, bağlantılı olarak pay getirilerinin yükselmesine neden olabilecektir. Diğer taraftan bakıldığında ise, ortağın beklentisinin gerçekleşme ihtimali daha düşük olarak görünüyorsa, bu durum kötü haber olarak değerlendirilebilecek ve bu doğrultuda pay fiyatları ve beklenen getiride düşme gerçekleşebilmektedir. Bazı durumlarda ise ortak söz konusu duruma karşı tepkisiz kalabilmektedir. Bu durumda ise pay fiyatlarında ve paydan beklenen getiride bir değişiklik olması beklenmemektedir.

Bedelsiz sermaye artırımlarında ise durum biraz daha farklıdır. Çünkü bedelsiz sermaye artırım kararı verildiğinde, dışarıdan şirkete bir fon girişi sağlanmamaktadır. Şirket içindeki kaynaklar, otofinsman yoluyla, şirket yatırımlarının finansmanında kullanılabilir. Fakat ortağın sahip olduğu pay sayısındaki artış, şirket ortaklarınca iyi haber olarak değerlendirildiğinde, bunun pay getirisi üzerinde artırıcı bir etkisi olabileceği düşünülebilir. Fakat bedelli sermaye artırımlarında olduğu gibi bu durum şirket ortaklarınca kötü haber olarak değerlendirildiğinde, pay fiyatları ve pay getirilerinde düşme gerçekleşebilmektedir.

Bedelli sermaye artırım kararlarında olduğu gibi, bedelsiz sermaye artırım kararlarına yatırımcılar kayıtsız kalabilmektedir. Yatırımcılar bu duruma kayıtsız kalması halinde ise, pay fiyatlarının değişmeyeceği, anormal bir pay getirisi ortaya çıkmayacağı da ifade edilebilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye artırım kararları şirketlerin yatırımlarının finansmanında önemli bir fon kaynağını oluşturabilmektedir. Borsa İstanbul'dan paylaşılan veriler de Türkiye'de de bu durumu destekler niteliktedir. TSPB (2021)'nin yayımladığı raporda paylaşılan verilere göre, Borsa İstanbul'daki şirketler 2017 yılında 3,8 milyar TL sermaye artırımını gerçekleştirmiştir. 2018 yılına gelindiğinde sermaye artırımlarının düzeyi 5,7 milyar TL artış göstererek 9,5 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. 2019 yılına gelindiğinde bir önceki yıla göre sermaye artırım düzeyinde 3,1 milyar TL'lik bir azalış gerçekleşse de, 2020 yılına gelindiğinde ortaya çıkan 20,4 milyar TL'lik düzey dikkat çekicidir. Yani 2020 yılında bir önceki dönemi göre sermaye artırımlarının

büyüklüğü yaklaşık 14 milyar TL düzeyinde artmıştır. 11 Mart 2020 yılında ilan edilen Covid-19 pandemisi etkisini sermaye artırım düzeylerinde de hissettirmiştir. Covid-19 pandemisinin ilan edildiği 2020 yılından sonraki dönemde, 2021 yılında bedelli sermaye artırımların düzeyi, bir önceki yıla göre %27,4'lük düşüş ile 14,8 milyar TL seviyesine gerilemiştir.

Sermaye artırım düzeylerindeki bu eğilim Borsa İstanbul pay endekslerinin TL bazında getirilerinde de kendini göstermektedir. TSPB (2021)'den sağlanan bilgilere göre 2020 yılında Borsa İstanbul pay endekslerinin TL bazında getirisi %29,1 düzeyinde gerçekleşmiştir. Covid-19 pandemisi sonrasındaki dönem, 2021 yılında, bir önceki döneme göre %3,33 düzeyinde bir azalış gerçekleşerek, Borsa İstanbul pay endekslerinin TL bazında getirisi %25,8 olarak belirlenmiştir.

Bu kapsamda Covid-19 pandemisi öncesi ve sırasındaki dönemde, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin, sermaye artırım kararlarına ilişkin duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisinin belirlenmesi bu çalışmanın temel amacını oluşturmaktadır. Literatürde sermaye artırım kararlarına ilişkin duyuruların pay getirileri üzerindeki etkisinin incelendiği, Tsangarakis (1996), Salamudin vd. (1999), Balachandran vd. (2004), Ariff vd. (2007), Malhotra vd. (2007), Rohit vd. (2013), Kithinji vd. (2014), Ramesh ve Rajumesh (2014), Pradhan ve Kasilingam (2014), Konak ve Kendirli (2014), Otieno ve Ochieng (2015), Velayutham (2015), Kendirli ve Elmalı (2016), Rohit vd. (2016), Alhashel (2016), Khoso vd. (2016), Ogada ve Kalunda (2017), Alex (2017), Pathak ve Gupta (2018), Erol ve Aytekin (2018), Suthiono ve Atmaja (2019), Sutrisno (2019), Dewi ve Candraningrat (2019), Kumari (2019), Chivukula (2019), Satapathy ve Mishra (2021), İşiker ve Taş (2021), Widyatmoko vd. (2022), Pandey vd. (2022), Jajoo ve Nirmal (2022),

Athawale ve Athawale (2023) çalışmaların yapıldığı görülmektedir. Fakat çalışmaların büyük çoğunluğunun Covid-19 etkisini dikkate almadan bir inceleme gerçekleştirmiş olması dikkat çekicidir. Pandey vd. (2022) tarafından yapılan çalışmada Covid-19 küresel salgın sırasında Hindistan Borsası'nda faaliyet gösteren şirketler bazında ve kurumsal şirket duyuruları başlığı altında; temettü duyuruları, bedelli ve bedelsiz sermaye artırım duyuruları, hisse bölünme duyuruları, birleşme ve satın alma duyuruları alt ayrımlarında, duyularının hisse getirileri üzerindeki etkisini incelemektedir. Gerçekleştirilen çalışma, Pandey vd. (2022)'nin çalışmasındaki gibi Covid-19 öncesi ve sırasındaki sermaye artırım kararlarına ilişkin duyuruların hisse getirileri üzerindeki etkisinin incelenmesi noktasında benzerlik göstermekle birlikte, Türkiye ölçeğinde bir bakış açısı geliştirmesi yönünden bu çalışmadan farklılaşmaktadır. Covid-19 pandemisi öncesindeki ve sırasındaki dönemde sermaye artırım kararlarına ilişkin duyuruların etkilerinin incelendiği, Türkiye ölçeğinde yapılan bu çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın ilerleyen kısımlarında literatür incelemesine yer verildikten sonra yöntem, veri seti ve bulgular kısımlarına yer verilmiştir. Son kısımda ise sonuç bölümüne yer verilmiştir.

Literatür İncelemesi

Literatür incelendiğinde yapılan çalışmaların büyük çoğunluğunun Covid-19 pandemisi öncesindeki dönemleri kapsadığı görülmektedir. Salamudin vd. (1999)'nin Ocak-1980 ile Aralık-1995 arasındaki dönemde Malezya'da gerçekleştirdiği çalışmada,

bedelli ve bedelsiz sermaye artırım duyurusu ayrımı yapılmadan, sermaye artırım duyurularının pay getirileri üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Balachandran vd. (2004)'nin çalışmasında 1992 ile 2000 arasındaki dönemde Avustralya'da halka açık şirketler incelenmiştir. Yapılan analizler neticesinde, bedelsiz sermaye artırım duyurularının pay getirileri üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Rohit vd. (2013)'nin 2010-2011 arasındaki dönemde ve Satapathy ve Mishra (2021)'nin 2004-2015 arasındaki dönemde Hindistan'da, Işiker ve Taş (2021)'in 2010-2019 arasındaki dönemde Türkiye'de yaptığı çalışmalarda da benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Ariff vd. (2007)'nin çalışmasında 1983-2003 arasındaki dönemde Singapur'da bedelli sermaye artırım duyurularına pay fiyatlarının tepkisi incelenmiştir. Bedelli sermaye artırım duyurularının pay getirileri üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kithinji vd. (2014)'nin 2007-2012 arasındaki dönemde Kenya'yı, Tsangarakis (1996)'in 1981-1990 arasındaki dönemde Yunanistan'ı, Ramesh ve Rajumesh (2014)'in 2008-2012 arasındaki dönemde Sri-Lanka'yı, Alhashel (2016)'in 2004-2013 arasındaki dönemde Kuveyt'i, Khoso vd. (2016)'nin 2007-2015 arasındaki dönemde Pakistan'ı inceledikleri çalışmalarda da benzer sonuçlar elde edilmiştir. Bedelli ve bedelsiz sermaye artırım kararlarının pay getirileri üzerinde pozitif etkiye sahip olması yatırımcıların bu durumu iyi haber olarak değerlendirdiğini düşündürmektedir.

İncelenen çalışmalarda bedelli ve bedelsiz sermaye artırım kararlarının pay getirileri üzerinde negatif etkiye sahip olduğu, yani yatırımcıların bunu negatif sinyal olarak değerlendirdiği, sonuçlara ulaşıldığı da görülmektedir. Otieno ve Ochieng (2015)'in 2007-2014 arasındaki dönemde Kenya'yı, Kendirli ve Elmalı (2016)'nin 2009-2014 arasındaki dönemde Türkiye'yi, Pathak ve Gupta (2018)'nin 2007-2016 arasındaki dönemde Nepal'i, Suthiono ve Atmaja (2019)'nin 1991-2016 arasındaki dönemde Endonezya'yı inceledikleri çalışmalarda bedelli sermaye artırım duyurularının pay getirileri üzerinde negatif etkiye sahip olduğu bulunmuştur. Ayrıca Malhotra vd. (2007)'nin 2000-2006 arasındaki dönemde Hindistan'ı inceledikleri çalışmada ise bedelsiz sermaye artırım duyurularının pay getirileri üzerinde negatif etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İncelenen bazı çalışmalarda ise bedelli ve bedelsiz sermaye artırım duyurularının pay getirileri üzerinde bir etkisi olmadığı, söz konusu piyasaların etkin piyasa olarak nitelendirildiği görülmektedir. Rohit vd. (2016)'nin 2011-2014 arasındaki dönemde Hindistan'ı, Ogada ve Kalunda (2017)'nin 2005-2012 arasındaki dönemde Kenya'yı, Sutrisno (2019)'un 2014-2016 arasındaki dönemde, Dewi ve Candraningrat (2019)'in 2014-2018 arasındaki dönemde ve Widyatmoko vd. (2022)'nin 2017-2020 arasındaki dönemde Endonezya'yı inceledikleri çalışmalarında bedelli sermaye artırım duyurularının pay senedi getirileri üzerinde etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Alex (2017)'in 2015 yılında; Kumari (2019)'ün 2014-2018 arasındaki dönemde; Chivukula (2019)'nin 2017-2018 arasındaki dönemde Hindistan'ı inceledikleri çalışmalarında ise, bedelsiz sermaye artırım duyurularının pay getirileri üzerinde etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Öte yandan bir kısım çalışmalarda ise olay penceresinde farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Pradhan ve Kasilingam (2014)'in 2005 ile 2012 arasındaki dönemde Hindistan'da gerçekleştirdiği çalışmada bedelsiz sermaye artırım duyurularının, duyuru öncesi dönemde pay getirileri üzerinde pozitif, duyuru sonrası dönemde pay

getirileri üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Erol ve Aytekin (2018)'in 2016-2017 arasında Türkiye'de gerçekleştirdiği çalışmada bedelsiz sermaye artırım duyurularının duyurudan kısa bir süre sonra pozitif, daha ileri tarihlerde ise negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Velayutham (2015)'in 2008-2013 arasındaki dönemde Sri Lanka'da gerçekleştirdiği çalışmada, bedelli sermaye artırım duyurularının pay senedi getirileri üzerinde negatif, bedelsiz sermaye artırım duyurularının pay senedi getirileri üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Burada yer verilen çalışmaların ortak noktası pandemi öncesi dönemleri kapsam içerisine alarak, analizlerin yapılmasıdır. Covid-19 sırasındaki etkinin ortaya konulduğu çalışmalar oldukça sınırlıdır. Bu doğrultuda yazarın bilgisi dâhilinde ulaşılan çalışma, Pandey vd. (2022)'in 2020 yılını inceleyerek Hindistan'da gerçekleştirdiği çalışmadır. Yapılan çalışmada ulaşılan sonuçlara bakıldığında, bedelsiz sermaye artırım olay tarihinde pozitif anormal getiriye yol açarken, bedelli sermaye artırımının pay getirilerini etkilemediği belirlenmiştir.

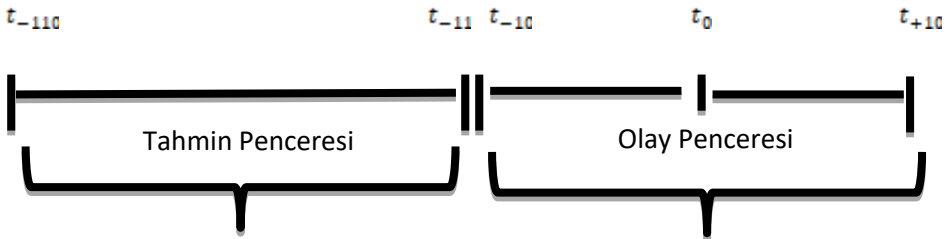
Yöntem

Çalışmada olay analizi yöntemi kullanılmıştır. Uzun bir geçmişe sahip olan ve ilk kez Dolley (1933) tarafından kullanıldığı düşünülen (Mackinlay, 1997, s. 13) olay analizi yöntemi, sosyal bilimler alanında yaygın olarak kullanılmaktadır. Yöntem, Mackinlay (1997, s. 14-15) tarafından aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir:

1. Olayın tanımlanması ve olay penceresinin belirlenmesi
2. Çalışmaya dâhil edilecek firmaların seçim ölçütünün belirlenmesi
3. Normal performansın ölçülmesi için tahmin penceresinin belirlenmesi
4. Olayın etkisinin ölçülmesi için anormal getirilerin belirlenmesi
5. Anormal getiriler için test çerçevesinin belirlenmesi

Çalışmada olay, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin bedelli veya bedelsiz sermaye artırım kararlarının SPK tarafından onaylanmasıdır. Bu olaylar SPK tarafından yayınlanan bültenler ile kamuoyu ile paylaşılmaktadır. Ayrıca şirket Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden de bildirimde bulunarak bu durumu kamuoyuna duyurmaktadır.

Olay penceresi olay tarihinden önceki 10 iş günü ile olay tarihinden sonraki 10 iş günü olmak üzere toplam 21 iş günü süreyi kapsamaktadır. Çalışmaya dahil şirketler söz konusu onayın verildiği ve Borsa İstanbul'da Covid-19 pandemisi öncesinde veya Covid-19 pandemisi sırasında işlem görmekte olanlardır. Normal pay getirilerinin hesaplanması için tahmin penceresi olay tarihinden önceki 11. iş günü ile 110. İş günü arasındaki 100 iş günü olarak belirlenmiştir. Olay penceresi ve tahmin penceresi aşağıdaki şekilde ifade edilebilmektedir.



Olay analizi yönteminde, olayın etkisi anormal getiri hesaplanarak belirlenmektedir (Mackinlay, 1997, s.15). Anormal getiri, beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki fark olup, Denklem (1)'deki şekilde hesaplanmaktadır.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

$AR_{i,t}$ = i payının t günündeki anormal getirisini,

$R_{i,t}$ = i payının t günündeki gerçekleşen getirisini ve

$E(R_{i,t})$ = i payının t günündeki beklenen getirisini göstermektedir.

Denklem (1)'de gösterilen payın gerçekleşen getiri logaritması alınan günlük gerçekleşen getiriler kullanılarak Denklem (2)'deki şekilde hesaplanmaktadır.

$$R_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (2)$$

$R_{i,t}$ = i payının t günündeki gerçekleşen getirisini,

$P_{i,t}$ = i payının t günündeki kapanış fiyatını ve

$P_{i,t-1}$ = i payının t - 1 günündeki kapanış fiyatını göstermektedir.

Payların beklenen getiri ise, istatistiksel yaklaşım ya da ekonomik yaklaşım kullanılarak hesaplanabilmektedir (Mackinlay, 1997, s.17). Payların beklenen getirisinin hesaplanmasında istatistiksel yaklaşım kullanılmıştır. Bu amaçla Denklem (3) kullanılmaktadır.

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i * R_{BIST 100,t} \quad (3)$$

$E(R_{i,t})$ = i payının t günündeki beklenen getirisini,

α_i = i payının sabit katsayısını,

β_i = i payının beta katsayısını ve

$R_{BIST 100,t}$ = BİST 100 endeksinin t günündeki gerçekleşen getirisini göstermektedir.

BİST 100 endeksinin t günündeki gerçekleşen getiri ise Denklem (4) uygulanarak hesaplanmaktadır.

$$R_{BIST 100,t} = \ln \left(\frac{P_{BIST 100,t}}{P_{BIST 100,t-1}} \right) \quad (4)$$

$R_{BIST 100,t}$ = BİST 100 endeksinin t günündeki gerçekleşen getirisini,

$P_{BIST 100,t}$ = BİST 100 endeksinin t günündeki kapanış değerini ve

$P_{BIST 100,t-1}$ = BİST 100 endeksinin t - 1 günündeki kapanış değerini göstermektedir.

Payların olay penceresindeki her bir gün için Denklem (1) kullanılarak anormal getirilerinin hesaplanmasının ardından, ortalama anormal getiriler Denklem (5) ile elde edilmektedir:

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad (5)$$

AAR_t = t günündeki ortalama anormal getiriyi ve

$AR_{i,t}$ = i payının t günündeki anormal getirisini göstermektedir.

Olay penceresindeki her bir gün için hesaplanan ortalama anormal getiriler kullanılarak, kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) ise aşağıdaki gibi belirlenmektedir.

$$CAAR = \sum_{t=1}^t AAR_t \quad (6)$$

Günlük kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) hesaplandıktan sonra, bu getirilerin anlamlılığını test etmek için parametrik ve parametrik olmayan testler uygulanmıştır. Uygulanan parametrik test, t-testidir. Parametrik olmayan test ise, Wilcoxon işaretli sıralar testidir. Bu testlerin belirlenmesinde serilerin normal dağılım özelliği gösterip göstermediği belirleyici olmaktadır.

Veri Seti

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından onaylanan sermaye artırım duyurularının, Covid-19 pandemisi öncesindeki dönemde (Mart 2019 ile Mart 2020 arası) ve Covid-19 pandemisi sırasındaki dönemde (Mart 2020 ile Mart 2021 arası) pay getirileri üzerinde anormal bir etkisinin olup olmadığının belirlenmesinin amaçlandığı çalışmada test edilecek hipotezler şöyledir:

H₁= Sermaye artırım duyuruları etrafında, olay penceresinde, istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmaktadır.

H₂= Bedelli sermaye artırım duyuruları etrafında, olay penceresinde, istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmaktadır.

H₃= Bedelsiz sermaye artırım duyuruları etrafında, olay penceresinde, istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmaktadır.

Bu hipotezleri test etmek için çalışmada kullanılan veriler, SPK tarafından onaylanan sermaye artırım kararlarına ilişkin duyurulardır. Bu duyurular SPK tarafından yayınlanan bültenlerden temin edilebilmektedir. Bu kapsamda, analiz dönemi içerisinde, 118 şirkete ait 147 sermaye artırım duyurusu belirlenmiştir. Bu duyuruların 53 tanesi Covid-19 pandemisi öncesindeki döneme, 94 tanesi ise Covid-19 pandemisi sırasındaki döneme aittir. Söz konusu veri setinde tahmin penceresinin yeterli olmaması ve çakışan duyurulardan dolayı elemeler yapılmıştır. Bu doğrultuda Covid-19 pandemisi öncesindeki döneme dair 44 duyuru, Covid-19 pandemisi sırasındaki döneme ait 79 duyuru belirlenmiştir. Söz konusu duyuruların sermaye artırım türüne göre dağılımına Tablo 1’de verilmektedir.

Tablo 1: Sermaye Artırım Duyurularının Dağılımı

Sermaye Artırım Türü	Covid-19 Pandemisi Öncesindeki Dönem		Covid-19 Pandemisi Sırasındaki Dönem		Toplam
	2019	2020	2020	2021	
Bedelsiz Sermaye Artırımı	17	2	26	1	46
Bedelli Sermaye Artırımı (Rüçhan Hakkı Kullanılarak)	11	9	27	16	63
Bedelli Sermaye Artırımı (Tahsisli)	2	2	4	3	11

Bedelli Sermaye Artırımı (Birleşme)	-	1	2	-	3
Toplam	30	14	59	20	123

Kaynak: SPK Günlük Bültenleri taranarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 1’de de görüldüğü üzere SPK tarafından onaylanan sermaye artırımı kararları bedelsiz sermaye artırımı ve bedelli sermaye artırımı olmak üzere iki türde yapılmaktadır. Bedelli sermaye artırımı kararları ise; rüçhan hakkı kullanılarak, tahsisli ve birleşme olmak üzere üç alt başlıkta yapılmaktadır. Yapılan analizlerde bedelli sermaye artırımı (tahsisli) ve bedelli sermaye artırımı (birleşme) duyuruları kullanılarak anlamlı sonuç elde edilemediği için bu duyurular veri setinden çıkarılmıştır. Bu doğrultuda analizlere Covid-19 pandemisi öncesindeki döneme dair 39 duyuru ve Covid-19 pandemisi sırasındaki döneme ait 70 duyuru ile devam edilmiştir. Analizde kullanılan diğer veriler ise, şirketlerin pay fiyatları ve Borsa İstanbul endeks verileridir. Bu veriler ise Borsa İstanbul tarafından yayımlanan günlük bültenlerden yazar tarafından derlenmiştir.

Bulgular

Covid-19 pandemi öncesi dönem (Mart 2019 ile Mart 2020 arası) ve Covid-19 pandemi sırasındaki dönemde (Mart 2020 ile Mart 2021 arası) sermaye artırımı duyurusu yapılan şirketlerin olay penceresindeki kümülatif ortalama anormal getirileri ve getirilerin istatistiksel olarak anlamlılık düzeyine ilişkin test sonuçları Tablo 2’de gösterilmektedir.

Tablo 2: Sermaye Artırımı Duyurularının Kullanıldığı Modelde Belirlenen Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler ve Bu Getirilerin Anlamlılık Düzeyleri

Gün	Covid-19 pandemi öncesi dönem			Covid-19 pandemi sırasındaki dönem		
	CAAR	t değeri	Wilcoxon testi	CAAR	t değeri	Wilcoxon testi
-10	-,0086	-1,073	-,628	-,0028	-,576	-,863
-9	-,0102	-1,070	-,265	-,0084	-1,232	-2,859***
-8	-,0059	-,471	,991	-,0036	-,401	-,454
-7	,0004	,033	1,647	-,0027	-,235	,436
-6	,0024	,163	1,856*	-,0007	-,056	,699
-5	,0137	,787	2,205**	-,0041	-,292	,617
-4	,0227	1,211	2,554**	-,0115	-,723	,120
-3	,0283	1,384	2,861***	-,0129	-,751	,061
-2	,0388	2,077**	3,140***	-,0014	-,076	1,045
-1	,0462	2,130**	3,377***	,0106	,569	1,759*
Olay günü (0)	,0365	1,645	3,265***	,0205	1,069	2,186**

1	,0390	1,870*	3,461***	,0351	1,692*	2,736***
2	,0397	1,858*	3,628***	,0416	1,783*	2,116**
3	,0433	2,011*	3,935***	,0354	1,450	1,431
4	,0400	1,869*	3,335***	,0353	1,413	1,355
5	,0372	1,589	2,819***	,0356	1,426	1,495
6	,0425	1,826*	3,098***	,0384	1,573	1,396
7	,0461	1,912*	2,958***	,0338	1,323	1,056
8	,0678	2,188**	3,042***	,0314	1,147	,963
9	,0674	2,165**	2,777***	,0323	1,131	,892
10	,0533	1,756*	2,400**	,0340	1,128	,933

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 2'deki verilerden, Covid-19 pandemi öncesi dönem değerlendirildiğinde, t-testine göre duyuru öncesi 2. günden itibaren duyuru sonrası 10. güne kadar (duyuru günü hariç olmak üzere); Wilcoxon işaretli sıra testine göre ise duyuru öncesi 6. günden itibaren duyuru sonrası 10. güne kadar farklı anlamlılık seviyelerinde istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler tespit edilmiştir.

Bu dönemde olay tarihinden önceki 6. günde kümülatif ortalama anormal getiri %0,024 iken, duyuru tarihinde %3,65'e, duyuru sonrası 8. günde %6,78'e yükselmiştir. Bu durumda duyuru öncesi ile duyuru sonrası arasında %6,54'lük pozitif kümülatif ortalama anormal getiri farkı ortaya çıkmaktadır.

Ulaşılan sonuçlar Covid-19 pandemi öncesindeki dönemde H_0 hipotezinin kabul edildiğini göstermektedir. Yani Covid-19 pandemi öncesindeki dönemde sermaye artırım duyuruları etrafında, olay penceresinde, istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmaktadır.

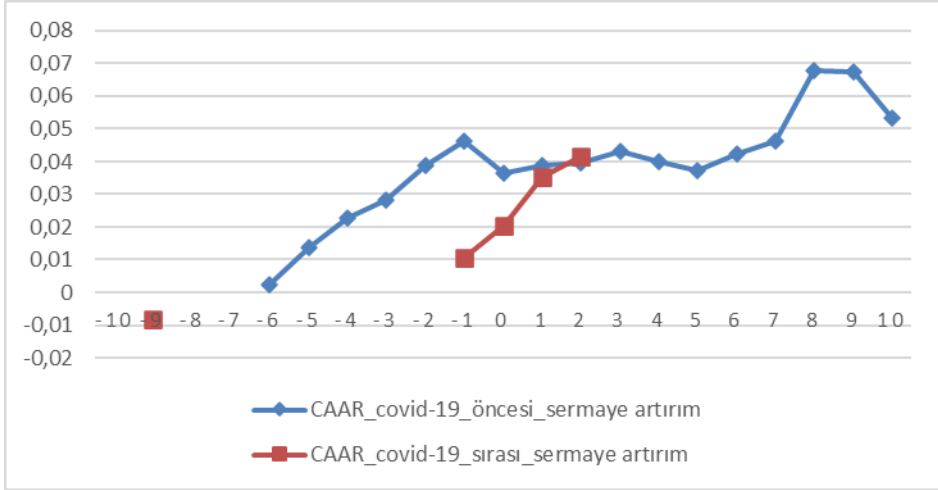
Covid-19 pandemi sırasındaki dönem değerlendirildiğinde ise, t-testine göre duyuru sonrası 1. ve 2. günde, Wilcoxon işaretli sıra testine göre ise duyuru öncesi 9. günde ve duyuru öncesi 1. gün ile duyuru sonrası 2. gün arasında farklı anlamlılık düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmuştur.

Covid-19 pandemi sırasındaki dönemde duyuru tarihinden önceki 1. günde kümülatif ortalama anormal getiri %1,06 iken, duyuru tarihinde %2,05'e, duyuru sonrası 2. günde ise %4,16'ya yükselmiştir. Bu durumda duyuru öncesi ile duyuru sonrası arasında %3,1'lik pozitif kümülatif ortalama anormal getiri farkı ortaya çıkmaktadır.

Ulaşılan sonuçlar Covid-19 pandemi sırasındaki dönemde H_0 hipotezinin reddedildiğini göstermektedir. Yani Covid-19 pandemi sırasındaki sermaye artırım duyuruları etrafında, olay penceresinde, istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmamaktadır.

Sermaye artırım duyurularına ilişkin olay penceresindeki istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler Şekil 1'de gösterilmektedir.

Şekil 1: Sermaye Artırım Duyurularına İlişkin Olay Penceresindeki İstatistiksel Olarak Anlamlı Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler



Şekil 1’de görüldüğü üzere, olay penceresinde hem Covid-19 öncesi dönemde hem de Covid-19 sırasındaki dönemde kümülatif ortalama anormal getiriler yükseliş eğilimindedir. Bu etki Covid-19 pandemisi öncesindeki dönemde daha yüksek düzeyde gerçekleşmiştir.

Covid-19 pandemi öncesi dönem ve Covid-19 pandemi sırasındaki dönemde bedelli sermaye artırım (rüçhan hakkı kullanılarak) duyurusu yapılan şirketlerin olay penceresindeki kümülatif ortalama anormal getirileri ve getirilerin istatistiksel olarak anlamlılık düzeylerine ilişkin test sonuçları Tablo 3’te gösterilmektedir.

Tablo 3: Bedelli Sermaye Artırım Duyurularının Kullanıldığı Modelde Belirlenen Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler ve Bu Getirilerin Anlamlılık Düzeyleri

Gün	Covid-19 pandemi öncesi dönem			Covid-19 pandemi sırasındaki dönem		
	CAAR	t değeri	Wilcoxon testi	CAAR	t değeri	Wilcoxon testi
-10	-,0175	-1,190	-,672	-,0056	-,933	-,918
-9	-,0235	-1,324	-,933	-,0212	-3,252***	-3,309***
-8	-,0177	-,734	,149	-,0164	-1,450	-1,316
-7	-,0092	-,381	,784	-,0157	-,968	,012
-6	-,0079	-,286	1,045	-,0166	-,855	-,072
-5	,0121	,361	1,344	-,0206	-1,007	-,157
-4	,0201	,560	1,307	-,0363	-1,586	-,954
-3	,0326	,822	1,792*	-,0364	-1,427	-,918
-2	,0487	1,359	1,941*	-,0329	-1,200	-,604

-1	,0549	1,316	1,941*	-,0214	-,813	0,060
Olay günü (0)	,0351	,813	1,792*	-,0103	-,370	,447
1	,0348	,867	1,941*	,0018	,062	,881
2	,0350	,850	1,904*	,0045	,140	,483
3	,0378	,909	2,128**	,0032	,094	-,060
4	,0299	,742	1,717*	,0031	,088	-,145
5	,0315	,712	1,680*	,0006	,019	-,133
6	,0428	,974	1,979**	,0007	,021	-,217
7	,0443	,983	1,792*	-,0096	-,285	-,398
8	,0488	,994	1,717*	-,0153	-,425	-,447
9	,0624	1,261	1,979**	-,0164	-,418	-,580
10	,0510	1,066	1,904*	-,0169	-,408	-,652

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 3'teki verilerden, Covid-19 pandemi öncesi dönem değerlendirildiğinde, Wilcoxon işaretli sıra testine göre duyuru öncesi 3. günden itibaren duyuru sonrası 10. güne kadar farklı anlamlılık seviyelerinde istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler tespit edilmiştir.

Bu dönemde olay tarihinden önceki 3. günde kümülatif ortalama anormal getiri %3,26 iken, duyuru tarihinde %3,51'e, duyuru sonrası 9. günde %6,24'e yükselmiştir. Bu durumda duyuru öncesi ile duyuru sonrası arasında %2,98'lik pozitif kümülatif ortalama anormal getiri farkı ortaya çıkmaktadır.

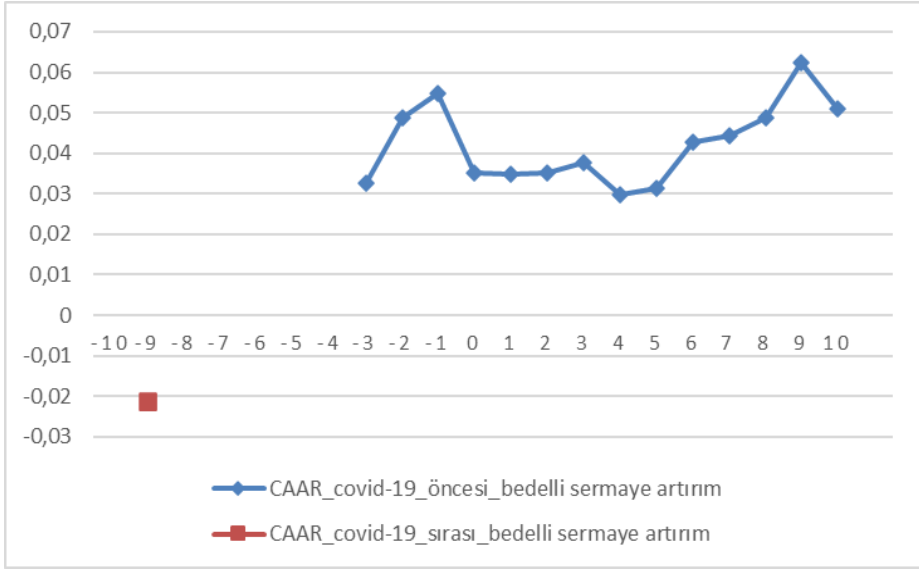
Ulaşılan sonuçlar Covid-19 pandemi öncesindeki dönemde H_2 hipotezinin kabul edildiğini göstermektedir. Yani Covid-19 pandemi öncesindeki bedelli sermaye artırım duyuruları etrafında, olay penceresinde, istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmaktadır.

Covid-19 pandemisi sırasındaki dönemde, t-testi ve Wilcoxon işaretli sıra testi sonuçlarına göre (duyuru öncesi 9. gün hariç tutulursa) istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiri tespit edilememiştir.

Bu durumda Covid-19 pandemi sırasındaki dönemde H_2 hipotezi reddedilmiştir. Yani Covid-19 pandemi sırasındaki dönemde bedelli sermaye artırım duyuruları etrafında, olay penceresinde, istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmamaktadır.

Bedelli sermaye artırım duyurularına ilişkin olay penceresindeki istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler Şekil 2'de gösterilmektedir.

Şekil 2: Bedelli Sermaye Artırım Duyurularına İlişkin Olay Penceresindeki İstatistiksel Olarak Anlamlı Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler



Şekil 2’de görüldüğü üzere, olay penceresinde Covid-19 öncesinde kümülatif ortalama anormal getiriler yükseliş eğilimindedir. Bu etki Covid-19 pandemisi sırasındaki dönemde gerçekleşmemiştir.

Covid-19 pandemi öncesi dönem ve Covid-19 pandemi sırasındaki dönemde bedelsiz sermaye artırım duyurusu yapılan şirketlerin olay penceresindeki kümülatif ortalama anormal getirileri ve getirilerin istatistiksel olarak anlamlılık düzeyine ilişkin test sonuçları Tablo 4’te gösterilmektedir.

Tablo 4: Bedelsiz Sermaye Artırım Duyurularının Kullanıldığı Modelde Belirlenen Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler ve Bu Getirilerin Anlamlılık Düzeyleri

Gün	Covid-19 pandemi öncesi dönem			Covid-19 pandemi sırasındaki dönem		
	CAAR	t değeri	Wilcoxon testi	CAAR	t değeri	Wilcoxon testi
-10	,0008	,141	-,282	,0016	,192	-,288
-9	,0038	,799	,604	,0119	,872	-,505
-8	,0065	1,406	1,408	,0166	1,137	,841
-7	,0106	1,719	1,610	,0180	1,221	,817
-6	,0132	1,722	1,730*	,0245	1,673	1,201
-5	,0155	1,792*	1,851*	,0221	1,384	1,369
-4	,0253	2,790**	2,455**	,0279	1,608	1,297
-3	,0238	2,906***	2,495**	,0245	1,488	1,393

-2	,0285	3,248***	2,656***	,0486	2,550**	2,378**
-1	,0371	3,783***	3,139***	,0616	2,952***	2,763***
Olay günü (0)	,0380	4,702***	3,260***	,0696	3,489***	3,003***
1	,0433	4,622***	3,340***	,0881	3,737***	3,363***
2	,0446	4,721***	3,421***	,1005	3,433***	2,931***
3	,0491	5,352***	3,662***	,0867	2,870***	2,499**
4	,0506	3,902***	3,260***	,0865	2,729**	2,402**
5	,0433	3,030***	2,535**	,0913	2,852***	2,643***
6	,0421	3,034***	2,374**	,0985	3,078***	2,595***
7	,0480	2,954***	2,415**	,1029	2,904***	2,378**
8	,0878	2,314**	2,616***	,1057	2,776**	2,306**
9	,0726	1,891*	1,891*	,1098	3,081***	2,667***
10	,0557	1,464	1,288	,1150	3,087***	2,667***

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 4'teki verilerden, Covid-19 pandemi öncesi dönem değerlendirildiğinde, t-testine göre duyuru öncesi 5. günden itibaren duyuru sonrası 9. güne kadar; Wilcoxon işaretli sıra testine göre ise duyuru öncesi 6. günden itibaren duyuru sonrası 10. güne kadar farklı anlamlılık seviyelerinde istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiri tespit edilmiştir.

Bu dönemde olay tarihinden önceki 6. günde kümülatif ortalama anormal getiri %1,32 iken, duyuru tarihinde %3,80'e, duyuru sonrası 8. günde %8,78'e yükselmiştir. Bu durumda duyuru öncesi ile duyuru sonrası arasında %7,46'luk pozitif kümülatif ortalama anormal getiri farkı ortaya çıkmaktadır.

Ulaşılan sonuçlar Covid-19 pandemi öncesindeki dönemde H_3 hipotezinin kabul edildiğini göstermektedir. Yani Covid-19 pandemi öncesindeki dönemde bedelsiz sermaye artırım duyuruları etrafında, olay penceresinde, istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmaktadır.

Covid-19 pandemi sırasındaki dönem değerlendirildiğinde, t-testine ve Wilcoxon işaretli sıra testine göre duyuru öncesi 2. günden itibaren duyuru sonrası 10. güne kadar farklı anlamlılık seviyelerinde istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiri tespit edilmiştir.

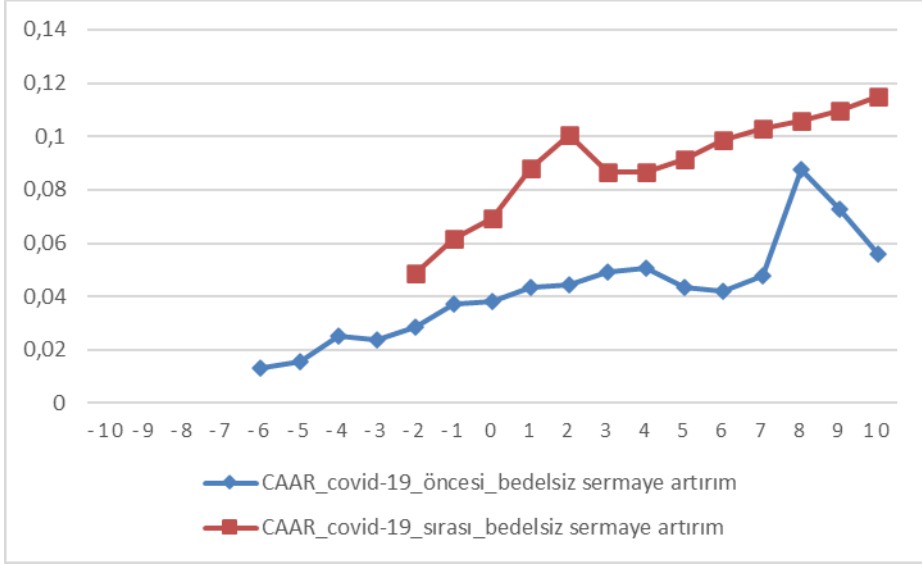
Bu dönemde olay tarihinden önceki 2. günde kümülatif ortalama anormal getiri %4,86 iken, duyuru tarihinde %6,96'ya, duyuru sonrası 10. günde %11,50'ye yükselmiştir. Bu durumda duyuru öncesi ile duyuru sonrası arasında %6,64'lük pozitif kümülatif ortalama anormal getiri farkı ortaya çıkmaktadır.

Ulaşılan sonuçlar Covid-19 pandemi sırasındaki dönemde H_3 hipotezinin kabul edildiğini göstermektedir. Yani Covid-19 pandemi sırasındaki dönemde bedelsiz

sermaye artırım duyuruları etrafında, olay penceresinde, istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmaktadır.

Bedelsiz sermaye artırım duyurularına ilişkin olay penceresindeki istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiriler Şekil 3'te gösterilmektedir.

Şekil 3: Bedelsiz Sermaye Artırım Duyurularına İlişkin Olay Penceresindeki İstatistiksel Olarak Anlamlı Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler



Şekil 3'te görüldüğü üzere, olay penceresinde hem Covid-19 öncesi dönemde hem de Covid-19 sırasındaki dönemde kümülatif ortalama anormal getiriler yükseliş eğilimindedir. Bu etki Covid-19 pandemisi sırasındaki dönemde daha yüksek düzeyde gerçekleşmektedir.

Sonuç

Bu çalışma, Covid-19 pandemisini de içerecek şekilde, Mart 2019 ile Mart 2021 arasındaki dönemde, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin gerçekleştirdiği ve SPK tarafından onaylanan sermaye artırım kararlarına ilişkin duyuruların, olay penceresi etrafında, istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığının belirlenmesi amacıyla yapılmaktadır. Bu dönemin seçilmesinde Dünya Sağlık Örgütü'nün 11 Mart 2020 tarihinde Covid-19 nedeniyle pandemi ilanı gerçekleştirmesi etkili olmuştur. Literatür incelemesi kısmında da yer verilen çalışmaların çoğu dönem olarak Covid-19 pandemisi öncesindeki dönemleri dikkate almaktadır. Covid-19 pandemisi sırasındaki etkinin ortaya konulduğu çalışmalar sınırlı kalmaktadır. Bu çalışmanın bu farklı yönüyle literatüre katkı sağlanması beklenmektedir.

Yapılan analizler neticesinde ulaşılan sonuçlar farklılaşmaktadır. Ulaşılan sonuçlardan ilki, bedelli ve bedelsiz sermaye artırım duyuruları birlikte ele alındığında Covid-19 pandemisi öncesindeki dönemde duyuru tarihi sonrasında, duyuru tarihi öncesine göre paylarda %6,54 düzeyinde pozitif kümülatif ortalama anormal getiri farkı ortaya

çıkmasıdır. Covid-19 pandemisi sırasındaki dönemde de, paylarda duyuru tarihi sonrasında, duyuru tarihi öncesine göre %3,1 düzeyinde pozitif kümülatif ortalama anormal getiri belirlenmiştir. Fakat Covid-19 pandemisi öncesine kıyaslandığında pozitif kümülatif ortalama anormal getiri %3,44 daha düşük kalmaktadır. Bu durum sermaye artırım duyurularının Covid-19 pandemisi sırasında da payların kümülatif ortalama anormal getirilerini etkilediğini göstermektedir fakat Covid-19 pandemisi öncesindeki döneme göre etkinin daha az olduğu da görülmektedir. Buna rağmen istatistiksel olarak anlamlı pozitif kümülatif ortalama anormal pay getirisi elde edilmesi, yatırımcıların bedelli sermaye artırım kararlarına iyi haber yönündeki bakışında bir değişme olmadığını da göstermektedir. Sermaye artırım duyurularının bedelli ve bedelsiz ayrımı yapılmadan pozitif kümülatif ortalama anormal pay getirisine neden olması sonucu Salamudin vd. (1999)'nin çalışmasıyla tutarlılık göstermektedir.

Sadece bedelli sermaye artırım duyurularının dikkate alındığı modelde, Covid-19 pandemisi sırasında, Covid-19 pandemisi öncesine göre farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Covid-19 pandemisi öncesinde duyuru tarihi sonrasında, duyuru tarihi öncesine göre payların %2,98 kümülatif ortalama anormal getiri farkı ortaya çıkarken; Covid-19 pandemisi sırasındaki dönemde duyuru tarihi sonrasında, duyuru tarihi öncesine göre payların istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getirisi tespit edilememiştir. Bu durum Covid-19 pandemisi sırasında yatırımcıların bedelli sermaye artırımlarına tepkisinin değiştiğini göstermektedir. Covid-19 öncesindeki dönemde istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal pay getirisi ortaya çıkması sonucu Ariff vd. (2007), Kithinji vd. (2014), Tsangarakis (1996), Ramesh ve Rajumesh (2014), Alhashel (2016) ve Khoso vd. (2016)'nın çalışmalarıyla benzerlik göstermektedir.

Sadece bedelsiz sermaye artırım duyurularının dikkate alındığı modelde ise, Covid-19 pandemisi öncesinde duyuru tarihi sonrasında, duyuru tarihi öncesine göre payların %7,46 düzeyinde kümülatif ortalama anormal getiri farkı ortaya çıkmaktadır. Covid-19 pandemisi sırasındaki dönemde ise, duyuru tarihi sonrasında, duyuru tarihi öncesine göre payların %6,64 düzeyinde pozitif kümülatif ortalama anormal getiri farkı ortaya çıkmaktadır. Covid-19 pandemisi sırasında paylarda %0,82 düzeyinde daha az kümülatif ortalama anormal getiri farkı ortaya çıkmasına rağmen, bedelli sermaye artırımları ile ulaşılan sonuçlar kıyaslandığında, yatırımcıların bedelsiz sermaye artırımlarına iyi haber bakışında Covid-19 pandemisi sırasında çok önemli bir değişme ortaya çıkmadığı söylenebilmektedir. Bedelsiz sermaye artırım duyurularının pay getirileri üzerinde istatistiksel olarak pozitif kümülatif ortalama anormal getiriye neden olmasına ilişkin sonuçlar Balachandran vd. (2004), Rohit vd. (2013), Satapathy ve Mishra (2021), İşiker ve Taş (2021)'in çalışmalarıyla tutarlılık göstermektedir.

Çalışmada elde edilen sonuçlar, analize dahil edilen duyurular ve kapsanan dönem ile sınırlıdır. Bu durum araştırmanın sınırlılığını oluşturmaktadır. Ulaşılan sonuçlar göstermektedir ki, sermaye artırım duyuruları yatırımcı nezdinde iyi haber olarak değerlendirilmekte ve pozitif kümülatif ortalama anormal getirinin oluşmasına neden olmaktadır. Yatırımcıların bedelsiz sermaye artırım duyurularına verdiği tepkinin boyutu ile bedelli sermaye artırım duyurularına verdiği tepkinin boyutu da aynı görünmemektedir. Yatırımcılar bedelsiz sermaye artırım duyurularına daha fazla tepki verebilmektedir. Fakat Covid 19 pandemisi gibi beklentinin çok dışındaki gelişmeler bu etkinin daha sınırlı kalmasına neden olabilmektedir. Şirketlerin sermaye artırım kararı

verirken, bunun ne şekilde ve hangi dönemde gerçekleştirileceğine dair atacağı adımlar, oluşması beklenen etkinin boyutunu da belirleyecek gibi görünmektedir.

Değerlendirme	İki Dış Hakem / Çift Taraflı Körleme
Etik Beyan	* Bu çalışmanın hazırlanma sürecinde bilimsel ve etik ilkelere uyulduğu ve yararlanılan tüm çalışmaların kaynakçada belirtildiği beyan olunur.
Benzerlik Taraması	Yapıldı – Ithenticate
Etik Bildirim	itobiad@itobiad.com
Çıkar Çatışması	Çıkar çatışması beyan edilmemiştir.
Finansman	Bu araştırmayı desteklemek için dış fon kullanılmamıştır.

Peer-Review	Double anonymized - Two External
Ethical Statement	* It is declared that scientific and ethical principles have been followed while carrying out and writing this study and that all the sources used have been properly cited.
Plagiarism Checks	Yes - Ithenticate
Conflicts of Interest	The author(s) has no conflict of interest to declare.
Complaints	itobiad@itobiad.com
Grant Support	The author(s) acknowledge that they received no external funding in support of this research.

Kaynakça / References

Alex, D. (2017). Analysis of market reaction around the bonus issues in Indian Market, *Journal of Economics and Sustainable Development*, 8 (1), 28-35.

Alhashel, B. S. (2016). Rights offering announcements and the efficiency of the Kuwaiti market, *Applied Economics Letters*, 23:17, 1192-1196.

Ariff, M., Khan, W.A. & Kent Baker, H. (2007). Are share price reactions to rights offerings sensitive to different economic conditions?," *Journal of Asia Business Studies*, 1(2), 10-19.

Athawale, S., & Athawale, U. (2023). Announcement of bonus issue & its effect on the equity shares market price of NSE India listed companies. *The Online Journal of Distance Education and e-Learning*, 11(2), 1226-1232.

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.

Chivukula, S. (2019). The impact of dividend announcements and bonus issue announcements on returns to shareholders, *International Journal of Business and Management Invention*, 8 (3), 31-37.

Dewi, N. P. L. & Candraningrat, I. R. (2019). Market reaction to the rights issue announcement on The Indonesia Stock Exchange, *International Research Journal of Management*, 6 (6), 264-269.

Erol, A. F. & Aytekin, S. (2018). Borsa İstanbul pay piyasası şirketlerinin bedelsiz sermaye artırımı duyurularının pay senedi getirileri üzerindeki etkisinin değerlendirilmesi, *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5 (3), 898-912.

Işiker, M. & Taş, O. (2021). Cracking the fault line in stock markets: the case of bonus issue announcements, *Journal of Capital Markets Studies*, 5 (1), 69-95.

Jajoo, A. B. & Nirmal, I. (2022). Analysis of market reaction to bonus issue announcement in Indian stock market, *International Journal of Indian Culture and Business Management*, 27 (1), 1-17.

Karaahmetoğlu, M. N. (1981). Anonim şirketlerde sermaye artırımı, *Bursa Üniversitesi İktisadi ve Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(2), 153-167.

Kendirli, S. & Elmali, M. E. (2016). The effects of right offering announcements on returns of shares of deposit banks traded in İstanbul Stock-Exchange, *Journal of Economic Development, Environment and People*, 5(1), 74-82.

Khoso, A. A., Ahmedani, M. M., Kazi, A. S., Ahmed, M. & Siddiqui, H. (2016). The effect of right issue announcement on share prices of companies listed at KSE, *International Journal of Multidisciplinary Research and Development*, 3 (7), 147-156.

Kithinji, J. G., Oluoch, W. & Mugo, R. (2014). What is the effect of rights issue on firms share performance in the Nairobi Securities Exchange?, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (4), 76-84.

Konak, F. & Kendirli, S. (2014). Küresel Finansal Kriz Sürecinde BİST 100 Endeksinde Haftanın Günleri Etkisinin Analizi, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19 (2), 275-286.

Kumari, P. (2019). An empirical analysis of stock price behaviour around bonus issue announcement in India, *Journal of Management*, 6 (1), 186-196.

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35 (1), 13-39.

Malhotra, M., Thenmozhi, M. & Arun Kumar, G. (2007). Stock market reaction and liquidity changes around bonus issue announcement: evidence from India, 10th Capital Markets Conference, Indian Institute of Capital Markets Paper, December 19, 2007.

Ogada, A. & Kalunda, E. (2017). Impact of rights issue on share returns of firms listed on The Nairobi Securities Exchange, Kenya, *IOSR Journal of Business and Management*, 19 (8), 54-62.

Otieno, O. D. & Ochieng, D. E. (2015). The effects of rights issue announcements on stock returns for firms listed at the Nairobi Securities Exchange, *International Journal of Education and Research*, 3 (9), 411-426.

Pathak, H. P. & Gupta, S. (2018). Rights offering and its effect on share price movement: a study of commercial banks, *The Journal of Nepalese Business Studies*, 11 (1), 1-13.

Pandey, D. K., Kumari, V. & Tiwari, B. K. (2022). Impacts of corporate announcements on stock returns during the global pandemic: evidence from the Indian stock market, *Asian Journal of Accounting Research* 7 (2), 208-226.

Pradhan, S. K. & Kasilingam, R. (2014). Impact of bonus announcements on share price: evidence from Bombay Stock Exchange, *Pacific Business Review International*, 7 (6), 63-68.

Ramesh, S. & Rajumesh, S. (2014). Information content of right issue announcements: a study of listed companies in Colombo Stock Exchange of Sri Lanka, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (5), 154-162.

Rohit, B., Pinto, P. & B. S. (2013). Market reaction to bonus announcements: empirical evidence from Bombay Stock Exchange, *Adarsh Journal of Management Research*, 6 (1), 28-38.

Rohit, B., Pinto, P. & Shakila, B. (2016). Impact of stock splits and rights issue announcements on market price: evidence from India, *Drishtikon: A Management Journal*, 7 (2), 1-16.

Salamudin, N., Ariff, M. & Nassir, A. M. (1999). Economic influence on rights issue announcement behavior in Malaysia, *Pacific-Basin Finance Journal*, 7 (3-4), 405-427.

Satapathy, D. P. & Mishra, S. (2021). Does bonus announcement effect on stock prices: evidence from listed companies in India, *Turkish Online Journal of Qualitative Inquiry*, 12 (5), 1165-1169.

Suthiono, H. & Atmaja, L. S. (2019). Price reaction to rights issues announcement: new evidence from Indonesia, *Journal of Applied Management*, 17 (4), 599-607.

Sutrisno, B. (2019). Stock performance before and after right issue in Indonesia, *Agregat: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 3 (2), 97-111.

Tsangarakis, N. V. (1996). Shareholder wealth effects of equity issues in emerging markets: evidence from rights offerings in Greece. *Financial Management*, 25(3), 21-32.

TSPB (2021). Türkiye Sermaye Piyasası 2021. TSPB Yayın No: 93. <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2022/05/Turkiye-Sermaye-Piyasasi-2021.pdf>. (Eriřim Tarihi: 21.03.2023).

Velayutham, E. (2015). Shareholders wealth effects of rights and bonus issue: evidence from Sri Lanka, *International Journal of Accounting & Business Finance*, 1(2), 1-13.

Widyatmoko, M. K., Suja'i, A. Y. I. & Salim, A. (2022). Effect of right issue announcement on abnormal return and stock trading volume (case study on companies listed on the Indonesia Stock Exchange), *Budapest International Research and Critics Institute-Journal*, 5 (2), 12306-12317.