

**BEDELLİ SERMAYE ARTIŞI DUYURULARININ
PAY GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN
İNCELENMESİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ**

INVESTIGATING THE IMPACT OF RIGHTS
ISSUE ANNOUNCEMENTS ON STOCK
RETURNS: THE CASE OF BORSA ISTANBUL

Halil Ökkeş KÜDÜK, Serkan Yılmaz KANDIR

47

BEDELLİ SERMAYE ARTIŞI DUYURULARININ PAY GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ ¹

INVESTIGATING THE IMPACT OF RIGHTS ISSUE ANNOUNCEMENTS ON STOCK RETURNS: THE CASE OF BORSA ISTANBUL

Anahtar Kelimeler:

Pay getirileri,
Bedelli sermaye artışı
duyuruları,
Olay çalışması yöntemi.

Keywords:

Stock returns,
Rights issue
announcements,
Event study method,.

¹ Bu yayın Halil Ökkeş KÜDÜK isimli öğrencinin Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Tezli Yüksek Lisans programındaki "Sermaye artışı duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisinin incelenmesi: Borsa İstanbul örneği" konulu yüksek lisans tezinden üretilmiştir.

² Arş. Gör. Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, hkuduk@cu.edu.tr , ORCID: 0000-0001-8051-2679.

³ Prof. Dr. Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, skandir@cu.edu.tr , ORCID: 0000-0002-7686-1099.

Alıntılanmak için/Cite as:
Küdük H. O. ve Kandir S.
Y., (2025) Bedelli Sermaye
Artışı Duyurularının Pay
Getirileri Üzerindeki Etkisinin
İncelenmesi: Borsa İstanbul
Örneği, Çukurova Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Dergisi, 34 (1), 825-840.

Halil Ökkeş KÜDÜK ², Serkan Yılmaz KANDIR ³

ÖZ

Pay getirileri, finans literatüründe sıklıkla incelenen konular arasında yer almaktadır. Şirketlerin tüm paydaşları için, pay getirilerini etkileyen faktörlerin belirlenmesi önem taşımaktadır. Bu faktörler arasında sermaye artışı duyuruları da bulunmaktadır. Bu çalışmanın amacı, bedelli sermaye artışı duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisini incelemektir. Çalışmada araştırma yöntemi olarak olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Bu çerçevede, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler, BİST-100 endeksi içerisinde yer alan ve BİST-100 endeksi dışında kalanlar olmak üzere ayrılarak 2017-2022 yılları arasında yaptıkları bedelli sermaye artışı duyuruları 5 ve 10 günlük olmak üzere iki farklı olay penceresinde analiz edilmiştir. Bu doğrultuda yapılan analiz ile şirket büyüklüğünün veya olay penceresinin uzunluğunun farklılaşmasıyla, bulgulardaki olası farklılığın da belirlenmesi hedeflenmiştir. Bulgular, sermaye artışı duyurularının pay getirileri üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Bedelli sermaye artışı duyurularının negatif kümülatif ortalama anormal getiriye neden olduğu saptanmıştır. BİST-100 endeksine dahil olan şirketler tarafından yapılan duyuruların neden olduğu kümülatif ortalama anormal getirilerin, BİST-100 endeksine dahil olmayan şirketlere göre daha fazla negatif değerler aldığı belirlenmiştir. Bu durumda bedelli sermaye artışı duyurularına yatırımcıların verdiği tepkiyi belirleyen faktörlerden birisinin de şirket büyüklüğü olduğu saptanmıştır. Ayrıca elde edilen bulgular Borsa İstanbul'un yarı güçlü formda etkin olmadığını ortaya koymaktadır.

ABSTRACT

Stock returns are one of the most frequently analyzed issues in the finance literature. For all stakeholders of companies, it is important to identify the factors that affect share returns. Capital increase announcements are among these factors. The aim of this study is to examine the effect of rights issue (paid-in capital increase) announcements on share returns. Event study methodology is employed as the research method in the study. In this framework, the companies listed on Borsa Istanbul are classified into two groups: Those included in the BIST-100 index and those outside the BIST-100 index. Rights issue announcements made during the period 2017-2022 are analyzed within two different event windows: 5-day and 10-day periods. The analysis aims to identify whether differences in company size or the length of the event window led to variations in the findings. Findings reveal that capital increase announcements have a significant impact on stock returns. Rights issue announcements were found to result in negative cumulative average abnormal returns. Moreover, cumulative average abnormal returns initiated by the announcements of BIST-100 index firms generated more negative abnormal returns compared to those by companies not included in the BIST-100 index. Thus, company size appears to be a significant factor that impacts the reaction of investors to rights issue announcements. In addition, findings reveal that Borsa Istanbul does not seem to be efficient in the semi-strong form.

GİRİŞ

Firmalar, finansman ihtiyaçlarını giderebilmek amacıyla çeşitli yöntemlere başvurabilmektedir. Bu yöntemlerden biri de sermaye artışı kararlarıdır. Sermaye artışı yoluyla firmalar, artışın türüne bağlı olarak iç veya dış kaynaklardan fon sağlayabilmektedir (Kaderli ve Başkaya, 2017). Firmaların kar yedekleri veya sermaye yedekleri gibi iç kaynaklarını kullanarak gerçekleştirdikleri sermaye artışı türü bedelsiz sermaye artışı olarak adlandırılmaktadır (Arslan, 2015, s. 70). Bedelli sermaye artışı ise şirketler tarafından dış kaynaklar aracılığıyla temin edilen yeni fonlar ile mevcut sermayenin artırılması ve bu artışa karşılık yeni payların ihraç edilmesi işlemi olarak tanımlanmaktadır. Bu süreçte, mevcut ortaklara yeni payları belli bir oranda satın alma hakkı tanınmakta olup, bu hakka rüçhan hakkı denilmektedir (Topçu ve Demirkol, 2015). Rüçhan hakkı, pay sahibine tanınan bir seçenek olup, kullanımı zorunlu değildir. Sermaye artışı kararının ardından, hak sahibi rüçhan hakkını kullanarak yeni payları satın alma veya bu hakkını üçüncü bir kişiye devretme özgürlüğüne sahiptir (Aydın, 2020). Mevcut ortakların bedelli sermaye artışına katılım kararları, şirketin amaçları, büyüme potansiyeli ve finansal yapısı gibi faktörlerden etkilenmektedir. Ayrıca, ortakların sermaye artışı süreci boyunca nakit kaynaklara erişim kolaylığı da bu kararı belirleyen önemli bir değişken olarak öne çıkmaktadır (Işiker ve Taş, 2021).

Şirketlerin bedelli sermaye artışı duyurularının pay getirileri üzerindeki etkilerinin incelenmesi, piyasa etkinliği kavramı bağlamında önemli bir araştırma konusudur. Etkin Piyasalar Hipotezi kapsamında, menkul kıymet fiyatlarının mevcut tüm bilgileri yansıttığı kabul edilir. Bu hipotez, piyasaların etkin bir şekilde işlediği ve yatırımcılar arasında bilgi paylaşımının yaygın olduğu varsayımına dayanır. Bu nedenle, yatırımcıların sahip olduğu bilgiler pay fiyatlarını doğrudan etkileyerek, piyasada herhangi bir yatırımcının uzun vadede sürekli olarak ortalamadan daha yüksek bir getiri elde etmesini engellemektedir (Bayraktar, 2012). Fama, etkin piyasaları, bilginin pay fiyatlarına yansıma düzeyine göre zayıf form, yarı güçlü form ve güçlü form olmak üzere üç kategoride sınıflandırmıştır. Zayıf formda etkin piyasalarda, pay fiyatları geçmiş fiyat hareketleri ile ilgili tüm bilgileri yansıtmaktadır. Yarı güçlü formda etkin

piyasalarda ise fiyatların halka açıklanmış tüm bilgileri yansıttığı durumdur. Güçlü formda etkin piyasalarda ise fiyatların piyasada mevcut tüm bilgileri yansıttığı varsayılmaktadır (Fama, 1970).

Etkin Piyasalar Hipotezi'nin test edilebilmesi için kullanılan yöntemlerden birisi olay çalışması yöntemidir. Olay çalışması yöntemi, bir şirket özelinde yaşanan belirli bir olayın, şirketin pay getirileri üzerindeki etkilerinin ekonometrik yöntemler kullanılarak incelenmesini sağlayan bir araştırma yöntemidir (Brown ve Warner, 1985). Bu çalışmada olay çalışması yöntemi kullanılarak şirketlerin bedelli sermaye artışı duyurularının pay getirileri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Etkin piyasalar hipotezine göre, piyasalar tüm mevcut bilgiyi hızlı ve doğru bir şekilde fiyatlara yansıtmakta ve dolayısıyla bu tür duyuruların pay getirileri üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmaması beklenmemektedir. Ancak, özellikle gelişmekte olan piyasaların etkinlik düzeyine ilişkin tartışmalar göz önüne alındığında, bedelli sermaye artışı duyurularının anormal getirilere yol açıp açmadığının test edilmesi, gerek teorik gerekse pratik açıdan önem taşımaktadır.

Çalışmanın birincil amacı, Etkin piyasalar hipotezi çerçevesinde bedelli sermaye artışı duyurularının Borsa İstanbul'daki şirketlerin pay getirilerindeki etkisini incelemektir. Bu amaç doğrultusunda, bedelli sermaye artışı duyurularının farklı olay pencerelerinde (5 günlük ve 10 günlük) pay getirileri üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Böylece piyasaların etkinlik düzeyini belirlemeye yönelik bulgular elde edilmiştir.

İkincil olarak, bedelli sermaye artışı duyurularının etkisinin şirket büyüklüğüne göre farklılaşıp farklılaşmadığı araştırılmıştır. Şirket büyüklüğü, piyasa tepkilerindeki farklılıkları ve bu farklılıkların temel dinamiklerini anlamada önemli bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda, BİST-100 kapsamında yer alan şirketler ve BİST-100 dışında kalan şirketler ayrı ayrı ele alınmış ve bulgular karşılaştırılmıştır.

Bu çalışma, teorik açıdan piyasaların etkinlik düzeyine ilişkin literatüre katkı sağlamayı, pratik açıdan ise yatırımcılar ve piyasa düzenleyicileri için yol gösterici olmayı hedeflemektedir. Özellikle, sermaye artışı gibi önemli finansal kararların, piyasa katılımcılarının beklenti

ve tepkileri üzerindeki etkisinin anlaşılması, hem finans literatürüne hem de uygulamaya katkı sunacaktır.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünün ardından, ikinci bölümde literatür incelemesi yapılmıştır. Üçüncü bölümde ise araştırmada kullanılan veriler ve araştırma yöntemi açıklanmıştır. Dördüncü bölümde araştırmanın bulguları açıklanmıştır. Beşinci bölümde ise bulguların değerlendirildiği sonuç kısmı yer almaktadır.

LİTERATÜR TARAMASI

Bedelli sermaye artışı, şirketlerin sermaye yapısını güçlendirmek için başvurdukları önemli finansal araçlardan biridir. Bu aracın etkileri ve uygulama şekilleri hem uluslararası literatürde hem de Türkiye özelinde birçok araştırmacının konusu olmuştur. Bu literatür taraması, bedelli sermaye artışının çeşitli çalışmalarda ele alınış biçimlerini ve elde edilen sonuçları inceleyerek, konu hakkındaki bilgileri bir araya getirmeyi hedeflemektedir.

Uluslararası literatürde, sermaye artışı kararlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri sıklıkla incelenmiştir. Tsangarakis (1993) Yunanistan pay piyasasında 1981-1990 döneminde gerçekleştirilen 34 bedelli sermaye artışı duyurusunun pay getirileri üzerindeki etkilerini olay çalışması yöntemiyle incelemiştir. Araştırmada duyuruların ardından anormal getirilerin gözlenmediği belirtilerek, söz konusu dönemde Yunanistan pay piyasasının yarı güçlü formda etkin olduğu saptanmıştır. Bohren, Eckbo ve Michalsen (1997), Oslo Menkul Kıymetler Borsası'nda 1980-1993 yılları arasındaki payları işlem gören şirketler tarafından yapılan 200 bedelli sermaye artışını olay çalışması yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmalarında, bedelli sermaye artışı duyurularının %2 oranında pozitif anormal getiri sağladığını tespit etmişlerdir. Marsden (2000), Yeni Zelanda'da 1976-1994 yılları arasında gerçekleştirilen bedelli sermaye artışı duyurularını incelemek için olay çalışması yöntemini kullanmıştır. Araştırma, bu duyuruların ardından negatif anormal getirilerin ortaya çıkabileceğini göstermiştir. Slovin, Sushka ve Lai (2000) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, İngiltere örneği incelenmiştir. Araştırma kapsamında, 1986-1994 yılları arasında gerçekleşen 220 bedelli sermaye artışı duyurusu, olay çalışması yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmanın bulguları, bedelli sermaye artışı

duyurularının istatistiksel olarak anlamlı negatif anormal getirilere yol açtığını göstermiştir. Gajewski ve Ginglinger (2002), 1986-1996 döneminde Fransa'daki şirketlerin gerçekleştirdikleri bedelli sermaye artışı duyurularının pay getirilerine etkisini incelemişlerdir. Bu dönemde, 197 bedelli sermaye artışı duyurusu olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir. Araştırma sonuçları, bedelli sermaye artışı duyurularının negatif anormal getirilerle sonuçlandığını ortaya koymuştur. Riano, Ruiz ve Santamaria (2005) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, İspanya örneği incelenmiştir. Araştırma, 1992-1998 yılları arasında İspanya'da işlem gören şirketlerin gerçekleştirdiği bedelli sermaye artışı duyurularını kapsamaktadır. Analizler, olay çalışması yöntemi kullanılarak yapılmıştır. Çalışmanın bulguları, bedelli sermaye artışı kararlarının mevcut likiditeyi ve alım-satım faaliyetlerini artırmasına rağmen payların anormal değer kazanması üzerinde önemli bir etki yaratmadığını göstermiştir. Cronqvist ve Nilsson (2005) tarafından yapılan araştırmada, İsveç örneği incelenmiştir. Çalışma, 1986-1999 döneminde Stockholm Menkul Kıymetler Borsası'ndaki şirketlerin gerçekleştirdiği 160 bedelli sermaye artışı ve 136 tahsisli sermaye artışı duyurusunu olay çalışması yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Araştırmanın sonuçları, bedelli sermaye artışı duyurularının istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığını, ancak tahsisli sermaye artışı duyurularının istatistiksel olarak anlamlı %7,3 pozitif anormal getirilere yol açtığını göstermiştir. Owen ve Suchard (2008), Avustralya Menkul Kıymetler Borsası'ndaki şirketlerin 1993-2001 döneminde gerçekleştirdikleri 207 bedelli sermaye artışı duyurusunu incelemişlerdir. Bu çalışma, olay çalışması yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Araştırmanın sonuçlarına göre, bedelli sermaye artışı duyurularının negatif anormal getirilerle sonuçlandığı tespit edilmiştir. Fung, Leung ve Zhu (2008) tarafından yapılan çalışmada, Çin örneği incelenmiştir. Araştırma, 1993-2000 yılları arasında gerçekleşen 447 bedelli sermaye artışını olay çalışması yöntemi kullanarak analiz etmiştir. Çalışmanın bulguları, bedelli sermaye artışı kararının açıklanacağı yönetim kurulu toplantısı öncesinde yüksek pozitif anormal getirilerin elde edildiğini ortaya koymuştur. Ancak, bedelli sermaye artış onayı alındığında pozitif tepki, yönetim kurulu toplantısı öncesindeki

kadar yüksek olmamaktadır. Ayrıca, ihraç bedeli arttıkça pozitif anormal getiri miktarının da arttığı, ancak büyük şirketlerin gerçekleştirdiği ihraçlarda pozitif anormal getirinin azaldığı gözlemlenmiştir. Bolognesi ve Gallo (2013) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, İtalya örneği incelenmiştir. Araştırma, 2007-2011 yılları arasında 63 şirketin yaptığı 70 bedelli sermaye artışı duyurusunu olay çalışması yöntemiyle analiz etmiştir. Çalışmanın sonuçları, bedelli sermaye artışı duyurularının istatistiksel olarak anlamlı pozitif anormal getiriler sağladığını göstermiştir. Krakstad ve Molnar (2015) tarafından yapılan çalışmada, Norveç örneği incelenmiştir. Araştırmada, 1992-2010 döneminde Oslo Menkul Kıymetler Borsası'ndaki şirketlerin gerçekleştirdiği 320 bedelli sermaye artışı duyurusu olay çalışması yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Bulgular, bedelli sermaye artışı duyurularının yaklaşık %7 ile %10 arasında negatif anormal getirilerle sonuçlandığını göstermiştir. Holderness ve Pontiff (2016) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, ABD örneği incelenmiştir. Araştırma, 1983-2009 döneminde New York Menkul Kıymetler Borsası'nda gerçekleştirilen 164 bedelli sermaye artışı duyurusu olay çalışması yöntemiyle analiz edilmiştir. Çalışmanın sonuçları, bedelli sermaye artışı duyurularının negatif anormal getirilerle sonuçlandığını ortaya koymuştur. Martino ve Busatto (2018) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, İtalya örneği incelenmiştir. 2007-2016 yılları arasında yapılan 156 bedelli sermaye artışı duyurusu olay çalışması yöntemiyle analiz edilmiştir. Bedelli sermaye artışının duyurulduğu gün ile artışın gerçekleştiği gün piyasa tepkileri ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Çalışma bulguları, bedelli sermaye artışının gerçekleştiği tarihte piyasanın verdiği tepkinin, duyurunun yapıldığı güne kıyasla daha olumsuz olduğunu ortaya koymuştur. Dewi ve Candraningrat (2019), Endonezya örneğini incelemişlerdir. Çalışma kapsamında, 2014-2018 yılları arasında yapılan 27 bedelli sermaye artışı duyurusu, olay çalışması yöntemiyle analiz edilmiştir. Araştırma bulguları, bu dönemde bedelli sermaye artışı duyurularının anormal getirilere yol açmadığını göstermiştir. Bu sonuçlar, Endonezya hisse senedi pazarının ilgili dönemde yarı güçlü formda etkin olduğunu ortaya koymaktadır. Pathak (2019) tarafından yapılan çalışmada, Nepal örneği incelenmiştir. Araştırma, 2007-2017

yılları arasında Nepal'de faaliyet gösteren 5 bankanın bedelli sermaye artışı duyurularını, olay çalışması yöntemi kullanarak analiz etmiştir. Duyuru tarihinden 90 gün öncesi ve 10 gün sonrası olay penceresi olarak belirlenmiştir. Çalışmanın sonuçları, kümülatif anormal getirilerin elde edilebileceğini göstermiş olsa da bulguların istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir. Widyatmoko, Suja'I ve Salim (2022) tarafından yapılan çalışmada, Endonezya örneği incelenmiştir. Araştırmada, 2017-2020 döneminde Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'ndaki şirketlerin gerçekleştirdiği bedelli sermaye artışları olay çalışması yöntemiyle analiz edilmiştir. Olay gününden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası olay penceresi olarak belirlenmiştir. Çalışmanın bulguları, bedelli sermaye artışlarının anlamlı bir anormal getiriye yol açmadığını, ancak işlem hacmini artırdığını ortaya koymuştur. Vuuren, Ward ve Muller (2023) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası'nda 2005-2022 yılları arasında gerçekleştirilen 229 bedelli sermaye artışı duyurusunun pay getirilerindeki etkileri olay çalışması yöntemi aracılığıyla analiz edilmiştir. Araştırma bulguları duyuruların negatif kümülatif ortalama anormal getiriye sebep olduğunu göstermektedir.

Türkiye'de bedelli sermaye artışı kararlarının pay getirileri üzerindeki etkilerini inceleyen çeşitli çalışmalardan elde edilen bulgular aşağıda özetlenmiştir. Muradoğlu ve Aydoğan (1999) çalışmalarında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) 1988-1994 döneminde payları işlem gören şirketlerin temettü ve bedelli sermaye artışı duyurularının pay getirileri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Bu analiz için, 169 şirketin yapmış olduğu toplam 513 duyuru araştırma kapsamına alınmıştır. Olay çalışması yöntemi benimsenen çalışmada olaydan önceki ve sonraki 30 iş günü olay penceresi olarak tercih edilmiştir. Araştırma sonucunda, duyuruların pozitif anormal getirilerle ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Cun (2010), İMKB'de işlem gören şirketlerin bedelli sermaye artış kararlarının pay getirilerine olan etkilerini 1986-2007 yılları arasında gerçekleşen 884 bedelli sermaye artışı duyurusu üzerinde BHR ve BHAR yöntemleriyle incelemiştir. Çalışma sonuçları, uzun vadede bedelli sermaye artışlarının şirketlerin pay performanslarını olumsuz etkilediğini göstermiştir. Tepe (2012)

çalışmasında, 1994-2010 döneminde İMKB'de yapılan 762 bedelli sermaye artışı duyurusunun pay getirilerine olan etkilerini belirleyebilmek için olay çalışması yöntemini kullanmıştır. Araştırmada, bu etkilerin karşılaştırılabilir olması amacıyla 2001 ekonomik krizi öncesi ve sonrası olarak ayrı ayrı incelenmiştir. Bulgular, 2001 krizinden önceki dönemde bedelli sermaye artışı duyurularının %0,87 oranında negatif anormal getirilere yol açtığını; kriz sonrası dönemde ise bu oranın %2,2'ye yükseldiğini göstermiştir. Küçüksille ve Mizrahi (2015), 2010-2014 döneminde Borsa İstanbul şirketlerinin gerçekleştirdiği bedelli sermaye artışı duyurularının anormal getirilere neden olup olmadığını incelemişlerdir. Çalışmada, Borsa İstanbul'un bu dönemde yarı-güçlü formda etkin olup olmadığını değerlendirmeyi hedeflemiştir. Araştırmada, bedelli sermaye artışı duyurularının pay performansı üzerindeki etkilerini anlamak için olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Araştırma sonuçları, duyuru tarihinden sonraki birinci, dördüncü ve dokuzuncu gün istatistiki açıdan anlamlı negatif anormal getirilerin sağlanabildiğini ortaya koymuştur. Bu bulgular, Borsa İstanbul'un ilgili dönemde yarı-güçlü formda etkin olmadığını göstermiştir. Yolcu ve Öztürk (2021), payları BIST-100 endeksinde yer alan şirketlerin 2007-2016 yılları arasında bedelli sermaye artışı duyurularının pay getirileri üzerindeki etkilerini olay çalışması yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Bulgular, bedelli sermaye artışı duyuruları öncesindeki dönemlerde negatif; duyuru sonrası dönemlerde ise pozitif anormal getirilerin ortaya çıktığını göstermiştir. Işiker ve Taş (2021), Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin bedelli sermaye artışlarına ilişkin yatırımcı tepkilerini değerlendirmeyi ve bu tepkilerin nedenlerini araştırmayı hedeflemişlerdir. 2010-2019 yılları arasında bedelli sermaye artışı duyurusu yapan şirketlerin pay fiyatlarındaki değişimler, olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir. Araştırma bulguları, bedelli sermaye artışlarının negatif kümülatif anormal getiriler yaratarak yatırımcılar üzerinde olumsuz bir etki bıraktığını ortaya koymuştur. Ayrıca, bedelsiz ve bedelli sermaye artışlarının eş zamanlı olarak yapılmasının yatırımcı tepkilerini pozitif yönde etkilediği bulunmuştur.

Literatür taramasının özeti aşağıda verilen 1 numaralı tablo ile gösterilmektedir.

Tablo 1. Literatür Taraması Özeti

Yazar(lar)	İncelenen Ülke	İncelenen Dönem	Sonuç
Tsangarakis	Yunanistan	1981-1990	Etki yok
Bohren, Eckbo ve Michalsen	Norveç	1980-1993	Pozitif etki
Marsden	Yeni Zelanda	1976-1994	Negatif etki
Slovin, Sushka ve Lai	İngiltere	1986-1994	Negatif etki
Gajewski ve Ginglinger	Fransa	1986-1996	Negatif etki
Riano, Ruiz ve Santamaria	İspanya	1992-1998	Etki yok
Cronqvist ve Nilsson	İsveç	1986-1999	Etki yok
Owen ve Suchard	Avustralya	1993-2001	Negatif etki
Fung, Leung ve Zhu	Çin	1993-2000	Pozitif etki
Bolognesi ve Gallo	İtalya	2007-2011	Pozitif etki
Krakstad ve Molnar	Norveç	1992-2010	Negatif etki
Holderness ve Pontiff	ABD	1983-2009	Negatif etki
Martino ve Busatto	İtalya	2007-2016	Negatif etki
Dewi ve Candraningrat	Endonezya	2014-2018	Etki yok
Pathak	Nepal	2007-2017	Etki yok
Widyatmoko, Suja'i ve Salim	Endonezya	2017-2020	Etki yok
Vuuren, Ward ve Muller	Güney Afrika	2005-2022	Negatif etki
Muradoğlu ve Aydoğan	Türkiye	1988-1994	Pozitif etki
Cun	Türkiye	1986-2007	Negatif etki
Tepe	Türkiye	1994-2010	Negatif etki
Küçüksille ve Mizrahi	Türkiye	2010-2014	Negatif etki
Yolcu ve Öztürk	Türkiye	2007-2016	Pozitif etki
Işiker ve Taş	Türkiye	2010-2019	Negatif etki

ARAŞTIRMA YÖNTEMİ VE VERİLER

Olay çalışması yöntemiyle yürütülen bu araştırmada, gerekli veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Finnet üzerinden elde edilmiştir. Bu çalışma kapsamında, 2017-2022 döneminde Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren tüm şirketlerin gerçekleştirdiği bedelli sermaye artışı duyuruları incelenmiştir. Şirketler, BIST-100 endeksinde yer alıp almamalarına göre iki farklı grupta değerlendirilmiştir. İlgili dönemde, BIST-100 endeksindeki 15 şirketin 20 duyurusu ile endeks dışındaki 98 şirketin 128 duyurusu olmak üzere toplam 148 şirket duyurusu incelenmiştir. Mackinlay (1997) çalışmasında olay çalışması yönteminde günlük veri kullanımı ile yapılan analizlerin, gerçek etkileri tespit etme yeteneğinin haftalık ve aylık veri kullanımıyla yapılanlara kıyasla daha yüksek olduğunu ifade etmiştir. Benzer şekilde, Fama, Fisher, Jensen ve Roll (1969) duyuru sonrasında bilginin pay fiyatlarına hızlı biçimde yansıdığını belirtmektedir. Bu sebeple duyurunun kısa dönemdeki etkisini ölçmek ve elde edilen bulguların karşılaştırılabilir olması amacıyla duyurunun gerçekleşmesinin 5 gün öncesi ve 5 gün sonrasını gösteren (-5,+5) birinci olay penceresi ve 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasını gösteren (-10,+10) ikinci olay penceresi olmak üzere iki farklı olay penceresi kullanılmıştır.

Brown ve Wagner (1985) ile Mackinlay (1997) çalışmalarında olay çalışması yönteminde parametre tahmini için bir yıllık dönemin uygun bir seçim olduğu belirtilmektedir. Literatürde de sıklıkla bu zaman dilimi dikkate alınarak analiz yapılmaktadır. Bu sebeplerden dolayı gerçekleştirilen analizlerde 5 günlük ve 10 günlük olmak üzere iki olay penceresi kullanılmıştır. Olay pencereleri kullanılırken 5 günlük olay penceresi için duyuru tarihinin beş gün öncesi ve beş gün sonrasını kapsayacak bir zaman penceresi (-5,+5) oluşturulmuştur. Olay öncesi dönem 244 gün olarak belirlenirken; tahmin dönemi 239 gün olarak hesaplanmıştır. (-10,+10) olay aralığı için ise duyuru tarihinin on gün öncesi ve on günü sonrasını kapsayacak şekilde daha geniş bir zaman penceresi oluşturulmuştur. Bu pencerede, olay öncesi dönem yine 244 gün olarak belirlenirken; tahmin dönemi 234 güne düşmüştür. Her iki durumda da olay günü ve belirlenen gün sayısı kadar önceki ve sonraki günler olay

penceresine dahil edilerek, sırasıyla 250 gün ve 255 gün uzunluğunda inceleme dönemleri oluşturulmuştur.

Şirketlerin bedelli sermaye artışı duyurularına piyasanın nasıl tepki verdiğini ölçmek amacıyla anormal getiriler hesaplanmıştır. Hesaplamada piyasa modeli kullanılmış olup piyasa getirisi olarak BIST-100 endeksi verilerinden faydalanılmıştır. Böylece, şirketlerin pay getirilerinden piyasa genelindeki getirilerin etkisi arındırılarak, duyuruların özel etkisi ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır.

Olay çalışması yöntemi, bir şirketi ilgilendiren önemli bir olayın ilgili şirketin pay getirilerindeki etkisini ölçmek için kullanılan ekonometrik bir yaklaşımdır (Brown ve Warner, 1985). Olay çalışması yöntemi, piyasaya ulaşan bilgilere dair pay getirileri üzerindeki etkileri doğru ve tutarlı şekilde ortaya koyması nedeniyle piyasa etkinliğinin ölçülmesinde ve etkin piyasalar hipotezinin test edilmesinde yaygın olarak kullanılmaktadır (Sarıgül, 2015; Büyükaslan ve Günay, 2022). Olay çalışması yönteminde ilk adım, olay penceresinin tanımlanmasıdır. Olay penceresi, olay tarihinden önceki ve sonraki belirli bir süreyi kapsayacak şekilde belirlenir. Bu süreçte, ilgili şirketin olay penceresi içindeki gerçekleşen pay getirileri hesaplanır ve bu tarihler için beklenen getiriler tahmin edilir. Anormal getiriler gerçekleşen getiriler ile beklenen getiriler arasındaki farktan oluşmaktadır. Anormal getirilerin toplamı kümülatif anormal getirileri oluşturur. Anormal ve kümülatif anormal getirilerin istatistiki açıdan anlamlılığı ise t testi ile değerlendirilir (Karakuş, Zor, vd., 2017).

Olay çalışmalarında hesaplanan pay getirileri hem kâr paylarını hem de fiyat değişimlerini içermekte olup, 1 nolu formül ile ifade edilmektedir (Henderson, 1990):

$$R_{it} = \ln \left[\frac{\text{Fiyat}_{i,t} + \text{Kâr payı}_{i,t}}{\text{Fiyat}_{i,t-1}} \right] \quad (1)$$

$$R_{it} = \ln \left[\frac{P_{i,t} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right]$$

$R_{i,t}$: i payının t dönemdeki getirisi,

$P_{i,t}$: i payının t dönemdeki fiyatı (Price),

$P_{i,t-1}$: i payının t-1 dönemdeki fiyatı,

$D_{i,t}$: i payının sahiplerine t döneminde ödenen kâr payıdır (Dividend).

Anormal getiri, bir finansal varlığın beklenen getirisinden sapma gösteren getiriyi ifade eder ve genellikle piyasaya duyurulan bilgilerin ötesinde bir performans sergilenmesi durumunda ortaya çıkar. Anormal getiri, olay tarihindeki genel pazar endeksi veya benzeri bir referans noktasıyla karşılaştırılarak hesaplanır. Yatırım veya varlık, bu referans noktasına göre daha yüksek bir getiri sağladığında pozitif, daha düşük bir getiri sağladığında ise negatif anormal getiri olduğu sonucuna varılır (Rao, 1995; Cowan, 1992).

Olay penceresinde gerçekleşen getirilerle aynı dönemdeki beklenen getiriler arasındaki fark hesaplanarak anormal getiriler hesaplanabilmektedir (Brown ve Warner, 1980). Beklenen getiri hesaplamalarında piyasa modeli yöntemi kullanılmakta olup bu süreçte önce piyasa modeli ile parametre tahminleri yapılmakta, ardından bu parametreler kullanılarak anormal getiriler hesaplanmaktadır (Binder, 1998). Piyasa modeli tahminini hesaplamak için 2. nolu formül kullanılmaktadır (Sharpe, 1963):

$$R_{i,t} = a_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (2)$$

$R_{i,t}$: i payının t dönemindeki getirisi,
 R_{mt} : pazar portföyünün t dönemindeki getirisi,
 a_i : sabit terim,
 β_i : i payının sistematik riski,
 e_{it} : hata terimidir.

Bir olayın gerçekleşmesi veya duyurulması sonrasında, normal şartlarda beklenen getirilerden önemli ölçüde farklılık gösteren getiriye anormal getiri denir. Anormal getiriler, genellikle piyasa endeksinin getirileri ile karşılaştırılarak yorumlanır (Eyüboğlu ve Bulut, 2016). Anormal getirinin hesaplanmasında 3 nolu formül kullanılmaktadır (Bowman, 1983; Cowan, 1992):

$$AR_{it} = R_{it} - a_i - b_i R_{mt} \quad (3)$$

$$AR_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt})$$

AR_{it} : i payı için t günündeki anormal getiri,
 R_{it} : i payının t günündeki gerçekleşen getirisi,
 R_{mt} : Pazar portföyünün t dönemindeki getirisi,
 a_i : Regresyon sabiti (Kesişim),
 b_i : Finansal varlık getirisinin piyasa getirisine olan hassasiyeti (Beta).

Formül içerisinde bulunan ve parametreleri pazar modelinin kullanılması ile olay öncesi penceresinde tahmin edilen parametrelerdir (Kandır, 2013). Ortalama Anormal

Getiri (AAR), bir örneklemdaki tüm şirketlerin anormal getirilerinin aritmetik ortalamasıdır. 4 nolu formül ile gösterilmektedir (Brown ve Warner, 1985; Binder, 1998):

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

AAR_{it} : i payı için t günündeki

ortalama anormal getiri,

AR_{it} : i payı için t günündeki anormal getiri,

N : t tarihinde örneklemdaki pay sayısıdır.

Anormal getirilerin ardışık olarak toplanması sonucunda Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (CAAR) hesaplanmakta olup 5 nolu formül ile gösterilmektedir (Dodd ve Warner, 1983):

$$CAAR_{it} = \sum_i^N AAR_{it} \quad (5)$$

$CAAR_{it}$: i payı için t günündeki ortalama anormal getirilerin toplamı,

AAR_{it} : i payı için t günündeki ortalama anormal getiridir.

Olay penceresindeki olay günü ve diğer günlerin istatistiksel olarak anlamlılığını ölçmek için t istatistiği 6 nolu formül kullanılarak hesaplanmaktadır (Brown ve Warner, 1985):

$$t = \frac{AAR}{S(AAR_t)} \quad (6)$$

t : t istatistiği

AAR : Ortalama anormal getiri

$S(AAR_t)$: t günündeki anormal getirinin standart sapması

Anormal getirinin t günündeki standart sapması aşağıdaki 7 nolu formül ile hesaplanabilmektedir (Eryiğit, 2007):

$$S(AAR_t) = \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{(AR_i - AAR)^2}{N}} \quad (7)$$

$S(AAR_t)$: t günündeki anormal getirinin standart sapması

AAR_t : t günündeki ortalama anormal getiri

AR_i : i payı için anormal getiri

AAR : Ortalama anormal getiri

N : t tarihinde örneklemdaki pay sayısı

BULGULAR

BİST-100 endeksine dahil olan ve olmayan şirketler, çalışma kapsamında ayrı ayrı değerlendirilmiştir.

BİST-100 Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Bedelli Sermaye Artışı Duyurularına Ait Bulguların İncelenmesi

BİST-100 endeksinde yer alan şirketlere ilişkin bulgular Tablo 2’de 5 günlük olay penceresinde sunulmuştur.

Tablo 2. BİST-100 Endeksindeki Şirketlerin Bedelli Sermaye Artışı Duyurularından 5 Gün Öncesi ve 5 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Ortalama Anormal Getiriler, t Değerleri ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Günleri	AAR	t istatistiği	CAAR
-5	-0,009	-1,464	-0,009
-4	0,002	0,307	-0,007
-3	0,006	1,039	-0,001
-2	0,002	0,354	0,001
-1	0,003	0,547	0,005
0	-0,002	-0,246	0,003
1	-0,030	-4,965	-0,027
2	-0,003	-0,480	-0,030
3	-0,018	-3,008	-0,048
4	-0,011	-1,779	-0,059
5	-0,004	-0,713	-0,064

Tablo 2’de, 2017-2022 döneminde BİST-100 endeksi kapsamındaki şirketlerin gerçekleştirdiği bedelli sermaye artışı duyurularına ait, duyuru tarihi olay tarihi olarak kabul edilerek hesaplanmış olan ortalama anormal getiriler, t istatistikleri ve kümülatif ortalama anormal getiriler yer almaktadır. Tablo 2’deki bulgular incelendiğinde, olay tarihinden sonraki 1. ve 3. günlerdeki ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Kümülatif ortalama anormal getiriler değerlendirildiğinde ise olay gününe kadar bir artış olduğu, ancak olay günü ve sonrasında kümülatif ortalama anormal getirilerin düşüşe geçtiği gözlemlenmektedir. Kümülatif ortalama anormal getirilerin sıfırdan farklı olması sebebiyle, ilgili dönemde bedelli sermaye artışı

duyurularının pay getirilerini etkilediği belirlenmiştir. Elde edilen bulgu Adaoğlu (2006), Cun (2010), Tepe (2012), Küçüksille ve Mizrahi (2015), Işıker (2021) tarafından yapılan çalışmaların bulguları ile benzerlik göstermektedir.

Tablo 3. BİST-100 Endeksindeki Şirketlerin Bedelli Sermaye Artışı Duyurularından 5 Gün Öncesi ve 5 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Dönem	CAAR
CAAR(-5,5)	-0,064
CAAR(-5,-1)	0,005
CAAR(1,5)	-0,067

Üç farklı dönem için kümülatif ortalama anormal getiri hesaplaması yapılmış ve bulgular Tablo 3’te sunulmuştur. CAAR(-5,5) tüm olay dönemini, CAAR(-5,-1) olay öncesi dönemi ve CAAR(1,5) ise olay sonrası dönemi temsil etmektedir. Olay gününe kadar artış gösteren ve pozitif seyreden kümülatif ortalama anormal getirilerin, olay günü ve sonrasında negatif değerlere dönüştüğü gözlemlenmiştir.

BİST-100 endeksinde yer alan şirketlere ilişkin bulgular Tablo 4’te 10 günlük olay penceresinde sunulmuştur.

Tablo 4. BİST-100 Endeksindeki Şirketlerin Bedelli Sermaye Artışı Duyurularından 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Ortalama Anormal Getiriler, t Değerleri ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Günleri	AAR	t istatistiği	CAAR
-10	0,000	0,017	0,000
-9	0,001	0,229	0,001
-8	-0,012	-1,926	-0,010
-7	-0,006	-0,985	-0,016
-6	0,010	1,729	-0,006
-5	-0,009	-1,478	-0,015
-4	0,002	0,313	-0,013
-3	0,006	1,049	-0,006
-2	0,002	0,362	-0,004
-1	0,003	0,549	-0,001
0	-0,001	-0,233	-0,002
1	-0,030	-4,993	-0,033

2	-0,003	-0,478	-0,036
3	-0,018	-3,038	-0,054
4	-0,011	-1,783	-0,065
5	-0,004	-0,717	-0,069
6	0,001	0,215	-0,068
7	-0,007	-1,180	-0,075
8	-0,003	-0,542	-0,078
9	-0,002	-0,334	-0,080
10	-0,007	-1,179	-0,087

Tablo 4'teki bulgular, 5 günlük pencerede olduğu gibi, olay sonrasındaki 1. ve 3. günlerde elde edilen ortalama anormal getirilerin istatistiki açıdan anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Kümülatif ortalama anormal getiri ise olay öncesi dönemde dalgalı seyir izlerken, olay sonrası dönemde genel olarak düşüş eğilimi göstermiştir. Yalnızca 6. günde sınırlı bir artış gözlemlenmiştir.

Tablo 5. BİST-100 Endeksindeki Şirketlerin Bedelli Sermaye Artışı Duyurularından 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Dönem	CAAR
CAAR(-10,10)	-0,087
CAAR(-10,-1)	-0,001
CAAR(1,10)	-0,085

Tablo 5'teki bulgular, kümülatif ortalama anormal getirinin olay öncesi dönemde %0,1 düzeyinde kaldığını, olay sonrası dönemde ise %8,5 oranında negatif bir değer aldığını göstermektedir. Bu sonuç, olay sonrası dönemde hisselerin değerinde belirgin bir düşüş yaşandığını ortaya koymaktadır.

BİST-100 Endeksinde Yer Almayan Şirketlerin Bedelli Sermaye Artışı Duyurularına Ait Bulguların İncelenmesi

BİST-100 endeksinde yer almayan şirketlere ilişkin bulgular Tablo 6'da 5 günlük olay penceresinde sunulmuştur.

Tablo 6. BİST-100 Endeksi Dışındaki Şirketlerin Bedelli Sermaye Artışı Duyurularından 5 Gün Öncesi ve 5 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Ortalama Anormal Getiriler, t Değerleri ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Günleri	AAR	t istatistiği	CAAR
-5	0,002	0,716	0,002
-4	-0,002	-0,535	0,001
-3	0,005	1,362	0,005
-2	0,004	1,138	0,009
-1	0,006	1,826	0,015
0	-0,002	-0,510	0,013
1	-0,015	-4,527	-0,002
2	-0,009	-2,769	-0,011
3	-0,002	-0,740	-0,013
4	-0,001	-0,248	-0,014
5	-0,002	-0,503	-0,016

Tablo 6'daki bulgular, bedelli sermaye artışı duyurularının ardından elde edilen pozitif anormal getirilerin ilk iki günde istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir. Ayrıca hem BİST-100 endeksine dahil olan hem de dahil olmayan şirketler için olay öncesi dönemde istatistiksel olarak anlamlı bir ortalama anormal getiriye ulaşmanın mümkün olmadığı ortaya koyulmaktadır. Kümülatif ortalama anormal getiriye bakıldığında ise, olay günü ve sonrasında genel bir düşüş trendi gözlenmektedir.

BİST-100 endeksi dışındaki şirketlere ilişkin elde edilen bulgular, BİST-100 şirketlerine ilişkin bulgularla paralellik göstermektedir. Böylelikle Adaoğlu (2006), Cun (2010), Tepe (2012), Küçüksille ve Mizrahi (2015) ile Işıker (2021) çalışmalarında elde edilen bulgular ile uyumlu olduğu görülmektedir.

Tablo 7. BİST-100 Endeksi Dışındaki Şirketlerin Bedelli Sermaye Artışı Duyurularından 5 Gün Öncesi ve 5 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Dönem	CAAR
CAAR(-5,5)	-0,016
CAAR(-5,-1)	0,015
CAAR(1,5)	-0,029

Tablo 7'deki bulgular, olay öncesi dönemde %1,5 oranında pozitif bir kümülatif ortalama anormal getiri elde edilirken, olay sonrası dönemde bu durumun %2,9 oranında negatif bir kümülatif ortalama anormal getiriye dönüştüğünü göstermektedir.

BİST-100 endeksinde yer almayan şirketlere ilişkin bulgular Tablo 8'de 10 günlük olay penceresinde sunulmuştur.

Tablo 8. BİST-100 Endeksi Dışındaki Şirketlerin Bedelli Sermaye Artışı Duyurularından 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Ortalama Anormal Getiriler, t Değerleri ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Günleri	AAR	t istatistiği	CAAR
-10	-0,002	-0,510	-0,002
-9	-0,006	-1,909	-0,008
-8	0,000	0,151	-0,008
-7	-0,004	-1,064	-0,011
-6	-0,003	-0,898	-0,014
-5	0,002	0,697	-0,012
-4	-0,002	-0,558	-0,014
-3	0,004	1,346	-0,009
-2	0,004	1,111	-0,005
-1	0,006	1,812	0,001
0	-0,002	-0,521	-0,001
1	-0,015	-4,549	-0,016
2	-0,009	-2,802	-0,026
3	-0,003	-0,765	-0,028
4	-0,001	-0,254	-0,029
5	-0,002	-0,508	-0,031
6	-0,006	-1,856	-0,037
7	-0,001	-0,310	-0,038
8	-0,003	-0,970	-0,041
9	-0,002	-0,688	-0,043
10	-0,002	-0,641	-0,045

Tablo 8'deki bulgular, 5 günlük pencerede elde edilen sonuçlarla benzerlik göstererek, olay sonrasındaki ilk iki günde istatistiksel açıdan anlamlı pozitif anormal getirilerin olduğunu göstermektedir. Kümülatif ortalama anormal

getiriler incelendiğinde, olay öncesi dönemde dalgalı seyir izlenirken; olay sonrası dönemde sürekli bir düşüş eğilimi olduğu görülmektedir.

Tablo 9. BİST-100 Endeksi Dışındaki Şirketlerin Bedelli Sermaye Artışı Duyurularından 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Dönem	CAAR
CAAR(-10,10)	-0,045
CAAR(-10,-1)	0,001
CAAR(1,10)	-0,044

Tablo 9'daki bulgular, olay öncesi dönemde kümülatif ortalama anormal getirinin %0,1 düzeyinde gerçekleştiğini, olay sonrası dönemde ise %4,4 oranında negatif bir değer aldığını göstermektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Firmaların yeni yatırımlar yapma, enflasyon nedeniyle reel değeri azalmış sermayeyi güçlendirme ve reel büyüme ile ortaya çıkan fon ihtiyacını karşılayabilme gibi çeşitli amaçlarla finansman ihtiyacı doğmaktadır. Bu finansman ihtiyacını karşılamak için firmalar, farklı finansman yöntemlerine başvurmaktadır. Bu yöntemlerden biri bedelli sermaye artışıdır. Bedelli sermaye artışı, gerekli fonların, rüçhan hakkının mevcut ortaklar tarafından kullanılması durumunda mevcut ortaklardan; rüçhan hakkının devredilmesi durumunda ise yeni ortaklardan sağlanmasıyla gerçekleştirilir.

Yatırımcılar, pay senetlerine yaptıkları yatırımlar sonucunda getiri beklentisi içindedirler. Pay getirilerini etkileyen birçok faktör bulunmakta olup, bu faktörler finans literatüründe sıklıkla araştırılmaktadır. Bu çalışmada ise bedelli sermaye artışı duyurularının pay getirileri üzerindeki etkileri incelenmektedir. Daha önce Borsa İstanbul üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde, genellikle BİST-100 endeksine dâhil şirketlerin incelendiği ve olay penceresi olarak 5 veya 10 günlük zaman dilimlerinin tercih edildiği gözlemlenmiştir. Bu bulgular ışığında çalışmanın konusu ve örnekleme belirlenmiştir. Çalışmanın örnekleme, BİST-100 endeksine dâhil olan 15 firmanın yaptığı 20 bedelli sermaye artışı duyurusu ile BİST-100 endeksi dışındaki 98 firmanın yaptığı 128 duyurudan oluşmaktadır. 2017-2022 döneminde Borsa

İstanbul'da payları işlem gören şirketlerin bedelli sermaye artışı duyurularının pay getirileri üzerindeki etkileri, olay çalışması yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Bu analizde 5 günlük ve 10 günlük olay pencereleri kullanılmıştır. Sermaye artışı duyuru tarihleri etrafındaki günlerde piyasa tepkisini saptayabilmek amacıyla anormal getirilerin ve kümülatif anormal getirilerin hesaplamaları yapılmıştır. Sermaye artışı duyurularının etkileri, BİST-100 endeksinde bulunan şirketler ve BİST-100 endeksi dışındaki şirketler için ayrı ayrı değerlendirilmiş; bu iki grup arasındaki benzerlikler ve farklılıklar belirlenmeye çalışılmıştır.

Çalışmada, bedelli sermaye artışlarının duyurulmasının hem BİST-100 endeksinde dahil olan hem de olmayan şirketlerin pay getirileri üzerinde negatif bir etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır. Özellikle olay duyurusunu takip eden dönemde gözlemlenen bu negatif getiriler, piyasanın bedelli sermaye artışlarını genellikle olumsuz karşıladığını göstermektedir.

Hem BİST-100 endeksi içerisinde yer alan hem de BİST-100 endeksinde yer almayan şirketler için yapılan analizler, olay öncesi dönemde belirgin bir anormal getirinin olmadığını, ancak olay sonrası dönemde negatif bir anormal getirinin ortaya çıktığını göstermektedir. Diğer yandan bulgular, BİST-100 endeksinde dâhil olan şirketlerin bedelli sermaye artışı duyurularının, BİST-100 endeksi dışında yer alan şirketlere kıyasla daha olumsuz piyasa tepkilerine yol açtığını göstermektedir. BİST-100 şirketlerinin bedelli sermaye artırımını sonrasında daha yüksek negatif kümülatif anormal getiri elde etmeleri, bu şirketlerin piyasa tarafından daha fazla takip edilmesi ve yatırımcıların bu duyuruları daha yakından izlemelerinden kaynaklanabilir. BİST-100 şirketlerinin yatırımcı kitlesinin daha geniş olması nedeniyle, sermaye artışına ilişkin duyarlılık ve tepkilerin daha belirgin hale geldiği düşünülmektedir.

Ayrıca, BİST-100 endeksinde dâhil olan şirketlerin finansal yapıları, büyüklükleri ve piyasa beklentileri, sermaye artışı gibi finansal kararların bu şirketlerin pay fiyatları üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olmasına sebep olduğu düşünülmektedir. Yatırımcılar, bu tür büyük şirketlerin bedelli sermaye artışını, finansal zorluk veya likidite ihtiyaçlarının bir göstergesi olarak algılayabilmektedir. Bu

algı, yatırımcıların şirketlerin gelecekteki performansına ilişkin olumsuz beklentilere kapılmasına neden olmakta ve olay sonrası günlerde negatif anormal pay getirilerine yol açabilmektedir.

Elde edilen bulgular, önceki çalışmalar (Adaoğlu, 2006; Cun, 2010; Tepe, 2012; Işıker, 2021; Ünal, 2022) ile uyumlu olup, bedelli sermaye artışlarının pay getirileri üzerindeki olumsuz etkisine dair mevcut literatürü desteklemektedir. Farklı zaman pencerelerinde yapılan analizler, bu sonucun genel olarak geçerli olduğunu ve olay duyurusunu takip eden dönemdeki negatif getirilerin daha belirgin olduğunu ortaya koymuştur.

Çalışmanın bulguları, bedelli sermaye artışı duyurularının piyasa tarafından olumsuz bir şekilde karşılandığını ve negatif kümülatif ortalama anormal getirilere neden olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durumun altında yatan çeşitli nedenler olabilmektedir. Eriş'in (2009) çalışmasında belirtildiği üzere, yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi nedeniyle yatırımcılar, sermaye artışıyla sağlanacak fonların kullanım amaçlarına ilişkin kaygılanabilmekte ve bu sebeple pay getirileri üzerindeki etkisi olumsuz olabilmektedir. Ayrıca, bedelli sermaye artışı duyuruları, yatırımcılar nezdinde firmanın yeterli kârlılığa ulaşamadığı veya nakit sıkıntısı içinde olduğu algısını oluşturabilmekte ve bu durum firmanın finansal durumuna yönelik olumsuz bir piyasa tepkisine yol açabilmektedir. Bunun yanı sıra, firmanın borçlanma yerine bedelli sermaye artışı yolunu seçmesi, firmanın piyasa koşullarında borçlanma zorluğu çektiği veya gelecekteki nakit akışlarında sorun yaşayabileceği şeklinde yorumlanabilmekte ve bu durum yatırımcıların olumsuz bir tutum geliştirmesine neden olabilmektedir.

İlave olarak, istatistiksel olarak anlamlı ortalama anormal getirilerin büyük ölçüde olay sonrasında gerçekleştiği görülmektedir. Karasioğlu'nun (1998) çalışmasında içeriden öğrenenlerin ticareti, şirketle ilgili önemli bilgilerin kamuoyuna açıklanmadan önce belirli kişiler tarafından edinilmesi olarak tanımlanmaktadır. Olay öncesi dönemde sınırlı sayıda anlamlı ortalama anormal getiri gözlemlenmiş olması, içeriden öğrenenlerin ticaretinin bu dönemde ya sınırlı kaldığını ya da gerçekleşmediğini düşündürmektedir.

Öte yandan Stiglitz (2000) bilgi asimetrisi kavramını,

bazı yatırımcıların olay hakkında diğerlerinden daha fazla bilgiye sahip olabileceği ve bu bilgiyi kullanarak anormal getiriler elde edebileceği şeklinde açıklamaktadır. Bilgi asimetrisi, piyasa katılımcıları arasında dengesiz bilgi dağılımına yol açabilir ve bu da olay sonrası dönemde anormal getirilerin oluşmasına katkıda bulunabilmektedir.

Bedelli sermaye artışı duyurularının negatif kümülatif ortalama anormal getirilerle sonuçlandığı tespit edilmiş olup, bu bulgu, bu tür duyuruların pay getirileri üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Yarı güçlü formda etkin piyasalar; tüm kamuya açık bilgileri pay fiyatlarına anında yansıttığı varsayıldığından bulgular, Borsa İstanbul'da incelenen dönem için yarı güçlü formda piyasa etkinliğinin geçerli olmadığına ilişkin bir kanıt olarak değerlendirilmektedir.

Çalışma kapsamında yapılan bedelli sermaye artışı duyuruları iki farklı olay penceresinde incelenmiştir. Böylece olay penceresinin uzunluğunun anormal getiriler üzerindeki etkisinin incelenmesi mümkün olmuştur. Ayrıca BİST-100 endeksindeki ve endeks dışındaki şirketler karşılaştırılarak, şirket büyüklüğünün bedelli sermaye artışı duyurularına verilen tepkiler üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu şekilde, literatürde daha önceki çalışmalarda yeterince incelenmemiş bir konuya ışık tutulmaktadır. Çalışmanın bu açılardan literatüre özgün bir katkı sunduğu düşünülmektedir. Çalışma bulguları, piyasa etkinliği konusunda önemli bilgiler sağlamaktadır. Bedelli sermaye artışı duyurusunun ardından elde edilen anormal getirilerin büyük ölçüde duyuru sonrasında gerçekleştiği gözlemlenmektedir. Bu durum, yatırımcılar açısından, bedelli sermaye artışı duyurusu yapan bir şirkete yatırım yaparken dikkate alınması gereken önemli bir faktör olarak değerlendirilmektedir.

Gelecekte yapılacak araştırmaların, bedelli sermaye artışı duyurularını; sermaye artışı oranı (ihraç edilen yeni payların mevcut paylara oranı) veya sermaye artışını yapan şirketler arasındaki sektörel farklılıklar dikkate alınarak incelenmesinin literatüre katkı sunabileceği düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

- Adaoğlu, C. (2008). Dividend Policy of the ISE Industrial Corporations: The Evidence Revisited (1986-2007). *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 2(2), 113-136.
- Arslan, R. (2015). Bedelsiz Ortaklık Paylarının Değerlemesi ve Muhasebeleştirilmesi. *Vergi Raporu*(195), 69-76.
- Aydın, N. D. (2020). Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı. Doktora Tezi. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Bayraktar, A. (2012). Etkin Piyasalar Hipotezi. *Aksaray Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4(1), 37-47.
- Binder, J. (1998). The Event Study Methodology Since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11, 111-137. <https://doi.org/10.1023/A:1008295500105>
- Bohren, O., Eckbo, E., & Michalsen, D. (1997). Why Underwrite Rights Offerings? Some New Evidence. *Journal of Financial Economics*, 46(2), 223-261. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00030-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00030-5)
- Bolognesi, E., & Gallo, A. (2013). The Ex-Date Effect of Rights Issues: Evidence from the Italian Stock Market. *Applied Financial Economics*, 23(2), 149-164. <https://doi.org/10.1080/09603107.2012.711936>
- Bowman, R. (1983). Understanding and Conducting Event Studies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 10(4), 561-584. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1983.tb00453.x>
- Böyükaslan, A., & Günay, F. (2022). COVID-19 Salgınının Borsa İstanbul Alt Sektör Endeks Getirilerine Etkilerinin Olay Çalışması Yöntemiyle İncelenmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 59(659), 161-204.
- Brown, S., & Warner, J. (1980). Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90002-1)
- Brown, S., & Warner, J. (1985). Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Cowan, A. (1992). Nonparametric Event Study Tests. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2, 343-358. <https://doi.org/10.1007/BF00939016>
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2005). The Choice Between Rights Offerings and Private Equity Placements. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 375-407. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.002>
- Cun, E. (2010). Stock Price Reactions To Rights Issues: Evidence From The Istanbul. Yüksek Lisans Tezi. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Dewi, N. P., & 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. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v6n6.805>
- Dodd, P., & Warner, J. (1983). On Corporate Governance a Study of Proxy Contests. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 401-438. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90018-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90018-1)
- Eriş, N. (2009). Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımlarının Yatırımcı Davranışları Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerinde Ampirik Bir Çalışma. Yüksek Lisans Tezi. *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Eryiğit, M. (2007). Stock Market Reaction to Developments in Turkish-European Union Relations. *Ekonomik Yaklaşım*, 18(63), 55-68. <https://doi.org/10.5455/ey.10631>
- Eyüboğlu, K., & Bulut, H. İ. (2016). Şirketlere Özgü Haberlerin Hisse Performansına Etkisi: BİST-30 Şirketleri Örneği. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*(16), 113-138.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21. <https://doi.org/10.2307/2525569>
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>

- Fung, H.-G., Leung, W., & Zhu, J. (2008). Rights Issues in the Chinese Stock Market: Evidence of Earnings Management. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 19(2), 133-160. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2008.01019.x>
- Gajewski, J. F., & Ginglinger, E. (2002). Seasoned Equity Issues in a Closely Held Market: Evidence from France. *European Finance Review*, 6(3), 291-319. <https://doi.org/10.1023/A:1022024925877>
- Henderson, G. (1990). Problems and Solutions in Conducting Event Studies. *The Journal of Risk and Insurance*, 57(2), 282-306. <https://doi.org/10.2307/253304>
- Holderness, C., & Pontiff, J. (2016). Shareholder Nonparticipation in Valuable Rights Offerings: New Findings for an Old Puzzle. *Journal of Financial Economics*, 120(2), 252-268. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.01.011>
- Işiker, M. (2021). Embedded Information Content in Bonus and Rights Issue Announcements for Selected Stock Exchange Markets. Doktora Tezi. *İstanbul Teknik Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü*.
- Işiker, M., & Taş, O. (2021). Borsa İstanbul'daki Bedelli Sermaye Artırımı Haberlerinin Etkileri Üzerine Bir Çalışma. *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, 16(1), 1-21.
- 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), 28-42.
- Kandır, S. Y. (2013). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Açıklamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi. *Bankacılar Dergisi*, 24(85), 21-30.
- Karakuş, R., Zor, İ., & Küçük, Ş. Y. (2017). Pay Geri Alım İlanlarının Hisse Getirisine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(75), 55-70. <https://doi.org/10.25095/mufad.399279>
- Karasioğlu, F. (1998). İçeriden Öğrenenler Ticareti (Insider Trading) ve Türkiye'de Muhasebenin Yatırımcılara Bilgi Sağlama Sorumluluğu. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(3), 113-122.
- Krakstad, S. O., & Molnar, P. (2015). Characteristics of Norwegian Rights Issues. *Economics Bulletin*, 35(1), 764-773. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2691517>
- Küçüksille, E., & Mizrahi, R. (2015). Bedelli Sermaye Artırımı Duyurularının Halka Açık İşletmelerin Hisse Senedi Performanslarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*(29), 63-69.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Marsden, A. (2000). Shareholder Wealth Effects of Rights Issues: Evidence from the New Zealand Capital Market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 8(3-4), 419-442. [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(00\)00020-2](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(00)00020-2)
- Martino, G. D., & Busatto, F. (2018). Equity Rights Issue and Dilutive Effect: Evidence from Italian Listed Companies. *International Business Research*, 11(10), 94-110. <https://doi.org/10.5539/ibr.v11n10p94>
- Muradoğlu, G., & Aydoğan, K. (1999). Are There Trends in Market Reactions? Stock Dividends and Rights Offerings at Istanbul Stock Exchange. *Accounting and Finance Group Work*. United Kingdom: Warwick Business School.
- Owen, S., & Suchard, J.-A. (2008). The Pricing and Impact of Rights Issues of Equity in Australia. *Applied Financial Economics*, 18(14), 1147-1160. <https://doi.org/10.1080/09603100701537706>
- Pathak, H. P. (2019). Evidence on Changes in Stock Returns Around Rights Issue Announcement: Banking Sector Analysis. *American International Journal of Business Management*, 2(3), 16-25.
- Rao, R. (1995). Financial Management: Concept and Application (3.b.). *Southwestern College Publishing*.
- Riano, C., Ruiz, F.-J., & Santamaria, R. (2005). Rights Offerings in Spain: Effects on Ex-Rights Stocks Du-

- ring the Subscription Period. *Journal of Asset Management*, 7(3), 255-272. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jam.2240217>
- Sarıgül, H. (2015). Sendikasyon Kredisi Kullanım Duyurularının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(12), 113-129.
- Sharpe, W. (1963). A Simplified Model for Portfolio Analysis. *Management Science*, 9(2), 277-293. <https://doi.org/10.1287/mnsc.9.2.277>
- Slovin, M., Sushka, M., & Lai, K. (2000). Alternative Floation Methods, Adverse Selection, and Ownership Structure: Evidence from Seasoned Equity Issuance in the UK. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 157-190. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00054-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00054-4)
- Stiglitz, J. E. (2000). The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(4), 1441-1478. <https://doi.org/10.1162/003355300555015>
- Tepe, M. (2012). Market Reaction to Rights Offering Announcements in the Turkish Stock Market. Yüksek Lisans Tezi. *Orta Doğu Teknik Üniversitesi Uygulamalı Matematik Enstitüsü*.
- Topçu, N., & Demirkol, V. (2015). Sermaye Şirketlerinde Sermaye Artırım İşlemleri ve Muhasebeleştirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(65), 137-146. <https://doi.org/10.25095/mufad.396521>
- Tsangarakis, N. (1993). Seasoned Equity Issues in the Greek Stock Market- Stock Price Reaction on the Ex-Rights Day: A Test of Semi-Strong Form Market Efficiency. *SPOUDAI-Journal of Economics and Business*, 43(2), 128-138.
- Ünal, C. (2022). The Effects of New Equity Announcements on Returns: An Examination in BIST. Yüksek Lisans Tezi. *Adana Alparslan Türkeş Bilim Ve Teknoloji Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü*.
- Vuuren, V., Ward, M., & Muller, C. (2023). Equity Issuance and Share Price Performance on the Johannesburg Stock Exchange. *Investment Analysts Journal*, 52(3), 202-219. <https://doi.org/10.1080/10293523.2023.2240560>
- Widyatmoko, K., Suja'i, 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*, 5(2), 12306-12317.
- Yolcu, M., & Öztürk, F. (2021). Bedelli Sermaye Artırımı Haberlerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama. *Atlas Journal*, 7(37), 1231-1238. <https://doi.org/10.31568/atlas.597>
- Yazar Katkı Oranı:** Yazarlar makaleye eşit oranda katkı sağlamışlardır.