



Bedelli Sermaye Artırımı Duyurularının Halka Açık İşletmelerin Hisse Senedi Performanslarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma

Engin KÜÇÜKSİLLE, Rozi MİZRAHİ

İzmir Katip Çelebi Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü, İzmir
İzmir Katip Çelebi Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü, İzmir

Özet

Bu çalışmanın amacı; 2010-2014 yılları arasında yapılan bedelli sermaye artırımı duyurularının Borsa İstanbul Hisse Senetleri Piyasası'nda (BIST) aşırı getiriye neden olup olmadığını inceleyerek, ilgili dönemde piyasanın yarı güçlü formda etkin bir piyasa olup olmadığını belirlemektir. Bu araştırma doğrultusunda Borsa İstanbul Hisse Senetleri Piyasası'nda hisse senetleri işlem gören ve 2010-2014 yılları arasında bedelli sermaye artırımı duyurusu yapan işletmelerin, bedelli sermaye artırımı duyurularının şirketlerin hisse senetlerinin performanslarına olan etkisi "olay çalışması" yöntemiyle analiz edilmiştir.

Elde edilen bulgulara göre; bedelli sermaye artırımı duyurusunun yapıldığı tarihte ($t=0$), duyurudan bir gün sonra ($t=+1$), dört gün ($t=+4$) ve dokuz gün ($t=+9$) sonra istatistiksel olarak anlamlı ortalama negatif anormal getiriler elde etmek mümkündür. Sonuç olarak, BIST Hisse Senetleri Piyasası'nın ilgili dönemde kamuya açıklanan bilgilerden etkilendiği ve yarı güçlü formda etkin bir piyasa olmadığı söylenebilir.

Anahtar Kelimeler: Borsa İstanbul, Olay Çalışması, Bedelli Sermaye Artırımı

Jel Kodları: G11, G14

The Effect Of Right Issues Announcements On Public Companies' Stock Performances : Evidence From Istanbul Stock Exchange

Abstract

The aim of this study is to define if the Istanbul Stock Exchange has a semi-strong market efficiency or not by analyzing the right issues announcements in Istanbul Stock Exchange whether they yield to abnormal returns in the period of 201-2014. So, the effect of right issue announcements in Istanbul Stock Exchange in the period of 2010-2014 to the stock performances has been analyzed by "event study" method.

According to the findings; it is possible to have statistically mean abnormal negative returns on the date of right issue announcements ($t=0$), the following day ($t=+1$), the day after four (+4) and nine (+9) days. As a result, Istanbul Stock Exchange has been affected by the public announcements and it was not a semi-strong form effective market in the examined period.

Key Words: Istanbul Stock Exchange, Event Study, Right Issue

Jel Codes: G11, G14

1. Giriş

Firmaların temel amaçlarından biri piyasada varlıklarını sürdürmektir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere firmalar rekabet güçlerini korumayı ve büyümeyi sağlayacak yeni yatırımlar yapmak zorundadırlar. Yatırım kavramı, gelecekte daha yüksek olacağı tahmin edilen bir değeri elde edebilmek için bugün elde olan bir değerden vazgeçmek olarak tanımlanabilir (Karan, 2001, 3). Bu anlamda, yapılan yatırımlar gerçek sermaye yatırımları olup mevcut sermayenin artırılmasını gerektirir. 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu (YTTK), anonim ve limited şirketlerin sermaye ihtiyaçlarının hızlı ve kolay bir şekilde karşılanabilmesi için sermaye artırımı yöntemlerini yeniden düzenlemiştir. Bu bağlamda, işletmeler sermayelerini üç farklı yöntemle artırabilirler. Bu artırımı yöntemleri, "şarta bağlı sermaye artırımı", "bedelsiz sermaye artırımı" (iç

kaynaklardan sermaye artırımı) ve "bedelli sermaye artırımı"dır.

Şarta bağlı sermaye artırımı, şirketlerin ihraç edecekleri borçlanma senetlerinin (tahvil, bono vb.) alacaklılarının, işletmenin pay sahiplerine dönüşmelerini sağlayarak, işletmelere fon girişi sağlayan bir sermaye artırımı yöntemidir.

Bedelsiz sermaye artırımı, işletmeye işletme dışından fon girişi sağlamayan ve şirketlerin iç kaynaklarından (yedek akçe veya fonlar) sermayeye aktardıkları tutar karşılığında ihraç ettikleri payların bedelsiz olarak şirket hissedarlarına dağıtılmasıdır.

Bedelli sermaye artırımı, şirketlerin yeni fon kaynağı temin etmek amacıyla çıkardıkları "bedelli" paylarını, nominal değerinden veya daha yüksek bir fiyattan mevcut ortaklara ya da diğer yatırımcılara satmalarıdır. (Bedelsiz ve

Bedelli Paylar, <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-cesitleri> (08.02.2015)

Hisseleri borsada işlem gören firmalar ile ilgili tüm haberler kamuoyuna duyurulur. Kamuoyuna duyurulan bu haberlerden biri olan bedelli sermaye artırım duyuruları firmaların gelecekte daha yüksek kazanç elde etmek üzere yeni yatırımlar yaptığı ve büyümeyi hedeflediği öngörüsü yaratması bakımından piyasada olumlu bir haber olarak algılanır. Ancak bedelli sermaye artırım, mevcut yatırımcılardan yeni fon çıkışına neden olacağı için bu duyuruların olumsuz haber olarak algılanma ihtimali de mevcuttur.

Eugene Fama (1970) tarafından geliştirilen Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH)'ne göre menkul kıymet fiyatları, menkul kıymetlere ilişkin tüm bilgiyi yansıtmakta ve piyasada hiçbir yatırımcı aşırı getiri elde edememektedir. Fama, piyasaları etkinliklerine göre zayıf, yarı güçlü formda ve güçlü formda etkin etkin piyasalar olarak üç başlıkta sınıflandırmıştır. Zayıf formda etkin piyasalarda geçmiş fiyat bilgileriyle, yarı güçlü formda etkin piyasalarda geçmiş fiyat bilgileriyle birlikte kamuya duyurulan bilgilerle, güçlü formda etkin piyasalarda ise geçmiş fiyatlar, kamuya yapılan duyurular ve işletme içerisinden sağlanan bilgilerle aşırı getiri elde edilmesi mümkün değildir (Dimaand Miloş, 2009: 403). Ancak yapılan çok sayıda araştırmada EPH'nin ortaya koyduğu varsayım ile çelişen bulgular elde edilmiştir. Bu bulgular, normalden sapma anlamına gelen 'anomali' terimi kullanılarak ifade edilirken, hisse senedi piyasalarında fiyat anomalileri gözlemlenebildiği ortaya koymuştur (Erdoğan ve Elmas, 2010:2). Bir başka deyişle; etkin olmayan piyasalarda yatırımcıların anormal getiri elde etmesi mümkündür. Firmaların kamuoyuna duyurdukları haberlerin olumlu ya da olumsuz haber olarak algılanması durumuna bağlı olarak pozitif veya negatif anormal getiriler elde edilebilmektedir. Pozitif anormal getiriler, şirketlerin hisse senetlerinin aynı dönemde hisse senetleri piyasasından daha fazla pozitif getiri sağladığını, negatif anormal getiriler ise aynı dönemde hisse senetleri piyasasından daha düşük getiri sağladığını ifade etmektedir. Bu bağlamda; yatırımcılar, etkin olmayan hisse senedi piyasasında pozitif anormal getiri elde edebilmek için finansal piyasalar ve şirketlerle ilgili tüm gelişmeleri takip etmektedirler.

Bu çalışmada öncelikle bedelli sermaye artırımları ile ilgili duyurularının bireysel yatırımcıların kararlarını yönlendirerek şirketlerin piyasa değerlerinde yarattığı etkilerle ilgili literatürde yapılmış olan çalışmalar hakkında bilgi verilmektedir. Daha sonra ise, ülkemizdeki şirketlerin bedelli sermaye artırım duyurularının hisse senetleri piyasasına etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Bu kapsamda; 2010-2014 yılları arasında Borsa İstanbul Hisse Senedi Piyasasında bedelli sermaye artırım duyurusu yapan şirketlerin hisse senetlerinin bu duyurulardan etkilenip etkilenmediği "olay çalışması" (eventstudy) yöntemi kullanılarak analiz edilmiş ve sonuçlar yorumlanmıştır.

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören firmaların incelenen dönemde bedelli sermaye artırım duyurularının hisse senetlerinin getirilerine etkisi olup olmadığının olay çalışması yöntemi ile ortaya konulmasıdır. Bu yolla, Borsa İstanbul'un yarı güçlü formda etkin bir piyasa olup olmadığı da test edilecektir.

2. Literatür Araştırması

Halka açık anonim şirketlerle ilgili kamuya yapılan duyuruların hisse senetlerinin piyasa değerine olan etkileri finans literatüründe araştırmacıların ilgisini çeken bir konu olmuştur. Kamuya yapılan duyurulardan biri olan bedelli sermaye artırım duyurularının hisse senetlerinin piyasa değerine olan etkisi üzerine yapılmış olan ve finans literatüründe yer alan çalışmalardan bazılarında aşağıda değinilmiştir.

Tsangarakis (1994) Yunanistan Hisse Senetleri Piyasasında 1981-1990 yılları arasında kamuoyuna duyurulan 34 bedelli sermaye artırım duyurusunun şirketlerin hisse senedi getirilerine olan etkisini araştırmıştır. Olay çalışması yöntemini kullandığı ve tahmin penceresini ($t=-200$, $t=-51$) gün aldığı araştırmasında duyuru tarihinin anormal getirisinin '0' olduğunu bulmuştur. Duyuru tarihini takip eden günlerde de istatistiksel olarak anlamlı anormal getiri olmadığını tespit ederek Yunanistan hisse senetleri piyasasının yarı etkin bir piyasa olduğunu ve bedelli sermaye artırım duyurusunun yapıldığı günün şirketlerin hisse senetleri fiyatlarına bir etkisi olmadığını savunmuştur. Ancak bu çalışmada pozitif ya da negatif getiriye yol açan hisse senetlerinin hangileri olduğu hakkında bilgi verilmemiştir.

Muradoğlu ve Aydoğan (1999), 1988-1994 yılları arasında İstanbul Hisse Senetleri Borsasında işlem gören hisselerle ait kâr payı ve bedelli sermaye artırım duyurularının, hisse fiyatlarına etkisini inceledikleri çalışmalarında 1993-1994 yılları arasındaki duyuruların (-30, +30 işgünü) olay penceresinde pozitif anormal getiri sağladığını ortaya koymuşlardır.

Özer ve Yücel (2001), 1990- 1996 yılları arasında hisseleri İMKB'de işlem gören firmaların yaptığı 686 bedelli, bedelsiz ve bedelli bedelsiz sermaye artırım duyurusunun hisse fiyatlarına etkisini araştırdıkları çalışmalarında olay çalışması yöntemini kullanarak olay tarihi etrafındaki günlerde istatistiksel olarak anlamlı pozitif anormal getiriler olduğunu bulmuşlardır. Ancak sermaye artırım türlerine göre yatırımcıların tepkilerinin farklılaşmadığı sonucuna varmışlardır.

Ginglinger ve Gajewski (2002), Fransız hisse senetleri piyasasında 1986-1996 yılları arasında bedelli sermaye artırım ve halka arz duyurularının hisse senedi fiyatlarına olan etkilerini araştırmışlar ve bedelli sermaye artırım duyurularının istatistiksel olarak anlamlı negatif getiriye, halka arz duyurularının ise anlamlı olmayan negatif getiriye neden olduğunu ortaya koymuşlardır. Bedelli sermaye artırım duyurularının negatif getirisinin daha yüksek olması nedeniyle büyümekte olan firmaların halka arz yöntemini tercih ettiklerini vurgulamıştır.

Kabir ve Roosenboom(2002), Amsterdam hisse senetleri piyasasında 1984-1995 yılları arasındaki bedelli sermaye artırım duyurularının hisse senedi getirilerine olan etkisini araştırdıkları çalışmalarında duyuruların istatistiksel olarak anlamlı negatif anormal getiriye neden olduğunu aynı zamanda bu firmaların duyurudan sonraki 1 yıldan 5 yıla kadar borsada işlem hacimlerinin düştüğünü ortaya koymuşlardır.

Marisetty ve arkadaşları (2008), 1997-2005 yılları arasında Hindistan'da Bombay Hisse Senetleri Piyasasında halka açık şirketlerin bedelli sermaye artırım duyurularının hisse fiyatlarına olası etkisini araştırdıkları çalışmalarında

istatistiksel olarak anlamlı olmayan pozitif anormal getiri elde edildiğini bulmuşlardır.

Cotterell (2011), 2001-2010 yılları arasında Johannesburg Hisse Senetleri Piyasasında(JSE) bedelli sermaye artırım duyurularının şirketlerin hisse senedi fiyatlarına olan etkisini araştırmıştır. Duyuru yapıldığı gün ortalama %3 negatif anormal getiri elde edildiğini, duyurudan sonraki 5 günlük süreçte de %5- %6 arası negatif kümülatif anormal getiri elde edildiğini bulmuştur. Bir başka ifade ile duyurunun yapıldığı tarihten sonraki ilk beş günde ortalama %2-%3 arasında ilave negatif getiri elde edilmiştir. İncelenen dönemde finansal pozisyonu düşük olan firmalar için negatif getirinin daha fazla olduğu anlaşılmıştır.

Agarwal ve Mohanty (2012), Hindistan'da Nisan 2000-Mart 2011 periyotları arasında hisse senetleri piyasasında 205 bedelli sermaye artırım duyurusunun hisselerin piyasa değerine etkisini araştırdıkları çalışmalarında, duyurunun istatistiksel olarak anlamlı olmayan pozitif anormal getiri sağladığını ortaya koymuşlardır.

Rissanen (2014) Helsinki Hisse Senetleri Piyasasında 2003-2013 tarihleri arasındaki 45 bedelli sermaye artırım duyurusunun hisse senedi fiyatlarına olan etkisini araştırdığı çalışmada, duyurunun yapıldığı gün ortalama %1,3 negatif anormal getiri elde edildiğini ortaya koymuştur.

3. Veri ve Yöntem

3.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı 2010-2014 yılları arasında Borsa İstanbul Hisse Senetleri Piyasasında işlem gören şirketlerin hisse senedi fiyatlarının bedelli sermaye artırım duyurularından etkilenip etkilenmediğini inceleyerek, piyasanın etkin olup olmadığını araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda 2010-2014 yılları arasında sadece bedelli sermaye artışı duyurusu yapan firmalar araştırma kapsamına alınmıştır (Ekler: Tablo 1). Bedelli sermaye artışı duyuruları ile birlikte aynı tarihte bedelsiz sermaye artırım, kar payı dağıtımı ve sermaye azaltımı duyuruları yapan firmalar çalışmanın amacını etkilememesi için incelemeden çıkarılmıştır. İlgili dönemde bedelli sermaye artışı yapan firmalara ve Borsa İstanbul 100 endeksine ait ilgili fiyat verileri isyatirim.com.tr web sitesinden, bedelli sermaye artışı duyurularının tarihleri ise kap.gov.tr web sitesinden elde edilmiştir.

3.2. Çalışmanın Yöntemi

Bu çalışmada "olay çalışması" yönteminden faydalanılmış ve piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu varsayılmıştır. Bir başka ifade ile kamuya açıklanan bilgiler kullanılarak anormal getiriler elde edilmesi mümkün değildir. Olay çalışması yöntemi Dolley (1933) tarafından geliştirilmiştir ve bir olayın hisse senedi fiyatlarına olan etkisini ölçmeye yarayan bir yöntemdir. Olay çalışması yöntemini uygulayabilmek için olay tarihinin, olay penceresinin ve tahmin penceresinin tanımlanması gerekir (Mishra, 2005; 10).

Bu çalışmada olay tarihi, şirket tarafından piyasaya ilk kez bedelli sermaye artırım yapılacakının duyurulduğu tarihtir. Olay çalışmasında ilk aşama, olay tarihi etrafında belirli bir zaman (olay penceresi) oluşturmaktır. Olay penceresi araştırma konusuna göre olay tarihinden 1, 5, 20, 30 ve daha fazla gün sonrası ve öncesi olabilir. Bu çalışmada olay penceresi olay tarihinden 10 gün öncesi ve 10 gün

sonrası olarak belirlenmiştir (-10,+10). Çalışmada olay penceresinin (-10,+10) gün tutulmasının, bir başka deyişle çok uzun ya da kısa alınmamasının nedeni; bedelli sermaye artırım duyurusunun etkisinin birkaç günden uzun sürme ihtimalinin olması ve uzun dönemde piyasaya şirketin fiyatını etkileyebilecek yeni haberlerin gelme ihtimalidir. Tahmin penceresi ise işletmenin hisse senedi getirisinin, piyasanın getirisine olan duyarlılığını belirlemek ve bunun sonucunda beklenen getiriyi elde etmek için kullanılır. Bu çalışmada tahmin penceresi bedelli sermaye artırım duyurusu tarihinden önce -150 günden -11 güne kadar olan zamandır (-150,-11).

i hisse senedinin t zamanındaki getirisi (Campbell, Lo, MacKinlay, 1996; 9);

$$R_{i,t} = P_{i,t}/P_{i,t-1} \quad (1)$$

formülüyle hesaplanmıştır.

Bu formülde $P_{i,t}$, i hisse senedinin t zamanındaki kapanış fiyatını, $P_{i,t-1}$ i hisse senedinin t-1 zamanındaki kapanış fiyatını ve $R_{i,t}$, i hisse senedinin t zamanındaki getirisini ifade etmektedir.

İkinci aşamada belirlenen olay penceresi içerisinde hisse senedinin anormal getirileri hesaplanır ve anormal getirilerin ortalaması bulunur. Anormal getiri aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

AR_{it} = i hisse senedinin t günündeki anormal getiri oranını,

R_{it} = i hisse senedinin t günündeki gerçekleşmiş getiri oranını,

$E(R_{it})$ = olayın duyurulmaması durumunda i hisse senedinden t gününde beklenen getiri oranını ifade etmektedir.

Hisse senedinden beklenen getiri oranının hesaplanmasında piyasa modeli kullanılmıştır (MacKinlay, 1997). Bu modelde piyasa, ortalama getiriler ve risk arasında doğrusal bir ilişki olduğu varsayılır. Piyasa modeline göre hisse senedinden beklenen tahmini getiri aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta_i R_{mt} + e_{i,t} \quad (3)$$

α =sabit katsayı,

β_i = i hisse senedinin olmayan riskini (beta katsayısı),

R_{mt} = t gününde piyasanın (BIST 100 Endeksi) getirisi,

$e_{i,t}$ = t gününde i hisse senedinin hata terimini, $E(e_{i,t})=0$ ve $var(e_{i,t}) = \sigma^2 e_i$

ifade etmektedir.

Sistemati olmayan risk, tahmin penceresi dönemindeki gerçekleşen getiriler kullanılarak hesaplanmıştır.

Ortalama Anormal Getiriler;

$$AR_t = 1/N \sum_{i=1}^N e_{it} \quad (4)$$

formülüyle hesaplanmıştır. Formülde yer alan N, olay çalışmasına dahil edilen bedelli sermaye artırım duyurusu sayısını, t ise olay çalışmasında kullanılan olay penceresidir.

Kümülatif ortalama anormal getiriler ise aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır:

$$CAR(t1, t2) = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it} \quad (5)$$

Bu denklemde AR_{it} i hisse senedinin t zamanındaki anormal getirisini, $CAR(t1, t2)$ ise t1 ve t2 günlerinde kümülatif ortalama anormal getiriyi göstermektedir.

3.3. Çalışmanın Hipotezi

H_0 = Şirketlerin piyasaya bedelli sermaye artırım yapacaklarını duyurdukları tarih etrafındaki günlerde hisse senetlerinin ortalama anormal getirileri 0'a eşittir.

$$AR_t = 0$$

H_1 = Şirketlerin piyasaya bedelli sermaye artırım yapacaklarını duyurdukları tarih etrafındaki günlerde hisse senetlerinin ortalama anormal getirileri 0'dan farklıdır.

$$AR_t \neq 0$$

3.4. Araştırma Bulguları

Araştırma bulgularına göre (Tablo 3) BIST'te işlem gören şirketlerin bedelli sermaye artırım duyurusu yaptıkları tarihten önceki 10 günün 4 gününde negatif ortalama anormal getiriler elde edilirken, duyurudan sonraki 10 günde bu sayı 7'ye çıkmıştır. Bedelli sermaye artırım duyurusundan sonra sadece 2., 5. ve 10. günler pozitif ortalama anormal getiriler elde edilebilmektedir. Ancak bu getiriler istatistiksel olarak anlamlı değildir. Olay penceresi içinde bedelli sermaye artırım duyurusunun yapıldığı tarih ve diğer günlerde negatif ortalama anormal getiriler elde edilmektedir. Bu günler içerisinde duyurunun yapıldığı tarihte ($t=0$) 0,01, duyurunun yapıldığı tarihten sonraki gün ($t=+1$) 0,01, dört gün sonra ($t=+4$) 0,05 ve dokuz gün sonra ($t=+9$) 0,05 anlamlılık düzeyinde negatif ortalama anormal getiriler elde edilmektedir. Bu negatif ortalama anormal getiriler duyurunun yapıldığı tarihte -%2,30, duyurunun yapıldığı tarihten bir gün sonra -%3,61, dört gün sonra -%0,84 ve dokuz gün sonra -%0,95 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla 2010/2014 yılları arasında bedelli sermaye artırım duyurusu yapan halka açık firmaların bu duyurulardan etkilendiği ve piyasanın yarı güçlü formda etkin bir piyasa olmadığı söylenebilir. Sonuç olarak H_0 hipotezi reddedilerek, H_1 hipotezi kabul edilmektedir.

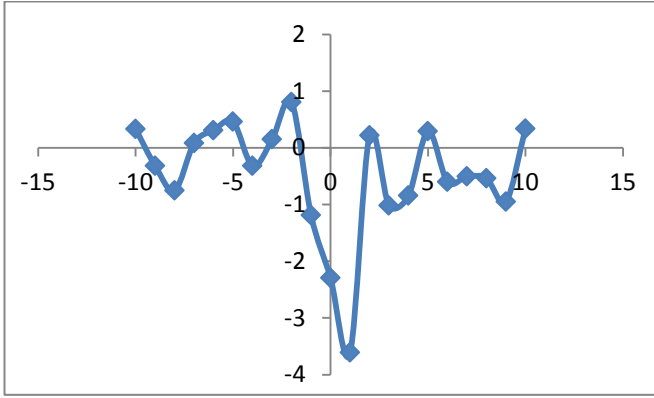
Tablo 2: Olay Penceresi İçinde Ortalama Anormal Getiriler, Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler, t değerleri ve Önem Dereceleleri

Günler		Ortalama Anormal Getiri	Kümülatif Ortalama Anormal Getiri	t	Sig. (2-tailed)
10	5	0,00336	-0,09952	0,83	0,41
9	5	-0,00948	-0,10287	-2,314	0,024**
8	5	-0,00538	-0,09339	-1,035	0,305
7	5	-0,00505	-0,08801	-1,597	0,116
6	5	-0,00598	-0,08296	-0,976	0,333
5	5	0,00292	-0,07698	0,613	0,542
4	5	-0,00843	-0,0799	-2,012	0,049**
3	5	-0,01018	-0,07147	-1,982	0,053
2	5	0,00215	-0,06129	0,414	0,681
1	5	-0,03607	-0,06345	-4,904	0,000*
0	5	-0,02297	-0,02737	-3,51	0,001*
-1	5	-0,01188	-0,0044	-2,885	0,006*
-2	5	0,00804	0,007478	2,05	0,045**
-3	5	0,00149	-0,00057	0,325	0,747
-4	5	-0,0032	-0,00205	-1,195	0,237
-5	5	0,00458	0,001144	0,895	0,375
-6	5	0,0031	-0,00344	0,8	0,427
-7	5	0,00085	-0,00654	0,219	0,828
-8	5	-0,00754	-0,00739	-2,497	0,016**
-9	5	-0,00316	0,000152	-0,807	0,423
-10	5	0,00331	0,003311	0,784	0,436

*0,05 düzeyinde istatistiksel anlamlılık

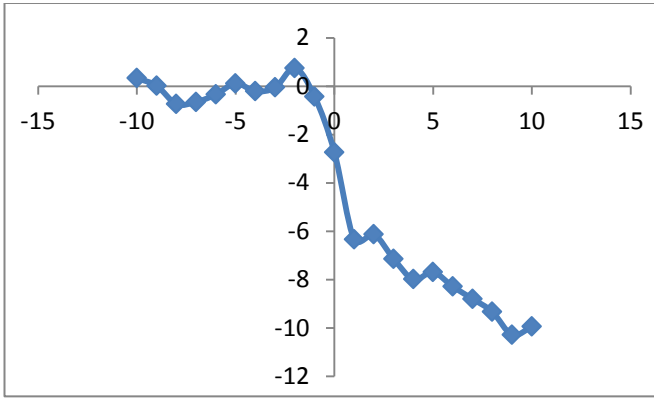
**0,01 düzeyinde istatistiksel anlamlılık

Anormal getirilerin grafiği Şekil 1'de verilmiştir. Grafik incelendiğinde bedelli sermaye artırım duyurusunun yapıldığı tarihe kadar ortalama anormal getiriler dalgalı bir seyir izlemekte, duyurunun yapıldığı tarih ($t=0$) ve sonraki günde ($t=+1$) en düşük seviyeye gerilemektedir. Daha sonraki günlerde ise tekrar yatay bir bant içerisinde dalgalanmaktadır. Bu durum bize bedelli sermaye artırım duyurusunun şirketlerin hisse senetleri fiyatlarına olumsuz etkisinin, duyurunun yapıldığı tarih ve sonraki günde olduğunu göstermektedir.



Şekil 1: Olay Penceresi İçinde Ortalama Anormal Getiriler

Kümülatif ortalama anormal getirilerin grafiği Şekil 2’de verilmiştir. Ortalama anormal getirilerin grafiğinde olduğu gibi bedelli sermaye artırımını duyurularının yapıldığı tarihe kadar kümülatif ortalama anormal getiriler yatay bir bantta dalgalanma göstermekte, ancak duyurunun yapıldığı tarihten itibaren hızlı bir şekilde negatif kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmaktadır. Duyurunun yapıldığı tarihten 9 gün sonra ($t=+9$) ise kümülatif ortalama anormal getiriler en düşük seviyesine gerilemektedir.



Şekil 2: Olay Penceresi İçinde Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

4. Sonuç

İşletmeler gerek varlıklarını finanse etmek, gerekse diğer finansal amaçları doğrultusunda farklı finansman yollarını tercih etmektedirler. Bu finansman yollarından bir tanesi de bedelli sermaye artırımındır. Bedelli sermaye artırımını; işletmelerin ortaklarından yeni fonlar temin etmek suretiyle sermayelerini artırmalarını ifade etmektedir. Bir başka ifade ile işletmeler bedelli sermaye artırımını yoluyla kendilerine dışarıdan ek kaynak sağlamaktadırlar. Bu durum ilk bakışta işletmeye dışarıdan yeni kaynak sağlaması açısından olumlu görünse de şirket ortakları kendilerinden bir fon çıkışı olacağı nedeniyle ve işletmeye aktaracakları yeni fonların nereye aktarılacağı konusunda bilgi sahibi olmadıkları için farklı tepkiler verebilmektedirler. Bu çalışmada Borsa İstanbul Hisse Senedi piyasasında 2010-2014 döneminde işlem gören şirketlerin bedelli sermaye artırımını duyurularının şirketlerin hisse senedi performansına etkisi olay çalışması yöntemiyle araştırılmıştır. Çalışmada olay penceresi (-10,+10), tahmin penceresi ise (-150,-11) gün alınmıştır.

Elde edilen bulgulara göre; 2010/2014 yılları arasında bedelli sermaye artırımını duyurusu yapıldığı günde ($t=0$), yapıldıktan bir gün ($t=+1$), dört gün ($t=+4$) ve dokuz gün

($t=+9$) sonra istatistiksel olarak anlamlı negatif ortalama anormal getiriler elde etmek mümkündür. Bu sonuçlara göre ilgili dönemde BIST Hisse Senetleri piyasasının yarı güçlü formda etkin bir piyasa olmadığı ve kamuya açıklanan bedelli sermaye artırımını duyurularından etkilendiği söylenebilir.

Olay penceresi içinde ortalama anormal getirilerle kümülatif anormal getiriler incelendiğinde; bedelli sermaye artırımını duyurusunun yapıldığı tarihten önceki 10 gün içinde (-10,0) getirilerde önemli bir değişiklik görülmezken, duyurunun yapılmasıyla birlikte kümülatif ortalama anormal getirilerde hızlı bir düşüş görülmekte ve kümülatif ortalama anormal getiriler duyurunun yapıldığı tarihten dokuz gün sonra ($t=+9$) en düşük seviyeye ulaşmaktadır.

Çalışmanın bulguları Ginglinger ve Gajewski (2002), Kabir ve Roosenboom (2002), Cotterell (2011) ve Rissanen (2014)’in çalışmalarının bulgularıyla benzer sonuçlar içermektedir. Bu çalışmalarda da bedelli sermaye artırımını duyurularının negatif ortalama anormal getiriye neden oldukları savunulmuştur.

Öte yandan Tsangarakis (1994) çalışmasında bedelli sermaye artırımını duyurularının etkisini bulamazken, Muradoğlu ve Aydoğan (1999) ve Özer ve Yücel (2001), Türkiye hisse senedi piyasalarında yaptıkları çalışmalarda bedelli sermaye artırımını duyurularının pozitif anormal getirilere neden olduğunu belirtmişlerdir. Türkiye’de hisse senedi piyasalarında yapılan araştırma sonuçlarının bu çalışmanın sonuçlarından farklı çıkmasının nedeni farklı periyotlar kullanılmasından kaynaklanabilir.

Kaynakça

AGARWAL, Akshita, PitabasMohanty(2012), “The Impact of Rights Issue on Stock Returns in India”, Asia-Pacific Finance and Accounting Review, Vol:1, No:1, p.5-16.

CAMPBELL, John Y., Lo, Andrew W., MacKinlay, A. Craig (1996), “The Econometrics of Financial Markets”, Princeton University Press.

COTTERELL, P.J.M(2011), “The Impact of Rights Issues Announcements on Share Price Performance in South Africa”, Master Thesis, Gordon Institute of Business Science, University of Pretoria.

DIMA, Bogdan, MILOS, L. Raisa (2009), “Testing The Efficiency Market Hypothesis For The Romanian Stock Market”, Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica, 11 (1) , pp.402-415.

DOLLEY J.(1933), “Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups”, Harvard Business Review, p. 316-326.

DUTTA Anupam (2014),“Parametricand Nonparametric Event Study Tests: A Review”, International Business Research, Vol. 7, No. 12, p. 136-142.

ERDOĞAN, Muammer ve Bakir Elmas(2010), “Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma”, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı:14, s.1-22.

FAMA, Eugene(1970), ‘Efficient Capital Markets: A Review Theory and Empirical Work’,Journal of Finance,25(2),p. 383-417.

GINGLINGER, Edith, Jean-François Gajewski(2002), “Seasoned EquityIssues in a Closely Held Market: Evidence From France”, European Finance Review, 6(3), p.291-319.

HIRT,Geofferey A.,StanleyB.Block(2006): Fundamentals of Investment Management, McGraw- Hill, Irwin Publishing, Newyork

KABİR, Rezaul ve Peter Roosenboom(2002), ‘Can the Stock Market Anticipate Future Operating Performance’, Erasmus Research Institute of Management, Report Series : <http://erim.eur.nl>

KARAN, M.Baha(2001) : Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara.

MACKINLAY, A. Craig (1997), ‘Event Studies in Economics and Finance’, Journal of Economic Literature, Vol 35(1). p. 12-39.

MARISSETTY, Vijaya, B., Alastair Marsden, Madhu Veeraraghavan (2008), ‘Price Reaction to Rights Issues in The Indian Capital Market’, Pasific- Basin Finance Journal, Vol.16, p.316-340.

MISHRA Asim. K. (2005), ‘An Empirical Analysis of Market Reaction Around the Bonus Issues in India’, Indian Institute of Management Working Paper, No. 10, p. 1-29.

MURADOĞLU, Gülnur ve Kürşad Aydoğan(1999), ‘Are There Trends in Market Reactions?: Stock Dividends and Rights Offerings at Istanbul Stock Exchange’, Warwick Business School, Accounting and Finance Group Work, United Kingdom

RISSANEN Ville(2014), ‘Pricing Errors in Finnish Rights Offerings? Implications for Market Efficiency in Nasdaq OMX Helsinki’, Master’s Thesis, Aalto University School of Business .

TSANGARAKIS, Nickolaos V.(1994), ‘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, Vo:43, No.2, University of Piraeus, Greece.

T.C. YASALAR (14.02.2011). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu. Ankara: Resmi Gazete (27846 sayılı).

Bedelsiz ve Bedelli Paylar, <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-cesitleri> (08.02.2015)

ÖZER, Gökhan ve Rahmi Yücel(2001), ‘İMKB’de Hisse Senedi İhraç Tarihi Etrafındaki Anormal Fiyat Hareketleri : 1990-1996 Dönemini Kapsayan Deneysel Bir Araştırma’, Active Dergisi Ocak/Şubat Sayısı.

EK 1

Tablo 1: 2012/2014 Yılları Arasında Bedelli Sermaye Artırımı Yapan Şirketler, Bedelli Sermaye Artırımı Açıklama Tarihleri ve Bedelli Sermaye Artırım Oranları

Kaynak : <http://isyatirim.com.tr> ve <http://kap.gov.tr> (08.02.2015)

Şirketin Adı	Şirketin BIST Kodu	Bedelli Sermaye Artırımı Açıklama Tarihi	Bedelli Sermaye Artırım Oranı (%)
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	AKENR	28.08.2012	94,02
Alternatifbank A.Ş.	ALNTF	02.12.2013	47,62
Altınyaz Kombinaları A.Ş.	ALYAG	03.05.2012	117,08
Ansa Yatırım Holding A.Ş.	ANSA	15.11.2010	100
Artı Yatırım Holding A.Ş.	ARTI	01.11.2011	85,19
Aslan Çimento A.Ş.	ASLAN	23.11.2010	1.036,07
ATLAS Yatırım Ortaklığı A.Ş.	ATLAS	04.10.2012	191,38
Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	AVGYO	25.01.2011	200
Aviva Sigorta A.Ş.	AVIVA	26.04.2012	100
Bağfaş Bandırma Gübre Fabrikaları A.Ş.	BAGFS	18.11.2013	400
Bağfaş Bandırma Gübre Fabrikaları A.Ş.	BAGFS	26.03.2012	200
Bisas Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	BISAS	12.03.2012	83,33
Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	BJKAS	29.01.2013	500
Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	BURVA	12.04.2013	20
ÇEMAŞ Döküm Sanayi A.Ş.	CEMAS	12.09.2011	222,58
Deva Holding A.Ş.	DEVA	21.03.2011	11,07
Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	EDIP	14.03.2013	30
Egeli&Co Yatırım Holding A.Ş.	EGCYH	24.12.2010	121,56
Ege Gübre Sanayii A.Ş.	EGGUB	16.05.2012	397,81
Eminiş Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	EMNIS	15.08.2012	50
Euro Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı A.Ş.	EUYO	12.10.2010	200
Frijo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	FRIGO	27.10.2010	100
Gen Yatırım Holding A.Ş.	GENYH	04.11.2011	900
Gersan Elektrik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	GEREL	02.05.2012	25
Gersan Elektrik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	GEREL	14.12.2010	78,02
Genpower Holding A.Ş.	GNPWR	26.05.2011	100
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	GOZDE	18.02.2011	278,49
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	GOZDE	13.01.2014	186,3
Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş.	GSRAY	02.05.2012	400
İhlas Holding A.Ş.	IHLAS	18.04.2011	100
İpek Doğal Enerji Kaynakları Araştırma ve Üretim A.Ş.	IPEKE	29.11.2011	100
Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.	KARSN	28.12.2012	76,92
Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.	KARSN	23.05.2011	32,96
Kervansaray Yatırım Holding A.Ş.	KERVN	16.02.2012	172,73
TescoKipa A.Ş.	KIPA	25.05.2011	56,23
TescoKipa A.Ş.	KIPA	10.12.2013	662,92
Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri A.Ş.	KOZAA	29.11.2011	100
Makine Takım Endüstrisi A.Ş.	MAKTK	20.06.2013	100
Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding	METRO	30.09.2010	100
Milpa Ticari ve Sınai Ürünler Paz. San. Ve Tic. A.Ş.	MIPAZ	23.05.2013	40
Mert Gıda Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	MRTGG	07.09.2010	41,67
Net Holding A.Ş.	NTHOL	07.01.2011	75
Osmanlı Menkul Değerler A.Ş.	OSMEN	21.05.2013	100
Pimaş Plastik İnşaat Malzemeleri A.Ş.	PIMAS	14.05.2013	100
Ray Sigorta A.Ş.	RAYSG	23.03.2011	18,97
Şekerbank T.A.Ş.	SKBNK	30.01.2014	12,5
T.Tuborg Bira ve Malt Sanayi A.Ş.	TBORG	04.05.2012	222,6
Tukaş Gıda Sanayi VE Ticaret A.Ş.	TUKAS	26.08.2014	172,65
Uşak Seramik Sanayii A.Ş.	USAK	18.01.2012	200
Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	VANGD	26.05.2014	25
Vakıf Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı A.Ş.	VKFYO	19.08.2014	33,33
Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	VKGYO	19.08.2011	354,55
Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	VKGYO	13.03.2014	91,45
Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi Ticaret A.Ş.	YATAS	12.05.2011	150
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	ZOREN	01.02.2012	77,52