T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

BEDELLİ ve BEDELSİZ SERMAYE ARTIRIMLARININ YATIRIMCI DAVRANIŞLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: İMKB ŞİRKETLERİ ÜZERİNDE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

Yüksek Lisans Tezi

Nükhet ERİŞ

Ankara-2009

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

BEDELLİ ve BEDELSİZ SERMAYE ARTIRIMLARININ YATIRIMCI DAVRANIŞLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: İMKB ŞİRKETLERİ ÜZERİNDE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

Yüksek Lisans Tezi

Nükhet ERİŞ

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Yalçın KARATEPE

Ankara-2009

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

BEDELLİ ve BEDELSİZ SERMAYE ARTIRIMLARININ YATIRIMCI DAVRANIŞLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: İMKB ŞİRKETLERİ ÜZERİNDE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı :

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı	**İmzası**
.....	.....
.....	.....
.....	.....
.....	.....
.....	.....
.....	.....

Tez Sınavı Tarihi .....

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

TABLOLAR DİZİNİ ..... İİİ
ŞEKİLLER DİZİNİ V
GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM
HİSSE SENETLERİ

1.1. HİSSE SENEDİ KAVRAMI 3
1.2. HİSSE SENEDİNE YATIRIM YAPMANIN AVANTAJLARI 4
1.3. HİSSE SENEDİNE YATIRIM YAPMANIN RİSKLERİ 5
1.4. FİNANSAL BİLGİNİN HİSSE SENEDİ FİYATI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ 6

İKİNCİ BÖLÜM
İŞLETMELERİN FİNANSMAN KARARLARI

2.1. BORÇLANMA VE ÖZKAYNAK FİNANSMANI ARASINDAKİ TERCİH 9
2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı 9
2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı 11
2.1.3. Geleneksel Yaklaşım 13
2.1.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı 15
2.1.5. Diğer Yaklaşımlar 16
2.2. SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER 17

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
İŞLETMELERİN YATIRIM KARARLARI

3.1. KÂR PAYI DAĞITMA 22
3.1.1. Mükemmel Piyasalarda Temettü Politikaları 23
3.1.2. Mükemmel Olmayan Piyasalarda Temettü Politikaları 24
3.1.2.1. Müşteri Etkisi (Clientele Effect) 24
3.1.2.2. Eldeki Kuş Teorisi (Bird In The Hand Theory) 25
3.1.2.3. Artık Kâr Payı Teorisi (Residual Theory of Dividends) 26
3.1.2.4. İşaret Etkisi Hipotezi (Dividend Signalling Hypothesis) 26

Sayfa No

3.1.2.5. Vergi Tercihleri Kuramı *27*
3.2. HİSSE SENEDİ ŞEKLİNDE TEMETTÜ DAĞITMA **28**

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE ARTIRIMLARI

4.1. BEDELLİ SERMAYE ARTIRIMI **32**
4.2. BEDELSİZ SERMAYE ARTIRIMI **34**
4.3. YATIRIMCILARIN BEDELLİ VE BEDELSİZ SERMAYE ARTIRIMLARINA BAKIŞ AÇILARI **37**
4.3.1. Yatırımcıların Bedelli Sermaye Artırımlarına Bakış Açıları 37
4.3.2. Yatırımcıların Bedelsiz Sermaye Artırımlarına Bakış Açıları 43

BEŞİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENETLERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERE İLİŞKİN BİR ANALİZ VE DEĞERLENDİRME

5.1. SERMAYE ARTIRIMLARINA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER **46**
5.2. KULLANILAN VERİLER **48**
5.3. KULLANILAN YÖNTEM **49**
5.3.1. Bedelli Sermaye Artırımlarına İlişkin Analiz 51
5.3.1.1. Rüçhan Hakkı Kullandırılarak Yapılan Sermaye Artırımları *51*
5.3.1.2. Rüçhan Hakkı Kısıtlanarak Yapılan Sermaye Artırımları *54*
5.3.2. Bedelsiz Sermaye Artırımlarına İlişkin Analiz 55
5.3.2.1. İç Kaynaklar Kullanılarak Yapılan Sermaye Artırımları *56*
5.3.2.2. Geçmiş Yıl Kârından Yapılan Sermaye Artırımları *57*

SONUÇ **60**

KAYNAKÇA **66**

EKLER **72**

TEZ ÖZETİ **78**

ABSTRACT **79**

TABLOLAR DİZİNİ

Sayfa No

Tablo 1: İMKB'de Yer Alan Şirketlerin 2003-2007 Yıllarına İlişkin Sermaye Artırım Tutarları 46

Tablo 2: İMKB'de Yer Alan Şirketlerin 2003-2007 Yıllarında Bedelsiz Sermaye Artırımlarında Kullandıkları Kaynaklar (TL bazında) 47

Tablo 3: İMKB'de Yer Alan Şirketlerin 2003-2007 Yıllarında Uyguladıkları Bedelli Sermaye Artırımı Yöntemleri (TL Bazında) 48

Tablo 4: Rüçhan Hakkı Kullandırılarak Yapılan Sermaye Artırımlarında Gün Bazında Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatiksel Sonuçlar 52

Tablo 5: Rüçhan Hakkı Kullandırılarak Yapılan Sermaye Artırımlarında Birikimli Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatiksel Sonuçlar 53

Tablo 6: Rüçhan Hakkı Kısıtlanarak Yapılan Sermaye Artırımlarında Gün Bazında Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatiksel Sonuçlar 54

Tablo 7: Rüçhan Hakkı Kısıtlanarak Yapılan Sermaye Artırımlarında Birikimli Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatiksel Sonuçlar 55

Tablo 8: İç Kaynaklar Kullanılarak Yapılan Sermaye Artırımlarında Gün Bazında Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatiksel Sonuçlar 56

Sayfa No

Tablo 9: İç Kaynaklar Kullanılarak Yapılan Sermaye Artırımlarında Birikimli Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatiksel Sonuçlar 57

Tablo 10: Geçmiş Yıl Kârından Yapılan Sermaye Artırımlarında Gün Bazında Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatiksel Sonuçlar 58

Tablo 11: Geçmiş Yıl Kârından Yapılan Sermaye Artırımlarında Birikimli Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatiksel Sonuçlar 59

ŞEKİLLER DİZİNİ

Sayfa No

Şekil 1: Net Gelir Yaklaşımı'nda Ortalama Sermaye Maliyeti 10

Şekil 2: Net Gelir Yaklaşımı'nda Şirket Değeri 11

Şekil 3: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı'nda Ortalama Sermaye Maliyeti 12

Şekil 4: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı'nda Şirket Değeri 12

Şekil 5: Geleneksel Yaklaşım'da Ortalama Sermaye Maliyeti..... 14

Şekil 6: Geleneksel Yaklaşım'da Şirket Değeri..... 14

Şekil 7: 2003-2007 Yılları Arasında Sermaye Artırımı Yapan Şirketler..... 47

GİRİŞ

Günümüzde artan rekabet dolayısıyla şirketlerin kâr marjları azalmış, yeni yatırımların finansmanında kullanılacak kaynakların maliyeti daha büyük önem taşımaya başlamıştır. Şirketler, temel olarak borçlanma ya da sermaye artırımları yoluyla kaynak sağlamaktadır. Şirketlerin kullandıkları kaynaklar nedeniyle katlandıkları maliyetler ile yatırımcıların bu finansman kaynaklarına ilişkin algıları ise şirketlerin değerinin belirlenmesinde dikkate alınmaktadır.

Finansman yöntemlerinden olan sermaye artırımlarının, yatırımcılar tarafından nasıl algılandığının belirlenmesi, sermaye artırımı yapan bir şirketin hisse senedi fiyatlarının nasıl değişeceğinin doğru bir şekilde tahmin edilmesine imkan sağlayacaktır. Şirket yöneticileri, yatırımcıların sermaye artırımı kararlarını nasıl algıladığını doğru bir şekilde tahmin edebildiği takdirde şirket değerini düşürmeden ve ortalama sermaye maliyetini yükseltmeden finansman sağlama yolları bulabilecektir. Diğer taraftan, sermaye artırımları piyasaya bazı bilgileri yaymak amacıyla da kullanılabilecektir.

Bu çalışmada amaç; sermaye artırımlarının, şirket hisse senetleri fiyatları üzerinde etkisi olup olmadığını ortaya koymaktır. Şirketlerin finansman sağlamak amacıyla tercih ettikleri sermaye artırımlarının şirket hisse senedi fiyatlarını hangi yönde etkilediği, yatırımcıların şirketlerin sermaye artırım duyurularını nasıl algıladıkları konusunun, şirketlerin yatırım ve finansman kararlarının belirlenmesinde önemli olacağı düşünülmektedir.

Tez beş bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde ortaklık kavramı tanıtılmaya çalışılmış, bu amaçla hisse senetleri, hisse senetlerine yatırım yapmanın avantaj ve

dezavantajları, finansal bilgilerin hisse senetleri fiyatları üzerindeki etkileri anlatılmıştır.

İkinci bölümde şirketlerin finansman kararlarının, sermaye maliyetleri ve şirket değeri üzerindeki etkilerine ilişkin yaklaşımlara yer verilmiş, şirketlerin sermaye yapılarını belirleyen faktörler üzerinde durulmuştur.

Üçüncü bölümde işletmelerin yatırım kararlarının şirket değeri üzerindeki etkilerine ilişkin yaklaşımlar incelenmiştir.

Dördüncü bölümde sermaye artırımı yöntemleri tanımlanmış, bedelli ve bedelsiz sermaye artımlarının özelliklerine değinilmiştir. Ardından yatırımcıların bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarına bakış açıları anlatılmıştır. Bu bölümde daha önce yapılmış olan çalışmalar ve sonuçlarına da yer verilmiştir.

Beşinci ve son bölümde ise Türkiye'de bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarının şirket değeri üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören şirketlerin sermaye artırımı duyurularının, bu şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarına etkilerine ilişkin bir analiz yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENETLERİ

1.1. Hisse Senedi Kavramı

Bir anonim ortaklığın ya da sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların sermayesini temsil eden paylara hisse senedi adı verilmektedir.

Anonim ortaklıkların sermayesinin eşit itibari değerlere bölünmüş olan parçalarını ifade eden hisse senetleri sermaye piyasası aracı niteliği taşımakta ve borsalarda alım satıma konu olabilmektedir. Hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar, aynı zamanda hisse senetlerini aldıkları şirketlere ortak da olmaktadır. Dolayısıyla hisse senedi sahipleri, şirketin gelirinden pay aldıkları kadar, zararına da katlanmakta, borçlanma senedi sahipleri gibi düzenli gelir elde edememektedir. Hisse senedine yatırım yapanlar ancak, bilanço kârı elde edildiğinde ve şirket tarafından kâr dağıtma kararı alındığında gelir edebilmektedir. Bu gelire temettü adı verilmektedir.

Bir şirkette ortaklara sağlanan haklar esas olarak aşağıdaki gibidir;

1. Ortaklığın genel kurul toplantılarına katılma ve oy verme,

2. Temettü alma,

3. Ortaklığın tasfiyesi halinde tasfiyeden pay alma,

4. Rüçhan hakkı kullanma,

5. Ortaklık hakkında bilgi alma,

6. Ortaklık genel kurulları hakkında dava açabilme.

Şirketin esas sözleşmesinde aksine bir hüküm olmadığı sürece her hisse senedi ortaklara eşit haklar sağlamaktadır. Ancak şirketler, bazı paylara, kârdan pay

alma, tasfiyeden pay alma, rüçhan hakkı kullanma, yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme ya da seçme gibi ek birtakım haklar verebilmektedir. Bu paylar, imtiyazlı paylar olarak adlandırılmaktadır[1].

1.2. Hisse Senedine Yatırım Yapmanın Avantajları

Hisse senedine yatırımda beklenen getiri, beklenen temettü ile hisse senedinin fiyatından meydana gelen değişimlerden sağlanacak tahmini kazanç miktarıdır. Yani yatırımcı, hisse senedine yatırımdan temel olarak temettü ve sermaye kazancı elde edebilmektedir[2]. Ayrıca yatırımcılar, hisse senedinin piyasa fiyatı itibari değerinin üzerinde olduğu durumlarda rüçhan hakkı satışından ya da kullanımından da kazanç sağlayabilmektedirler.

Gelişmiş ülke borsalarında yatırımcıların getiri beklentileri sermaye kazancı ile temettü arasında dengeli bir dağılım izlemekle birlikte ülkemizde sermaye kazancı, temettüden daha çok tercih edilmektedir[3].

Hisse senetleri, genel olarak yatırımcılarına şirketin elde ettiği gelir oranında kazanç sağlayan menkul kıymetlerdir. Dolayısıyla hisse senedi sahiplerinin, borçlanma araçlarına yatırım yapanlardan farklı olarak, yıllar içerisinde düzenli ve eşit tutarda gelir elde etmeleri mümkün olmamaktadır. Şirketin zarar ettiği yılda, herhangi bir temettü ödemesi alamayan ortaklar, şirketin kâr elde ettiği yıllarda piyasanın çok üstünde kazanç sağlayabilmektedir. Oysa borçlanma araçlarına yatırım

---

[1] O. Barak, **Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri – İMKB'de Bir Uygulama-**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, 2006, s. 11.

[2] ibid, s. 10.

[3] D. Halabak, **Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri ve Türkiye'de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Etkileyen Faktörler**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2006, s.80.

yapan kişiler her dönem belirli bir faiz ve anapara ödemesi almakta, dolayısıyla sabit bir getirileri olmaktadır.

Borçlanma araçları, yatırımcılar için sabit bir kazanç sağlaması nedeniyle tercih edilen bir yatırım aracı olsa da enflasyonist ortamlarda uzun vadeli borçlanma araçlarının daha riskli olduğu unutulmamalıdır. Uzun vadede, borçlanma araçlarının getirileri, enflasyon nedeniyle oluşan kaybı karşılayamamaktadır. Şirketler ise enflasyonist dönemlerde, en azından enflasyon oranı kadar kazanç elde ederek yatırımcıların servetlerin azalmamasını sağlayabilmektedir.

Hisse senedi sahiplerinin en önemli ortaklık haklarından biri de sermaye artırımlarında rüçhan haklarını kullanabilmeleridir. Rüçhan hakkı, hissenin piyasa değeri ne olursa olsun, yatırımcıya bu hak karşılığı alınacak hisse senetlerini itibari değer üzerinden alma imkanı sağlamaktadır. Şirket tarafından ihraç edilecek yeni hisse senetlerinin piyasa değerinin itibari değerlerinden yüksek olması durumunda yatırımcılar ek kazanç elde edebilmektedir. Yatırımcılar rüçhan haklarını kullanarak aldıkları yeni hisse senetlerini piyasada satmak ya da doğrudan rüçhan haklarını satmak yoluyla gelir elde edebileceklerdir.

1.3. Hisse Senedine Yatırım Yapmanın Riskleri

Hisse senedine yatırım yapmanın en önemli risklerinden bir tanesi ortakların nakit olarak gelir edip edemeyeceklerinin belirli olmamasıdır. Şirketin zarar ettiği durumlarda, borçlanma aracına yatırım yapanlar vadesinde yine anapara geri ödemeleri ile faiz ödemelerini almaya devam etseler de, hisse senedi yatırımcıları bu gibi durumlarda herhangi bir gelir elde edememektedir.

Şirketin kâr ettiği durumlarda da ortakların bu kazançtan pay alıp almayacakları yine şirketin yatırım politikalarına göre değişmektedir. Şirket, finansman ihtiyacını ya da projelerini öne sürerek kâr elde etse bile birkaç yıl üst üste temettü dağıtmayabilecektir. Bu durumda ise yatırımcıların nakit olarak herhangi bir kazançları olmayacaktır.

Benzer durum şirketin iflas durumuna gelmesinde de ortaya çıkacaktır. Borçlanma senetlerine yatırım yapanlar, dava ya da icra yoluyla alacaklarını tahsil edebilecekleri halde hisse senedi sahipleri ancak şirketin tüm borçları ödendikten sonra kalan malvarlığı üzerinden yatırdıkları paraları tahsil etmeye çalışacaklardır. Dolayısıyla ortaklar, borç verenlerden daha riskli bir konumda bulunmaktadır.

1.4. Finansal Bilginin Hisse Senedi Fiyatı Üzerindeki Etkileri

Finansal bilgi, herhangi bir faaliyet veya işletme ile ilgili olarak üretilen ve para ile ifade edilen bilgidir. Bir diğer tanıma göre ise finansal bilgi, bir şirketin muhasebe veya dış raporlama sistemi tarafından üretilen ve yatırımcıların, yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte, şirketin finansal durum ve performansı ile ilgili kamuya açıklanan bilgidir[4]. Şirketlerin belirli dönemlerde ilan ettiği finansal tablolar ve bağımsız denetim raporlarının yanı sıra şirketin faaliyetleri ile ilgili ve hisse senedi fiyatını etkileyebilecek her türlü bilgi finansal bilgi kapsamındadır.

Yatırımcıların yatırım kararlarını almasında kamuya açıklanan finansal bilgiler önem taşımaktadır. Yatırımcılar, şirketlerin finansal durumlarını, gelecek projeksiyonlarını, faaliyetlerini bu bilgiler aracılığıyla değerlendirmekte ve hangi şirkete yatırım yapacaklarına karar vermektedirler. Bir hisse senedine ilişkin tüm

[4] C. Küçüksözen, **Finansal Bilgi Manipülasyonu: Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları ve İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2005, s.7.

bilgiler doğru ve zamanında kamuya açıklandığı takdirde hisse senetlerinin piyasada en doğru şekilde fiyatlanacağı kabul edilmekte, piyasadaki tüm katılımcılar için fırsat eşitliği sağlanmış olmaktadır.

Yatırımcıların, kendilerinden daha çok bilgiye sahip diğer yatırımcılarla birlikte piyasada işlem yapmaları durumunda zarar etme ihtimalleri artmaktadır. Finansal bilgilerin doğru ve zamanında, piyasadaki tüm katılımcılarla paylaşılması, ters seçim ve likidite riskini azaltarak, bu zararın minimize edilmesini sağlamaktadır. Fırsat eşitsizliğinden kaynaklanan zarar azaldıkça daha fazla yatırımcı piyasalarda işlem yapmakta, likidite ve şirketlere aktarılan fon artmakta, ekonomik performans yükselmektedir[5].

Yatırımcılar, şirketlerle ilgili olan ya da şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyebilecek olan her türlü bilgiyi kullanarak yatırım pozisyonlarını belirlemektedir. Yatırımcıların temel olarak üç bilgi grubunu dikkate alarak yatırım yaptıkları belirlenmiştir[6];

a) Menkul kıymetin geçmiş fiyatlarına ilişkin bilgiler,

b) Kâr açıklaması, temettü dağıtım kararları, sermaye artırımı, hisse bölünmesi, makro ekonomik politikalardaki değişiklikler, finans piyasasındaki gelişmeler gibi tüm kamuya açık bilgiler,

c) Şirket içi ve borsa içi bilgiler dahil ulaşılabilen tüm bilgiler.

Bir şirketin kâra geçeceğine ilişkin beklenti, o şirketin hisse senetlerinin fiyatlarının artmasını sağlamaktadır. Şirketlerin yeni yatırım projelerinin beklenen getirileri de, hisse senetleri fiyatlarını etkileyebilecek bir bilgi niteliğindedir. Yöneticilerin yetenekleri, şirketin piyasadaki konumu, aktif büyüklüğü gibi unsurlar

[5] C. Küçüksözen, 2005, s. 13.
[6] O. Barak, 2006, s. 21.

da şirket değerinin belirlenmesinde etkili olacaktır. Ayrıca faiz oranları, enflasyon, kamu harcamaları, vergiler, döviz kurları gibi şirket dışı faktörler de yatırım kararlarının belirlenmesinde dikkate alınacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERİN FİNANSMAN KARARLARI

2.1. Borçlanma ve Özkaynak Finansmanı Arasındaki Tercih

Şirketler, sermaye yapılarını belirlerken esas olarak sermaye maliyetlerini dikkate almaktadır. Sermaye maliyeti, gelecekte beklenen hisse başına temettülerin net bugünkü değerini, hisse senedinin bugünkü değerine eşitleyen oran olarak tanımlanabilecektir[7]. Şirketlerin ortalama sermaye maliyetlerini ve şirket değerini sermaye yapısını farklılaştırmak suretiyle değiştirip değiştiremeyecekleri önem taşımaktadır.

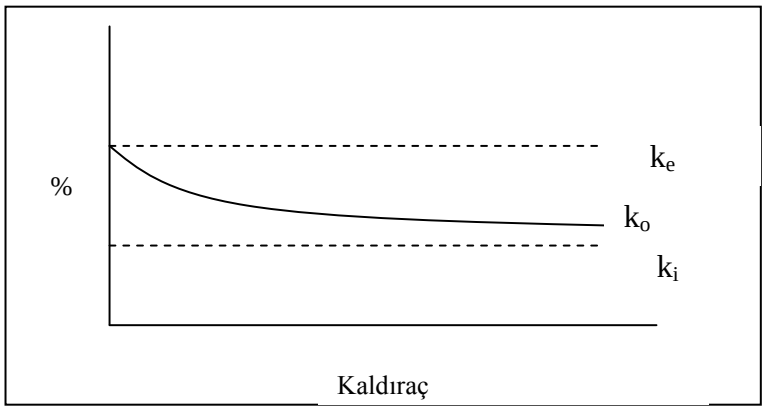
Sermaye yapısının firma değeri üzerinde etkisinin olup olmadığına ilişkin finans literatüründe dört temel yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar; net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani-Miller yaklaşımıdır. Modigliani-Miller'den sonra da farklı yaklaşımlar öne sürülmeye devam etmiş ve tartışılmıştır.

2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımına göre şirketler, kaldıraç derecesini (finansal kaldıracını) yükselterek şirket değerini yükseltebilmekte ve ortalama sermaye maliyetini düşürebilmektedir. Bunun sonucunda hisse senetlerinin piyasadaki değerleri artmaktadır[8]. Ancak bu yaklaşım, özkaynak maliyetinin ve borçlanma maliyetinin değişmediği varsayımında geçerli olmaktadır. Özkaynak maliyetinin, borçlanma

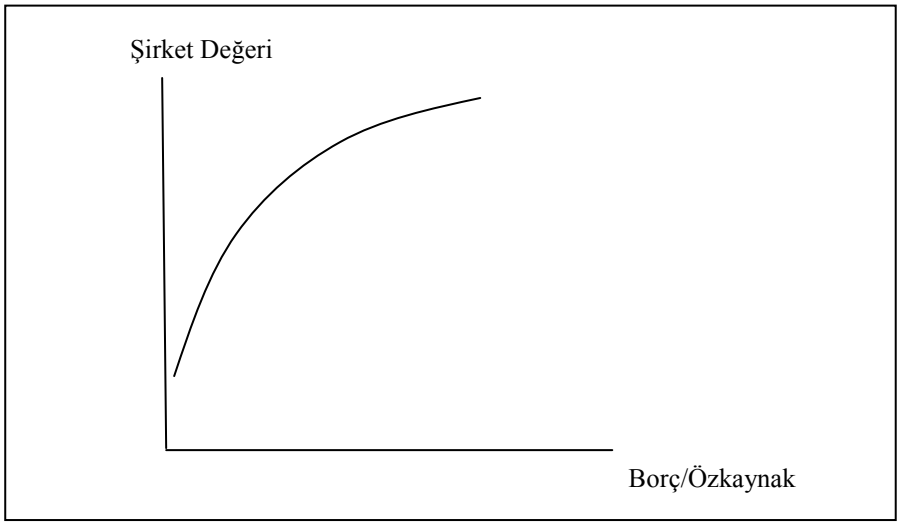
[7] M. Kıyılar, **Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İrdelenmesi-Test Edilmesi-**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1997s. 362.
[8] J. C. V. Horne, **Financial Management and Policy**, Sixth Edition, Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, New Jersey, 1983, s. 246.

maliyetinden daha yüksek olması nedeniyle, şirket borçlanmasını artırarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilmekte ve şirketin değerini artırabilmektedir. Dolayısıyla bu yaklaşım, şirket ortaklarının ve şirkete borç verenlerin, şirketin borçlanmasının artması sonucunda artacak olan likidite ve ödeyememe risklerine kayıtsız kaldıklarını kabul etmektedir.



Şekil 1: Net Gelir Yaklaşımı'nda Ortalama Sermaye Maliyeti

k_e özkaynak maliyetini, k_i borçlanma maliyetini, k_0 ortalama sermaye maliyetini, kaldıraç borç/özkaynak oranını ifade etmektedir. Net gelir yaklaşımında, şirketin borçlanma oranı arttığında, ortalama sermaye maliyetinin düşeceği, şirket değerinin artacağı kabul edilmektedir.



Şekil 2: Net Gelir Yaklaşımı'nda Şirket Değeri

Net gelir yaklaşımı, tüm sermaye yapılarında özkaynak maliyeti ile borçlanma maliyetinin sabit kaldığı varsayımına dayandığı için eleştirilmektedir. Aslında bir şirket, daha az maliyetli olan yabancı kaynak kullanımını arttırdıkça ve toplam kaynaklar içinde yabancı kaynakların ağırlığı arttıkça borçlanma maliyeti artacak, firma piyasa değerini düşürmemek için daha fazla temettü dağıtacaktır[9]. Bu ise hem borçlanmanın maliyetinin hem de özkaynak maliyetinin artmasına neden olacaktır.

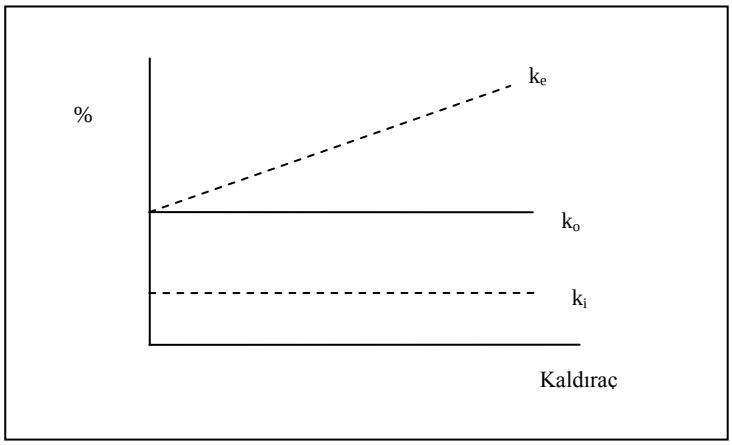
2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre, ortalama sermaye maliyeti, tüm kaldıraç derecelerinde aynıdır[10]. Borç ve özkaynak miktarları değiştirilerek ortalama sermaye maliyeti değiştirilememektedir.

Bu yaklaşımda özkaynak maliyetinin, borçlanma maliyetinden yüksek olduğu ve borçlanma arttıkça, özkaynak maliyetinin arttığı kabul edilmektedir. Çünkü şirket,

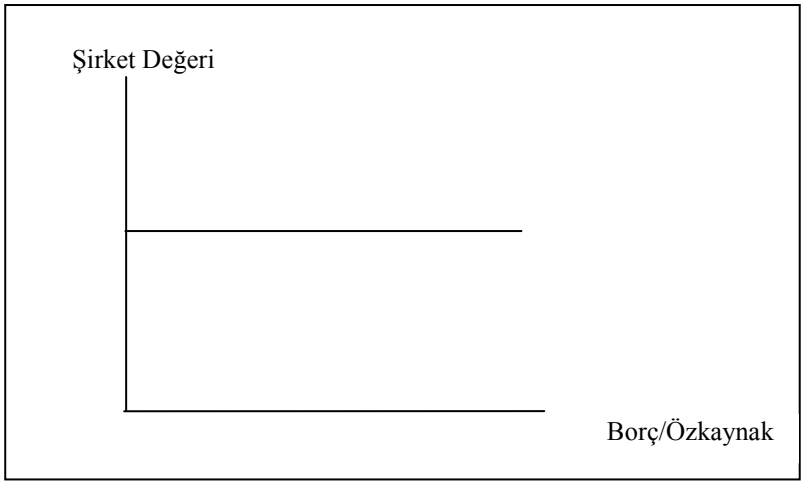
[9] M. Büyüktortop, **Çokuluslu Şirketlerde Sermaye Yapısı ve İMKB'de Bir Uygulama**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Finansman Bilim Dalı, 2007, s. 11-12.
[10] J. C. V. Horne, 1983, s. 248.

daha az maliyetli olan borç miktarını arttırdığında ortakların getiri beklentileri artmaktadır. Bu ise özkaynak maliyetinin artmasına neden olmaktadır.



Şekil 3: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı'nda Ortalama Sermaye Maliyeti

k_e özkaynak maliyetini, k_i borçlanma maliyetini, k_0 ortalama sermaye maliyetini, kaldıraç borç/özkaynak oranını ifade etmektedir. Şirket özkaynakla finansman yerine borçlanmayı tercih ettiğinde özkaynak maliyeti artmış, ortalama sermaye maliyeti değişmemiştir. Dolayısıyla borçlanmanın artması, şirket değerinde bir değişiklik yaratmamaktadır.



Şekil 4: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı'nda Şirket Değeri

Diğer bir ifadeyle net faaliyet geliri yaklaşımı; şirketin değeri ile şirket kaynaklarının ne kadarının borçla ne kadarının özkaynakla finanse edildiği bilgisi arasında bir ilişki olmadığını savunmaktadır.

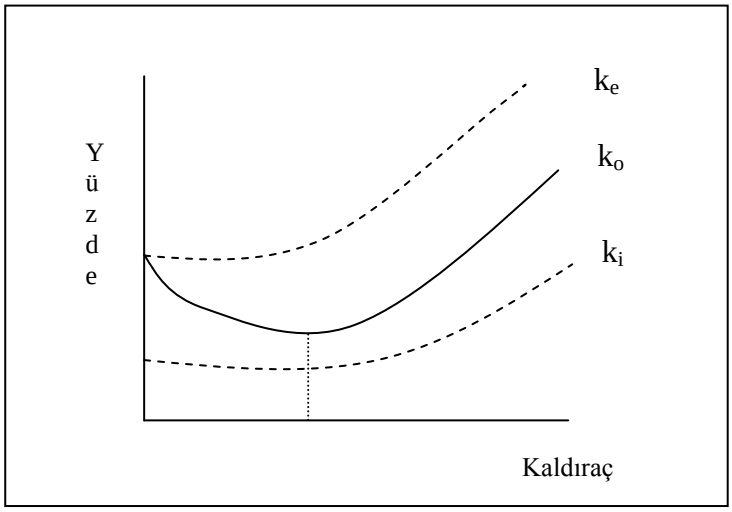
Net faaliyet geliri yaklaşımının varsayımlarının da gerçek hayatta kabul edilebilirliği bulunmamaktadır. Çünkü şirkete borç verenler, belirli bir borç oranından sonra artan riski karşılamak amacıyla faiz oranlarını yükseltmekte, dolayısıyla şirket için borçlanmanın maliyeti sabit kalmayarak, bir noktadan sonra artmaktadır.

2.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Bu yaklaşıma göre şirketler için tek bir optimal sermaye yapısı vardır ve şirketler finansal kaldıracı değiştirerek şirket değerinin belirlenmesinde etkili olabilmektedirler[11]. Örneğin şirketler, finansal kaldıraçtan yararlanarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilmekte ve hisse senetlerinin değerini ve dolayısıyla şirket değerini yükseltebilmektedir.

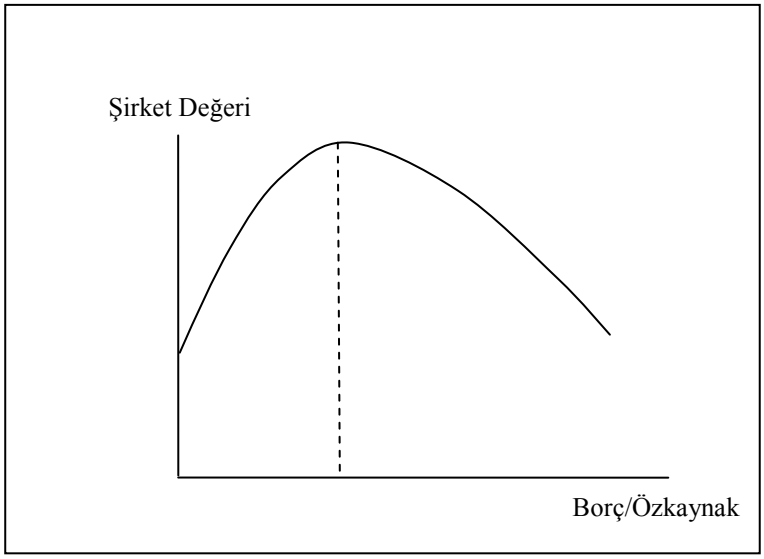
Geleneksel yaklaşımın bir diğer versiyonuna göre ise borçlanma maliyeti belirli bir kaldıraç seviyesine gelinceye kadar sabit kalmakta, daha sonra yükselmeye başlamaktadır. Bu yaklaşıma göre, borçlanma arttıkça bir süre özkaynak maliyeti artmakta, ortalama sermaye maliyeti değişmemektedir. Ancak bir noktadan sonra borçlanmanın maliyeti de artmaya başlamakta, ortalama sermaye maliyeti yükselerek şirket değeri düşmektedir.

[11] J. C. V. Horne, 1983, s. 249.



Şekil 5: Geleneksel Yaklaşım'da Ortalama Sermaye Maliyeti

Grafikte, k_e özkaynak maliyetini, k_i borçlanma maliyetini, k_0 ortalama sermaye maliyetini, kaldıraç borç/özkaynak oranını ifade etmektedir. Grafikte, belli bir borç/özkaynak oranına kadar ortalama sermaye maliyeti düşmüş, borçlanmanın maliyetinin artmasıyla ortalama sermaye maliyeti artmaya başlamıştır.



Şekil 6: Geleneksel Yaklaşım'da Şirket Değeri

Geleneksel yaklaşımda şirket değerinin en yüksek olduğu nokta ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu noktadır.

2.1.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Modigliani-Miller, net faaliyet geliri yaklaşımında kurulan borç/özkaynak oranı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi daha ileri bir noktaya taşımıştır.

Modigliani-Miller yaklaşımının temel varsayımları şunlardır.

1. Sermaye piyasaları kusursuz işlemektedir. Piyasaya ilişkin her türlü bilgi, maliyete katlanılmadan ve anında tüm yatırımcılara ulaşmaktadır. İşlem maliyetleri yoktur ve yatırımcılar rasyonel hareket etmektedir.

2. Bir firmanın ortalama beklenen faaliyet geliri, birtakım rastgele değişkene bağlı olarak belirlenmektedir. Tüm şirketlerin gelecekteki beklenen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımlarının günümüzdeki faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımlarına eşittir.

3. Benzer getirilere sahip şirketler bir grupta toplanabilecektir. Aynı gruptaki firmaların aynı risk derecesine sahip oldukları kabul edilmektedir.

4. Kurumlar vergisinin olmadığı varsayılmaktadır. (Daha sonra bu varsayım kaldırılmıştır.)

Bu yaklaşıma göre, sermayenin hangi borç/özkaynak oranında oluşturulduğunun önemi yoktur. Bu yaklaşımda önemli olan şirketin kârlılığı ve riskidir. Modigliani-Miller'e göre sermaye yapısının değişmesinin sermaye piyasalarında herhangi bir etkisi olmamaktadır. Dolayısıyla şirket değeri, kaynakların ne ile finanse edildiğinden etkilenmemektedir.

Modigliani-Miller yaklaşımı, arbitrajın olduğu durumlarda geçerli olmaktadır. Eğer piyasada finansal riski daha az bir şirket varsa, yatırımcılar daha riskli olan şirket hisse senetlerini satarak, daha az riskli şirketin hisse senetlerine yatırım yapacaklardır. Bu ise daha az riskli şirketin hisse senetlerinin değerinin yükselmesini sağlayacaktır[12].

2.1.5. Diğer Yaklaşımlar

Modigliani-Miller'den sonra da farklı yaklaşımlar ortaya çıkmıştır. Bunlardan *vergi yaklaşımında* kurumlar vergisinin yanı sıra gelir vergisi de dikkate alınmıştır. Kurumlar vergisi ödendikten sonra şirkette kalan kâr, temettü olarak dağıtıldığı takdirde gelir vergisine de tabi olmaktadır. Şirketler, borçlanma nedeniyle ödedikleri faizi kârlarından indirebilmekte, bu yolla daha az vergi ödemektedirler. Bu nedenle şirketlerin borçlanma dolayısıyla elde edecekleri getiri, gelir vergisinden sonra elde edilebilecek kâr tutarından yüksek olduğu sürece borçlanma tercih edilecektir.

Diğer taraftan bir şirketin, yüksek oranda yabancı kaynak kullanması, borçlanmaya ilişkin yükümlülüklerini artırmaktadır. Borçlanmaya ilişkin yükümlülüklerin, şirket faaliyetlerini etkileyecek duruma gelmesi *finansal zorluk* olarak adlandırılmaktadır[13]. Şirketlerin faaliyetleri, yüksek tutarda borçlanma nedeniyle maruz kalınan faiz ödeme maliyetinin yanı sıra iflas veya tasfiye maliyetleri, üretimde ortaya çıkan aksamalar, kredibilitenin kaybedilmesi gibi maliyetlerden de etkilenecektir. Bu ise şirket değerinin azalmasına neden olacaktır.

Yöneticiler ile ortaklar ya da diğer çıkar grupları arasındaki farklılıklar da sermaye yapısı üzerinde etkili olmaktadır. *Temsilci maliyetleri yaklaşımı* olarak da

[12] M. Büyüktortop, 2007, s.16.
[13] R. W. Kolb ve R. J. Rodriguez, **Finansal Yönetim**, Çev. Ali İhsan Karacan, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1996, s. 258.

anılan bu yaklaşıma göre yöneticilerin, ortakların ya da çıkar gruplarının menfaatine hareket edip etmeyeceğine ilişkin piyasada bulunan bilgi asimetrisi, şirkete yapılacak yatırım kararlarını etkileyecektir. Yöneticilerin kendi çıkarlarını düşünerek hareket etmesi, kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmemesine neden olabilmekte, bu ise şirket değerini olumsuz yönde etkilemektedir. Ayrıca yöneticiler, yatırım yaptıkları alanlara ilişkin riskleri belirli bir seviyede tutmayı amaçlarken, ortaklar yüksek getirili projelerin kabul edilmesini beklemekte, riski dikkate almamaktadır. Şirket yöneticilerinin hisse senedi sahiplerinin beklentilerine göre hareket etmeleri ise düşük yatırım ya da aşırı yatırım sorununu ortaya çıkarmakta, şirket değeri düşmektedir[14]. Dolayısıyla yatırımcılar, yöneticilerin, sermaye yapısında yaptığı değişikleri dikkatle takip etmekte ve bu değişikliklerden şirketin gelecekteki faaliyetlerine ilişkin beklenti oluşturmaktadır.

2.2. Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler

Şirket yöneticilerinin sermaye artırımı yapmak ile borçlanmak arasındaki tercihlerini etkileyen en önemli unsurlardan biri sermaye artırımı sonrasında oluşacak yeni hisse dağılımıdır. Şirket yöneticileri, aynı zamanda şirketin hakim ortakları olmaları halinde, şirket ve şirketin elde ettiği geliri paylaşmamak için borçlanmayı tercih edebilecektir.

Şirketler, her ne kadar optimal sermaye yapısında faaliyet göstermek isteseler de genel ekonomik durum, endüstrinin özellikleri, şirketlerin yapısı, yasal mevzuat ve borç verecek olanların davranış ve tepkileri de kaynak seçimini etkilemektedir. Ayrıca borçlanmanın ya da sermaye artırımı yapmanın maliyeti, karşılaşılabilecek

[14] Y. Kabakçı, **Sermaye Yapısının Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, 2007, s. 68.

riskler ve şirketin finansal kaldıraçtan yararlanmak isteyip istememesi de farklı sermaye yapılarının tercih edilmesinde etkili olmaktadır[15].

Modigliani ve Miller, şirketlerin borçlarının ya da sermayelerinin artmasının önemsiz olduğunu savunmuşlardır. Bunu faaliyet riskleri aynı olan, ancak bir tanesinin bilançosunda yabancı kaynak varken diğerinde yabancı kaynağın olmadığı durumda göstermişlerdir. Modigliani ve Miller'e göre; şirket daha fazla borçlanmayı seçtiği takdirde pay miktarı sabit kaldığı için pay başına kazancını artırabilmektedir, ancak bu artış borç kullanma dolayısıyla katlanılan ek riskle birbirini dengelemektedir[16].

Vergiler dikkate alındığında da borçlanma, daha az vergi ödenmesini sağladığı için şirketler tarafından tercih edilmektedir. Bu yaklaşım kabul edildiğinde, kaynak olarak sermaye yerine borçlanmayı kullanmanın ve mümkün olduğunca borçlanmanın şirket açısından olumlu olacağı sonucuna varılabilmektedir. Ancak şirketlerin belli tutarlara kadar borçlandığı, bu tutardan sonra sermaye artırımına gitmeyi tercih ettikleri görülmektedir. Şirketlerin, sürekli borçlanmayı tercih etmemelerinin temel olarak üç sebebi bulunmaktadır[17];

1. Miller'in teorisi uyarınca net vergi avantajı sıfırdır.

2. Sektör ya da düzenlemeler nedeniyle şirketin belirli bir borç/özkaynak oranına sahip olması gerekmektedir.

3. Yüksek oranda borçlanma, iflas riskini artırmaktadır.

Bir şirketin finansman kaynağı olarak borçlanmayı kullanıp kullanmama kararında en temel noktalardan biri, şirketin borçlanma yoluyla sağladığı finansman

[15] M. Altan ve Diğerleri, **Uygulamalı Finans-Örnek Problemler ve Çözümleri**, Atlas Kitabevi, Konya, 2004, s. 232.
[16] J. Broyles, I. Cooper ve Simon Archer, **Financial Management Handbook**, Second Edition, Gower Publishing Company Limited, Aldershot, Hants, England, 1983, s. 328.
[17] ibid, s. 329.

kaynağını hangi yatırımda kullanacağıdır. Şirketin yatırımdan elde edeceği net getiri, borçlanma maliyetinden yüksek olduğu sürece şirket, finansmanda borçlanmayı tercih edecektir. Çünkü şirket, kaynaklarını kullanmayıp dışarıdan borç aldığında belirli bir maliyete katlanmış olsa bile, yatırımdan elde ettiği getiri ile hisse başına kazancı artacaktır. Bu ise hisse senedinin değerinin ve dolayısıyla şirketin değerinin artmasını sağlayacaktır. Kısaca bir şirketin finansman şeklinin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi, borçlanmanın getireceği finansman riski ile kaldıraç etkisi arasındaki farka göre belirlenecektir[18].

Gelişmekte olan ülkelerde yer alan şirketler sermaye yapılarını belirlerken, gelişmiş ülkelerdeki şirketlerden daha farklı kısıtlarla karşı karşıyadırlar. Geleceğin daha belirsiz olması, dolayısıyla faiz ve vergi oranlarında yaşanabilecek değişimlerin öngörülememesi, yatırımların değerlemesinin belirsiz bir gelecek nedeniyle doğru olarak yapılamaması ya da hemen nakit getirebilecek projeler üzerinde yoğunlaşılarak yanlış yatırım tercihleri yapılması, uzun dönemli finansman sağlamanın zor olması, sermaye piyasalarının oynaklığının yüksek olması, sermaye transferlerine getirilen sınırlamalar bu kısıtlardan en önemlileridir[19].

Modern finansta şirketlerin finansmanda borç ile sermaye arasındaki tercihlerini iki farklı nedenden yapabilecekleri üzerinde durulmaktadır[20]. Bunlardan ilki (tradeoff model) şirketlerin borçlanmanın marjinal maliyetini yani 1 lira daha borç alındığında bunun işletmeye olan maliyetini ve borçlanmanın marjinal faydasını yani 1 lira daha borç alındığında bunun işletmeye olan faydasını hesaplayarak karar

[18] M. Özçam, **Hisse Senetleri Fiyatlarını Belirleyen Unsurlar ve Türkiye**, Yeterlik Araştırması, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1990, s. 54.
[19] J.C. Groth ve R. C. Anderson, "Capital Structure: Perspective for Managers", **Management Decision**, vol. 35, no. 7, 1997, s. 558-559.
[20] E. F. Fama ve K. R. French, "Financing Decisions: Who Issues Stock?", **Journal of Financial Economics**, 76, 2005, s. 549-582.

verdiklerini savunan modeldir. Borç almanın maliyeti, vadeye, şirketin finansal durumuna ve ekonominin durumuna bağlı olarak değişebilen faizdir. Ayrıca ortaklar ile borç verenler arasındaki çıkar çatışmaları, iflas maliyetleri de borçlanmanın maliyetlerindendir. Borçlanmanın en önemli faydası ise borçlanma nedeni ile ödenen faizin vergi matrahından düşülebilmesi, bu sayede daha düşük vergi ödenebilmesidir. Şirket bu iki veriyi dikkate alarak optimal miktarda borçlanmak isteyecektir.

Diğer model ise (pecking order model) finansman kaynaklarında bir hiyerarşi olduğunu öne sürmektedir[21]. Bu model, finansman sağlamak için ihraç edilecek araçların belirlenmesinde, her bir aracın riskleri ile fayda ve maliyetlerine göre oluşturulan hiyerarşik sistemin uygulanacağını savunmaktadır. Risk, piyasadaki asimetrik bilgiden kaynaklanmaktadır. Şirketler, öncelikle iç kaynaklarından finansman sağlamaya çalışmakta, bu yeterli olmadığı takdirde riski en azda tutmak suretiyle borçlanmakta, daha sonra riskini artırarak borçlanmakta, eğer hâlâ fona ihtiyacı varsa yeni hisse senedi ihraç etmektedir. Kısaca, bu modelde finansman açığının büyüklüğü, sermaye ya da borçlanma maliyetlerinin ve faydalarının belirlenmesinden daha çok önem taşımaktadır. Myers, finansman açığını temettü ve yatırım harcamaları ile kazanç arasındaki fark olarak tanımlamıştır. Fakat yapılan araştırmalarda şirketlerin finansman açıkları olmasa da ve kaldıraç dereceleri ortalama bir seviyede olsa da hisse senedi ihracını tercih edebildikleri görülmüştür. Dolayısıyla sermaye artırımı yoluyla finansman, şirketlerin her zaman en son tercih ettikleri finansman şekli değildir ve asimetrik bilgi problemi, sermaye yapılarının belirlenmesinde etkili olan faktörlerden sadece bir tanesidir[22].

[21] E. F. Fama ve K. R. French, 2005, s. 549-582.
[22] A. Miglo, 2007, Debt-Equity Choice As A Signal Of Earnings Profile Over Time, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 47, 2007, s. 549-559.

Hovakimian, Hovakimian ve Tehranian (2004) bu iki modelden hangisinin piyasada sıklıkla görüldüğüne ilişkin bir çalışma yapmıştır. Çalışma sonucunda kârlılık arttığında, şirketlerin sermaye artırımı yapma ihtimallerinin azaldığı, fakat borçlanma ihtimallerinde herhangi bir değişiklik olmadığı; kârlılık azaldığında borçlanmanın tercih edildiği, belirli bir kaldıraç seviyesine ulaşıldıktan sonra ise iç kaynaklardan finansman sağlandığı belirlenmiştir[23].

[23] A. Hovakimian, G. Hovakimian ve H. Tehranian, "Determinants of Target Capital Structure: The Case Of Dual Debt and Equity Issues", **Journal of Financial Economics**, Vol. 71, Issue 3, 2004, s. 517-540.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İŞLETMELERİN YATIRIM KARARLARI

3.1. Kâr Payı Dağıtma

İşletmeler faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kârı yeni projelerin finansmanında kullanmak üzere şirkette bırakabilecekleri gibi, ortaklara temettü olarak nakden de dağıtabilmektedirler. Bu bölümde işletmelerin temettü dağıtmalarına etken olan sebepler ve temettünün nakden ya da hisse senedi biçiminde dağıtılmasının etkilerine yer verilecektir.

İşletmelerin, faaliyetlerinden elde ettiği geliri ortaklara dağıtmak ile bu geliri farklı yatırım alanlarında kullanarak sermaye kazancı sağlamak arasında bir tercih yapmaları gerekmektedir.

Yatırımlar için gerekli finansman sağlanmadan temettü dağıtmak şirketin kazançlı yatırım fırsatlarından yararlanamamasına, dolayısıyla şirketin piyasa değerinin düşmesine neden olabilmektedir. Bu yüzden yatırımlar için gerekli finansman sağlandıktan sonra kalan tutarlar üzerinden temettü dağıtılması beklenmektedir. Şirketlerin kâr payı dağıtma kararı almasında dikkate alacağı diğer bir faktör ise hisse senedinin piyasa fiyatını maksimize eden kâr dağıtım oranının göz önünde bulundurulmasıdır.

Kâr payı, bazı ülkelerde teşvik ve iş tatmininin sağlanması, çalışanların etkinliğini artırmak amacıyla da dağıtılabilmektedir. Bangladeş'te yapılan bir araştırmada; çalışanlara kâr payı dağıtılmasının şirketin gelecek performansı

üzerinde olumlu etkilerinin olduğu belirlenmiştir[24]. Ülkemizde de çalışanlara ve yönetim kurulu üyelerine kârdan pay verme imkanı bulunmaktadır.

3.1.1. Mükemmel Piyasalarda Temettü Politikaları

Modigliani-Miller tarafından öngörülen Kâr Payı İlişkisizlik Kuramı'na (Dividend Irrelevance Theory) göre kâr dağıtım kararı ortakların gelirini etkilememektedir. Modigliani-Miller şirket değerini belirleyen asıl etkeninin kârlılık olduğunu, yatırım politikalarının ve kazancın ne kadarının nakit temettü olarak dağıtılacağı ve ne kadarının özkaynağa ekleneceğinin şirket değerine etkisinin olmayacağını savunmaktadır[25].

Kâr payı ilişkisizlik kuramı adı verilen bu yaklaşım iki temel varsayıma dayanmaktadır. İlki; şirketin yatırım ve finansman kararlarını temettü politikasından bağımsız olarak belirlediğidir. İkincisi ise piyasanın, mükemmel bir piyasa olduğunun kabul edilmesidir. Diğer bir deyişle, gelir ve kurumlar vergisinin, ihraç ve işlem maliyetlerinin, asimetrik bilgi dağılımının şirket özkaynak maliyeti üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır[26].

Kâr payı ilişkisizlik kuramına göre şirketler temettü ödemesi yaptığında ek finansmana ihtiyaç duymakta, bu finansman ihtiyacı piyasaya yeni hisse senetleri ihraç ederek karşılanmaktadır. Dolayısıyla temettü dağıtımı nedeniyle hisse senedi fiyatında meydana gelen artış, yeni hisse senedi çıkarılması nedeniyle tekrar eski seviyesine inmektedir. Modigliani-Miller'e göre temettü dağıtmak nedeniyle ihtiyaç duyulan ek finansmanın borçlanma yoluyla karşılanması durumunda da aynı sonuçla

[24] D. Chowdhury ve Z. Hoque, "Profit Sharing and Corporate Performance: Some Evidence From Bangladesh", **The International Journal of Accounting**, Vol:33, No:4, 1998, s. 469-481.
[25] J. C. V. Horne, 1983, s. 300.
[26] B. Oruç, **Temettü Ödemelerinin Hisse Senedi Değeri Üzerindeki Etkileri - İMKB 30 Şirketleri Örneği -**, Sermaye Piyasası Kurulu, Araştırma Raporu, 2005, s. 3.

karşılaşılacaktır. Çünkü daha önce de belirtildiği üzere şirketin değeri ve ortalama sermaye maliyeti, şirketin sermaye yapısındaki değişikliklerden etkilenmemektedir[27].

3.1.2. Mükemmel Olmayan Piyasalarda Temettü Politikaları

3.1.2.1. Müşteri Etkisi (Clientele Effect)

Bu yaklaşıma göre her bir yatırımcının farklı temettü tercihleri bulunmaktadır.

Vergi diliminde üst sırada yer alan bir yatırımcı daha az temettü ödemesi yapılmasını tercih ederken, vergi diliminde alt sıralarda yer alan ya da vergiden muaf olan yatırımcı yüksek temettü ödemeleri yapan şirketleri tercih etmektedir. Yatırımcıların temettü ödemelerinde tercihlerinin farklılaşması, yöneticilerin temettü politikalarında değişiklik yapma isteklerini azaltmaktadır. Çünkü temettü politikasında yapılan değişiklikler yatırımcı gruplarından herhangi birinin hoşnutsuzluğuna yol açabilmektedir.

Graham ve Kumar (2006) tarafından yapılan bir araştırmada; vergi dilimlerinin yanı sıra yaş ve gelirin de yatırımcıların temettü tercihlerinde etkili olduğu belirlenmiştir. Bu çalışmaya göre yatırımcıların yaşı arttıkça daha fazla nakit temettü dağıtılmasını tercih etmektedir. Diğer taraftan gelir düzeyi yüksek bir yatırımcı, gelir düzeyi düşük yatırımcıdan farklı olarak nakit temettü dağıtılmasını tercih etmemektedir[28].

---

[27] D. Boztosun, **Temettü Dağıtma Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, 2006, s. 52-53.

[28] J. R. Graham, A. Kumar, "Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors", **The Journal of Finance**, vol. LXI, no.3, 2006, s. 1305-1336.

Mükemmel olmayan piyasalarda yatırımcılar tarafından yapılan işlemlerin bir maliyetinin olması, temettü politikalarını çok sık değiştiren şirketler yerine sabit bir temettü politikası olan şirketlere daha çok yatırım yapılmasına neden olmaktadır. Bu sebeple temettü politikalarında çok sık değişiklik yapan şirketin piyasa değeri, değişiklik yapmayan şirkete göre daha düşük olmaktadır. Diğer bir deyişle Müşteri Etkisi yaklaşımı, piyasanın mükemmel işleyen bir piyasa olmadığı zamanlarda da sabit bir temettü politikası olan şirketler için temettü ödemelerinin yatırım kararları üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını kabul etmektedir.

3.1.2.2. Eldeki Kuş Teorisi (Bird In The Hand Theory)

Gordon ve Lintner tarafından öne sürülen bu yaklaşımda hisse senedi sahipleri nakit temettüyü, sermaye kazancına tercih etmektedir. Yatırımcılar açısından temettü eldeki kuş, sermaye kazancı ise daldaki kuştur ve her zaman eldeki bir kuş, daldaki iki kuştan daha iyidir.

Bu yaklaşımda, kârın şirkette bırakılması yatırımcılar tarafından daha az tercih edilmektedir. Çünkü şirkette bırakılan kârın, yöneticiler tarafından kazançlı yatırım alanlarının finansmanına yönlendirilip yönlendirilmeyeceği belirsiz olmaktadır. Yatırımcılar, kârın şirkette bırakılmasını daha riskli gördükleri için, ileride elde edecekleri kârı da daha yüksek iskonto ile bugünkü değerine indirgemektedir. Bu nedenle de kârlılıkları aynı olan iki şirketten daha yüksek kâr dağıtan şirketin değeri, daha az kâr dağıtan şirkete göre daha yüksek olmaktadır.

3.1.2.3. Artık Kâr Payı Teorisi (Residual Theory of Dividends)

Bu yaklaşıma göre şirketler kârlı yatırım fırsatlarına yatırım yapmalı, yatırımları için gerekli finansmanı sağladıktan sonra, yeterli fonları varsa temettü ödemesi yapmalıdır. Ancak şirketin temettü politikasını, bu şekilde yatırım kararlarına ve faaliyet durumuna göre oluşturması, dağıtılacak temettü oranının her yıl farklılaşmasına yol açmaktadır. Bu ise temettü dağıtılmasını tercih eden yatırımcıların yanı sıra temettü dağıtılmasını istemeyen yatırımcıların da şirkete yatırım yapmaktan kaçınmasına neden olmaktadır[29].

3.1.2.4. İşaret Etkisi Hipotezi (Dividend Signalling Hypothesis)

Şirketler, faaliyetleri sonucu elde ettikleri kârı dağıtırken farklı temettü dağıtım planları uygulamaktadırlar. Bazı şirketler, ortaklarına her yıl istikrarlı bir şekilde büyüyen oranda temettü dağıtırken, bazı şirketler sabit oranda ya da sabit tutarda bir temettü ödemesi yapmayı veya sabit tutarda temettüye ek olarak kâr payı dağıtılmasını tercih etmektedir. Yıllar içerisinde kâr payı dağıtım politikalarını istikrarlı bir şekilde uygulayan şirketler, yatırımcılar tarafından daha çok tercih edilmektedir.

Şirketlerin temettü dağıtım politikaları, aynı zamanda yatırımcıların yöneticilerin fazla fonları nasıl kullandıklarına ilişkin bilgi de sağlamaktadır. Bu açıdan temettü dağıtım politikalarının izlenmesi, vekalet maliyetlerini (agency cost) azaltmaktadır.

Örneğin bir şirketin önceki yıllardan daha fazla temettü dağıtacağını duyurması, yatırımcılar tarafından, şirketin mevcut ve gelecekteki nakit akımlarına

[29] R. W. Kolb ve R. J. Rodriguez, 1996, s. 273-274.

ilişkin bir işaret olarak algılanmaktadır. Yatırımcılar, dağıtılan temettünün artmasının, şirketin gelecekte kârlılığının artacağını ve şirketin likiditesinin iyi olduğunu gösterdiğini düşünmekte ve bu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmayı daha güvenilir bulmaktadır.

3.1.2.5. Vergi Tercihleri Kuramı

Vergi tercihleri kuramı uyarınca yatırımcılar, temettü ödemelerine ilişkin tercihlerini ellerine geçen net kâra göre belirlemektedirler ve yatırımcıların temettü dağıtımına ilişkin tercihlerindeki en önemli unsurlardan biri vergidir. Daha önceki bölümlerde de belirtildiği üzere yatırımcılar, hisse senetlerinden sermaye kazancı ve temettü elde etmektedir. Sermaye kazancı ve temettünün vergilendirilmesindeki farklılıklar yatırımcıların sermaye kazancı elde etme ya da temettü alma tercihlerinin belirlenmesinde de etkili olmaktadır.

Sermaye kazancı, hisse senedi satıldığında vergilendirilirken, temettüler, ortaklara dağıtımı esnasında vergilendirilmektedir. Bu nedenle temettünün, sermaye kazancına göre daha yüksek oranda vergilendirildiği ekonomilerde, yatırımcıların daha az kâr dağıtarak fonları bünyelerinde tutan şirketleri tercih etmesinin nedenleri; daha düşük tutarda vergi ödenmesi ile net kazancın artması ve sermaye kazancının, hisse senedi satışı esnasında vergilendirilmesi, dolayısıyla hisse senedi satılmadıkça herhangi bir ödemenin yapılmayacak olmasıdır. Hisse senedinin satılması durumunda ödenecek verginin bugünkü değeri ise çok daha düşüktür.

3.2. Hisse Senedi Şeklinde Temettü Dağıtma

Kâr payının nakden dağıtılmayarak hisse senedi şeklinde dağıtılması halinde her bir ortağın sermayedeki payı değişmemektedir. Her bir paya düşen dağıtılmamış kâr miktarı da, hisse senedi sayısının dağıtım oranı kadar artması nedeniyle azalmaktadır. Örneğin %5 oranında hisse senedi dağıtılacaksa ve 100.000 adet hisse senedi varsa dağıtımdan sonra hisse senedi tutarı 105.000 adet (100.000 + 100.000*0,05) olacaktır. Şirket 1.000.000 TL tutarında kâr etmişse, hisse senedi dağıtımından önce hisse başına kâr oranı 10 TL (1.000.000/100.000) iken, hisse senedi dağıtımından sonra 9,52 TL (1.000.000/105.000) olacaktır. Dolayısıyla ortakların daha fazla hisse senedi olacak, fakat hisse başına daha az kazançları olacaktır. Toplam kazançları ise değişmeyecektir. Bu nedenle etkin piyasalarda, temettü olarak hisse senedi dağıtılmasının, hisse senedi fiyatı üzerinde etkisi olması beklenmemektedir[30].

Bir şirket nakit kâr dağıtımı yapmadığı ve sadece hisse senedi dağıtımı yaptığı takdirde ortaklar, ekstra hisse senedi alımı dışında herhangi bir getiri elde etmeyecektir. Ancak ortakların elindeki hisse senedi sayısı artmasına rağmen, şirket sermayesinde sahip oldukları pay değişmemektedir. Hisse senetlerinin toplam değerinin aynı kalması için, hisse senedinin piyasa fiyatının düşmesi gerekmektedir[31].

Hisse senedi başına belirli tutarda temettü dağıtım yapan şirketlerde ise; hisse senedi vermek suretiyle yapılan bedelsiz sermaye artırımları ortakların daha fazla temettü almasını sağlayacaktır. Bir yatırımcının 200 adet hisse senedi varsa ve şirket %10 oranında hisse senedi dağıtmaya karar verdiyse ve yıllık hisse başına kâr

[30] J. C. V. Horne, 1983, s. 327.
[31] ibid, s. 326.

dağıtım tutarı 1 TL ise bu takdirde hisse senedi dağıtımından önce alınan temettü miktarı 200 TL iken, hisse senedi dağıtımından sonra 220 TL olacaktır. Dolayısıyla ortakların gelirleri artacaktır.

Temettünün hisse senedi olarak dağıtılması, piyasaya bazı bilgilerin yayılması amacıyla da kullanılabilmektedir. Bedelsiz olarak hisse senedi verilmesi, yöneticiler tarafından, şirket gelirlerinin artacağının beklendiği, sulanma etkisini ortadan kaldıracak şekilde hisse başına gelir artışının olacağı sinyalini vermek için kullanılabilmektedir. Temettünün hisse senedi olarak dağıtılması yöneticiler tarafından piyasaya bu gibi sinyaller vermek için kullanılıyorsa, hisse senedi değeri artacaktır.

Bedelsiz sermaye artırımı, nakdi korumak amacıyla yapılmaktadır. Şirketler, gelirleri arttıkça, daha fazla nakit kâr dağıtımı yapmak yerine hisse senedi dağıtmayı seçerek nakdin şirkette kalmasını tercih edebilmektedir. Ortakların servetlerinin artıp artmayacağı bir önceki bölümde anlatılan kuramlara bağlıdır. Kârların şirket bünyesinde, sermaye artırımı yapılmadan da olağanüstü yedekler içerisinde tutulabileceği dikkate alındığında hisse senedi dağıtımı bazı ortaklar tarafından olumlu karşılanacaktır.

Hisse senedi temettü dağıtmak aslında kârlı yatırım seçeneklerine bağlıdır. Bu yatırım seçeneklerinin finansmanında dağıtılmamış kârların kullanılmasını tercih etmek, ödenen temettü oranını düşürmektedir. Finansal güçlük yaşayan bazı şirketler de hisse senedi temettüünü, nakit temettüüne tercih etmektedir. Bu şirketlerin hisse senedi dağıtması uygun kârlarının olmasından ziyade finansal açıdan zor durumda olduklarının bir göstergesi olmaktadır. Sürekli hisse senedi temettüü tercih eden bir

şirkete ilişkin yatırımcılar tarafından finansal durumunun kötü olduğu algısı oluşmaktadır[32].

Bazı durumlarda şirketler, temettü olarak hisse senedi dağıtımını, hisse senedi fiyatını belli bir düzeyde tutmak amacıyla yapmaktadır. Şirketlerin hisse senedi fiyatlarının aşırı değerlenmesi, küçük yatırımcıların bu hisse senetlerine yatırım yapmalarını engellemektedir. Hisse senedi sayısı artırılması, dolaylı olarak ortak sayısının artmasını da kolaylaştırmaktadır.

Temettü olarak hisse senedi dağıtımının, en önemli dezavantajlardan biri ise hisse senedi fiyatlamasında yatırımcılar için nakit kâr payının, şirketin kârlılığı kadar önem taşımasıdır. Yatırımcılar için şirketin kârlılığı, soyut bir olgu olmasına karşın, nakit kâr payı eline geçen, varlığından şüphe duymayacakları somut bir olgudur. Nakit temettü, yatırımcının şirkete yatırım yaparak elde ettiği kazancı göstermektedir. Yatırımcı, şirketin elde ettiği, kazançtan kendisine düşen payı hemen alarak bu kazancın ileride yanlış yatırımlar nedeniyle kaybedilmesi riskinden de kurtulmuş olmaktadır. Diğer bir sebep de yatırımcıların gelecekte kârdan pay alabileceklerine emin olsalar bile, gelecekte alacakları temettüleri bugünkü değere indirirken daha yüksek bir iskonto uygulamaları dolayısıyla gelecekte alacakları temettünün bugünkü değerinin, bugün elde edilecek temettüden daha düşük olmasıdır[33].

Şirketin elde ettiği kârı, hisse senedi olarak dağıtmasına ilişkin ise farklı görüşler bulunmaktadır. Bunlardan biri şirketin kârı, nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmasının bir önemi bulunmadığı, geçmiş yıllarla aynı oranda ya da daha yüksek oranlarda temettü dağıtımı yapıldığı takdirde hisse senedi fiyatının artacağı

[32] J. C. V. Horne, 1983, s. 327.
[33] R. J. Teweles and E. S. Bradley, **The Stock Market**, John Wiley and Sons, New York, 1988, s. 395.

yönündedir. Diğer görüş ise hisse senedi fiyatının ancak ve ancak nakit temettü dağıtıldığında yükseliş göstereceğini, sahip olunan hisse senedi miktarının artmasının yatırımcılar için herhangi bir etkisinin bulunmayacağını savunmaktadır. Bir diğer görüş ise talepten daha fazla hisse senedi olduğu sürece, kârın hisse senedi olarak dağıtılmasının, hisse senetlerinin fiyatları üzerinde düşürücü bir etki yaratacağıdır. Bu görüşe sahip olanlar düşük fiyatların işlem maliyetlerini daha çok artıracağını, dolayısıyla net getirinin de azalacağını iddia etmektedirler[34].

Şirketlerin elde ettikleri geliri bünyelerinde tutmak ile nakit olarak ortaklara dağıtmak konusundaki kararlarını etkileyen en önemli unsurlar ise faaliyet konusu ve nakit akışlarıdır. Büyüyen firmalar, gelirlerini ortaklara dağıtmak yerine yatırımların finansmanında kullanmayı tercih etmektedirler. Mevsimsel olarak çalışan firmaların kârlılığının ve nakit akışlarının yıl içinde çok fazla değişmesi nakit temettü dağıtımı yerine hisse senedi olarak temettü dağıtımını tercih etmelerine neden olabilmektedir.

[34] R. J. Teweles ve E. S. Bradley, 1988, s. 396-397.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE ARTIRIMLARI

4.1. Bedelli Sermaye Artırımı

Özkaynaklar, dağıtılmamış kârların sermayeye eklenmesi yani bedelsiz sermaye ile artırılabileceği gibi, yeni hisse senedi ihraç ederek de artırılabilmektedir. Dağıtılmamış kârların maliyeti ile yeni hisse ihraç etmenin maliyeti aynı değildir. Bu iki sermaye artırımı işlem maliyetleri ve yatırımcılara doğurdukları vergilerle birbirinden farklılaşmaktadır[35].

Yeni taahhüt veya ödeme yolu ile hisse senedi çıkarılmasına bedelli sermaye artırımı denilmektedir[36]. Şirketler, bedelli sermaye artırımı ile yatırımları için gerekli fonu sağlamanın yanı sıra kısa dönem nakit ihtiyaçlarını da karşılamış olmaktadır. Bu ise yönetimin kısa dönemli kaygılardan kurtularak şirketin orta ve uzun dönemli hedefleri üzerinde yoğunlaşmasını sağlamaktadır. Aynı zamanda yeni yatırımcıların şirkete ortak olması ile yeni tecrübeler ve bakış açıları kazanılmaktadır. Şirketlerin bedelli sermaye artırımlarını tercih etmemelerinin en büyük nedenleri ise yönetim üzerindeki denetimin artması ya da değişmesi, kontrolün paylaşılması, yatırımcı sayısının artması nedeniyle raporlama maliyetlerinin yükselmesi, kamuya açıklama yükümlülüklerinin artmasıdır[37]. Diğer taraftan bedelli sermaye artırımları, şirket değerinin belirlenmesinde kullanılabileceği gibi, yatırımcıların yanlış değerlemesi

[35] M. Kıyılar, 1997, s. 364.
[36] M. B. Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004, s. 309.
[37] J. Akkranupornpong ve B. H. Kleiner, "When to Issue the Company Stock", **Management Research News**, vol. 27, no. 4/5, 2004, s. 82-90.

nedeniyle şirket değerinin olduğundan düşük ya da yüksek görünmesine de neden olabilmektedir.

Temel olarak 4 çeşit bedelli sermaye artırımı modeli bulunmaktadır.

1. Her ortağa sermayedeki payı oranında yeni hisse senetleri sunulmaktadır.

2. Ortaklara sermayedeki paylarından farklı oranda hisse senedi alım çağrısı yapılmaktadır.

3. Halka arz edilmektedir. Bu çağrı esnasında sabit bir halka arz fiyatı belirlenmektedir.

4. İhraç edilecek yeni hisse senetleri belli bir kişiye ya da şirkete satılmaktadır.

Bu methodlardan hangisinin seçileceği hisse senedi ihracının niteliğine göre değişecektir. Genel olarak ortaklara satışın gerçekleştirildiği birinci method uygulanmaktadır[38].

Bedelli sermaye artırımları yeni hisse senetlerini satın alamayacak ortaklar için adil olmadığı düşünülerek eleştirilmektedir. Çünkü yeni pay alma haklarını (rüçhan haklarını) kullanabilen diğer ortaklar veya yükleniciler düşük fiyata hisse senedi sahibi olmakta ve ortaklık paylarını koruyabilmektedir. Ancak yeni hisse senedi alamayacak olan yatırımcıların, rüçhan haklarını satarak, bu finansal zarardan kaçınma imkanları bulunmaktadır[39].

İngiltere'de 1962-1975 yıllarını kapsayan bir araştırmada sermaye artırımlarından sonra şirket hisse senedi fiyatlarının yükseldiği ve yatırımcıların yüksek getiriler elde ettiği bulunmuştur. Aynı dönemlerde tahvil ihraç eden şirketlerin getirilerinde ise bir artışa rastlanmamıştır. Hisse senedi fiyatları,

[38] J. Broyles, I. Cooper ve S. Archer, 1983, s. 325-326.
[39] J. C. V. Horne, 1983, s. 330-331.

dolayısıyla piyasa değeri yükselen şirketlerin ise, tekrar borçlanarak finansman sağlamayı tercih ettikleri, ancak kaldıraç oranlarını düşük tuttukları görülmüştür[40].

Bedelli sermaye artırımları, şirketlere esas olarak ek bir finansman kaynağı sağlamaktadır. Şirketlerin yeni yatırımlar nedeniyle ihtiyaç duydukları fon ihtiyacı, bedelli sermaye artırımı ile karşılanabilmektedir.

Bedelli sermaye artırımı duyurularının, şirkete ek finansman sağlanacağı için hisse senedinin değerini artırması beklenmekle birlikte tersi durumlarla da karşılaşılabilmektedir. Örneğin, piyasada nominal değerinin üstünden işlem gören bir şirket, sermaye artırımı kararı aldığında, yatırımcılar hisseyi piyasadan alıp rüçhan haklarını kullanarak kazanç sağlamak isteyeceklerdir. Hissenin nominal değerinin 1 TL olduğunu, piyasada ise ortalama 5 TL'ye alınıp satıldığını varsayalım. Yatırımcı piyasadan 5 TL'ye hisse senedini alıp, rüçhan hakkını kullandığında ortalama 3 TL'ye, 2 adet hisse senedine sahip olmuş olacaktır. Bu ise sermaye artırımından sonra hisse senedi fiyatının bu değere yakınlaşmasına neden olmaktadır. Bu hesaplamaya göre sermaye artırım oranı, yeni hisse senedinin değerinin belirlenmesinde önem taşımaktadır[41].

4.2. Bedelsiz Sermaye Artırımı

Bedelsiz sermaye artırımında, şirket ortakları, herhangi bir bedel ödemeden yeni ihraç edilen hisse senetlerine sahip olmaktadır. Ancak şirketlerin çok fazla bedelsiz sermaye artırımı yapması şirketin elde ettiği kazançlar ve dağıtılan temettüler üzerinde sulandırma etkisi yaratacaktır.

---

[40] J. Broyles, I. Cooper ve S. Archer, 1983, s. 332.
[41] M. Karslı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Alfa Yayınları, 5. Basım, 2004, s. 537-538.

Bedelsiz sermaye artırımı kaynakları; iç kaynaklardan sermaye artırımı ve kârın hisse senedi olarak dağıtılması olmak üzere iki kısımda incelenebilecektir.

Şirketler, bünyelerinde yer alan dağıtılmamış kârları, yeniden değerleme fonlarını ve daha önce dağıtılmayarak yedek olarak ayrılan fonları sermayeye ilave edebilmektedir. Buna iç kaynaklardan sermaye artırımı denilmektedir.

Yeniden değerleme fonu, şirketlerin enflasyon nedeniyle varlıklarında meydana gelen değer artışlarını kaydettikleri hesaptır. Bu fonun sermayeye ilavesi aslında gerçek bir finansman niteliği taşımamakta ve kısa vadede şirket ortaklarına net bir kazanç sağlamamaktadır. Çünkü pay başına dağıtılan temettü miktarında bir değişiklik olmamaktadır. Hisse senedinin değeri de bu nedenle kısa vadede değişmemektedir. Orta ve uzun vadede ise hisse senedinin değerinde yükselme olacağı beklenebilir. Çünkü yeniden değerlenen varlıklar için daha yüksek amortisman ayrılmakta, amortisman giderlerini, elde edilen kârdan indirme imkanı olduğu için şirketin vergi sonrası kârı daha yüksek olmaktadır. Bu ise şirketin kârlılığının ve temettü tutarının artmasını sağlamaktadır[42].

Şirketler, kârlarının bir kısmını temettü olarak ortaklarına dağıtırken bir kısmını da gerek yasal gerekliliklerden gerekse olağanüstü durumlarda kullanmak üzere ayrı bir fon olarak yedeklere ayırmaktadır. Bu fonlar, dağıtılmayan kârların ilavesiyle yıllar içerisinde yüksek tutarlara ulaşmaktadır. Yedekler, yüksek tutarlara ulaştığında şirketler, sermayelerini yüksek göstermek ya da ortakları tatmin etmek için bu fonları, sermayelerine eklemekte ve ortaklara payları oranında hisse senedi dağıtmaktadır. Yeniden değerleme fonları ile benzer şekilde yedeklerin sermayeye ilave edilmesi sonucunda şirkette yeni bir değer yaratılmamaktadır. Şirketin yıllar

[42] M. Karslı, 2004, s. 531-532.

boyunca dağıtmadığı kârlar, bir özkaynak hesabından diğerine aktarılmaktadır. Hisse senedi sayısı arttığı için pay başına düşen temettü miktarı azalmakta, ancak eldeki pay sayısı arttığı için toplamda aynı miktarda temettü alınmaktadır.

Diğer bir ifade ile iç kaynaklardan sermaye artırımı, iktisadi anlamda bir sermaye artırımı olmayıp sadece muhasebesel anlamda bir sermaye artırımıdır. İktisadi anlamda, hisselerin bölünmesi anlamını taşımaktadır[43] ve hisse senetleri sulandırılmaktadır. Fakat bedelsiz sermaye artırımını hisse bölünmesi (stock-split) ile karıştırmamak gerekmektedir. İki durumda da yatırımcıların hisse başına elde edeceği net getiride bir değişiklik olmasa da bedelsiz sermaye artırımında şirketin sermayesi artarken, hisse bölünmesinde sermayede bir artış olmamakta, sadece sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin sayısında bir artış olmaktadır. Diğer bir deyişle bedelsiz sermaye artırımında dağıtılmamış kazançlar, sermayeye ilave edilmekte ve ortakların ileriki zamanlarda alabileceği nakit temettü miktarı azalmaktadır. Hisse bölünmesi ise çoğunlukla satış fiyatı çok artmış hisse senetlerinin, miktarının artırılarak fiyatının düşürülmesi ve bu yolla satın alınabilirliğinin kolaylaştırılmasında kullanılmaktadır[44]. Bedelsiz sermaye artırımlarında hisse senetlerinin nominal değeri değişmezken, hisse bölünmesinde hisse senetlerinin nominal değeri düşmektedir.

Şirketler, geçmiş dönemde elde ettiği faaliyetlerden elde ettiği kârı nakit olarak dağıtmak yerine bedelsiz olarak hisse senedi şeklinde ortaklara vermeyi de tercih edebilmektedirler. Şirket, bu yolla sağladığı geliri bilançosunda tutarak yeni ve kârlı alanlara yatırım yapabilirken, ortaklar da bedelsiz olarak aldıkları hisse senetlerini satarak nakit sağlayabilmektedir.

[43] M. Karslı, 2004, s. 533.
[44] K. Lyroudi, A. Dasilas ve A. Varnas, "The Valuation Effects of Stock Splits in Nasdaq", **Managerial Finance**, vol.32, no. 5, 2006, s. 401-414.

Ortaklara kârın, hisse senedi şeklinde dağıtılması ve bu yolla bedelsiz sermaye artırımının gerçekleştirilmesi, iç kaynaklarla yapılan sermaye artırımına benzer şekilde aslında sadece bilanço kalemleri arasındaki bir değişiklikten ibarettir. Dağıtılmayan kârlar ya da geçmiş yıl kârları hesabındaki tutarlar sermaye hesabına aktarılmaktadır. Ortaklar, bu bedelsiz sermaye artırımı sonucunda sadece ek hisse senedi elde etmekte, şirket sermayesinde sahip oldukları pay oranlarında, dolayısıyla elde ettikleri toplam temettüde herhangi bir değişiklik olmamaktadır.

4.3. Yatırımcıların Bedelli Ve Bedelsiz Sermaye Artırımlarına Bakış Açıları

4.3.1. Yatırımcıların Bedelli Sermaye Artırımlarına Bakış Açıları

Hisse senedi fiyat hareketlerinde meydana gelen değişimin, bedelli sermaye artırımı duyurusundan mı, diğer kamuya açıklanan bilgilerden mi kaynaklandığını belirlemek zordur. Öte yandan, hisse senedi sayısının artması nedeniyle bedelli sermaye artırımının hisse senedi fiyatı üzerinde düşürücü bir etkisi olduğu kabul edilmektedir. Bu yaklaşımın temelinde hisse senetlerinin talep eğrisinin tam olarak esnek olmadığı ve bedelli sermaye artırımı duyurularından sonra aşağıya kaydığı varsayımı bulunmaktadır. Bedelli sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatı üzerinde yarattığı düşürücü etki, fiyat baskısı (price pressure) olarak adlandırılmaktadır.

Fiyat baskısı, hisse senedi piyasalarının tam etkin olmadığı durumlarda geçerlidir. Piyasaların etkin olduğu varsayıldığında, hisse senetlerine talebin esnek olduğu, dolayısıyla sadece hisse senedi sayısındaki artışın hisse fiyatında bir değişiklik yaratmayacağı kabul edilecektir. Böyle bir durumda şirket tarafından ihraç edilecek her hisse senedi satılacak ve bu durum fiyatlara yansımayacaktır.

Bedelli sermaye artırımı yapılacağına ilişkin duyuruların hisse senedi fiyatında düşüşe yol açmasının diğer bir nedeninin ise daha çok bilgiye sahip yöneticiler ile şirkete yatırım yapmayı düşünen kişiler arasındaki asimetrik bilgi problemi olduğu düşünülmektedir[45]. Yöneticilerin mali tablolardaki veriler, sektördeki gelişmeler, pazarlama maliyetleri, üretimdeki aksamalar hakkında daha fazla bilgiye sahip olması, ahlaki tehlikenin yani yöneticilerin şirket varlıklarını etkin şekilde kullanmama ihtimallerinin bulunması asimetrik bilginin oluşmasına neden olmaktadır[46]. Yöneticiler, şirketin hisse senetlerinin yüksek değerlenmesi durumunda finansman kaynağı olarak sermaye artırımını tercih etmekte, yatırımcılar ise, hisse senedi fiyatının doğru değerlenemediğini düşünerek sermaye artırımı duyurusuna olumsuz tepki vermektedir. Yapılan bir çalışmada bedelli sermaye artırımı duyurusunun yapıldığı günden önceki asimetrik bilgi seviyesi ile duyurudan sonraki getiriler arasında negatif bir korelasyon olduğu bulunmuştur[47]. Yöneticilerin, hisse senedi fiyatlarının düşeceğini tahmin ettikleri için, bilgi asimetrisi nedeniyle fiyatların çok yükseldiği dönemlerde bedelli sermaye artırımını tercih ettikleri kabul edilmektedir. Bu yüzden bedelli sermaye artırımı duyurusu öncesinde hisse senetlerinde aşırı getirinin olduğu beklenmektedir. Akhigbe, Newman ve Safieddine (2006) tarafından yapılan çalışmada; bilgi asimetrisi ve vekalet maliyetlerinin yüksek olduğu zamanlarda yöneticilerin sermaye artırımlarını rüçhan hakları kısıtlamadan yapmayı tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Yatırımcılar rüçhan haklarının kullandırıldığı bedelli sermaye artırımı duyurularını, şirketin hisselerinin aşırı değerli olduğu şeklinde algılamakta, bu ise hisse senetlerinin fiyatında düşüşe yol

[45] R. D'Mello, O. Tawatnuntachai ve D. Yaman, Why do Firms Issue Equity After Splitting Stocks?, **The Financial Review**, 38, 2003, s. 324.
[46] A. Miglo, 2007, s. 70.
[47] R. D'Mello, O. Tawatnuntachai ve D. Yaman, 2003, s. 324.

açmaktadır. Yatırımcılar tarafından rüçhan haklarının kısıtlanması beklenirken, yöneticiler tarafından rüçhan haklarının kullandırılmasına karar verilmesi durumunda ise hisse senedi fiyatlarındaki düşüş daha yüksek olmaktadır. Yatırımcılar, rüçhan haklarının kısıtlanacağına ilişkin duyuruları ise olumlu bir bilgi olarak algılamaktadır. Rüçhan haklarının kullandırılması beklenirken rüçhan haklarının kısıtlandığı yönünde duyuru yapılması durumunda ise hisse senetleri fiyatları beklenenden daha fazla artmaktadır[48].

Bedelli sermaye artırımlarının, yatırımcılar tarafından olumsuz karşılanmasının nedenlerinden bir diğeri ise yatırımcıların sermaye artırımı duyurusunu, şirketin faaliyetlerinden yeterli nakit elde edemediğine, bu nedenle yatırımlarında kullanılacak nakdinin az olduğuna ilişkin bir sinyal olarak algılamalarıdır[49]. Şirketin beklenenden daha yüksek oranlarda sermaye artırımı yapması ise şirketin çalışma sermayesinin beklenenden daha düşük olduğu sinyalini vermektedir. Bu nedenle bedelli sermaye artırımı duyurusu sonrasında hisse senetlerinin fiyatı düşmektedir.

Diğer bir görüşe göre bedelli sermaye artırımları, diğer hisse senetlerinin risklerinden ve beklenen getirilerinden etkilenmektedir. Yeni ihraç edilecek hisse senedi miktarı, piyasada ihraç edilen diğer riskli araçların miktarından az ise bedelli sermaye artırımının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi ihmal edilebilir seviyede olacaktır[50].

Bedelli sermaye artırımı duyurusunun hisse senedi fiyatlarında etki yaratması için bu duyuruyla birlikte verilen bilginin niteliği de önem taşımaktadır. Bedelli

[48] A. Akhigbe, M. Newman ve A. Safieddine, "Market Expectations And The Valuation Effects of Equity Issuance", **The Journal of Financial Research**, Vol.XXIX, No.2, 2006, s. 267-269.
[49] Bart Frijns ve Diğerleri, "Stock Price Performance of Seasoned Equity Offerings: Completed vs Withdrawn", **Managerial Finance**, vol. 32, no. 3, 2006, s. 234-236.
[50] J. Broyles, I. Cooper, S. Archer, 1983, s. 342.

sermaye artırımları, genelde gelecek kazançlar ve gelecek temettüler ile birlikte sunulmaktadır. Piyasa, bu tahminlerin realize edilebilir olup olmamasına göre tepki vermektedir. Elde edilen fonlar, yeni yatırımlarda ya da birleşmelerde kullanılacaksa, piyasa, bu projelerin net bugünkü değerine bakarak tepki vermekte, dolayısıyla fiyatların belirlenmesinde yöneticilerin yatırım kararlarının önemli etkisi olmaktadır. Eğer elde edilen fonlar, borçların ödenmesinde kullanılacaksa, hedeflenen borç/özkaynak oranında beklenmeyen bir düşüş olmadığı sürece, fiyatlar üzerinde herhangi bir etkisinin olmaması beklenmektedir. Şirketin borçlanması beklenirken, hisse senedi ihraç etmişse borç/özkaynak oranında ortaya çıkan beklenmeyen düşüş hisse senedi fiyatlarının da düşmesine yol açacaktır[51].

Finansal kriz dönemlerinde yöneticiler, şirketin riskini azaltmak için gelecekteki kazançları ile ödeyebilecekleri kadar borçlanma yapmayı tercih etmektedir. Sermaye artırımları sonrasında, borçlanmanın sermaye yapısı içindeki oranı azalmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar, fon ihtiyacının sermaye artırımı ile karşılanmasını yöneticilerin şirketin gelecek kazançlarının düşmesini bekledikleri şeklinde algılamaktadır. Bu durum ise bedelli sermaye artırımı duyuruları sonrasında, hisse senedi fiyatlarını negatif yönde etkilemektedir.

Bedelli sermaye artırımlarının hisse fiyatları üzerindeki etkisine ilişkin yapılan bir araştırmada; ihraç edilen hisse senedi miktarı, mevcut hisse senetlerinin %10-20'si arasında olduğunda, fiyatların %0,2 oranında düştüğü belirlenmiştir. Hisse senedi miktarındaki artış %20-100 arasında olduğunda ise hisse senedinin fiyatında ek olarak %0,5 oranında düşüş görülmüştür[52].

[51] J. Broyles, I. Cooper, S. Archer, 1983, s. 340-341.
[52] ibid, 1983, s. 344.

Eckbo, Masulis ve Norli'nin (2000) ABD'de NYSE, Amex veya Nasdaq endekslerinde yer alan şirketlere ilişkin 1963-1979 dönemini içeren çalışmasında; bedelli sermaye artırımı ile kaldıracın düştüğü, default riskin azalması nedeniyle getiri beklentisinin de azaldığı ve bu nedenle bedelli sermaye artırımı duyurularının sonrasında hisse senetleri fiyatlarının düştüğü sonucuna ulaşılmıştır[53]. Söz konusu çalışmada, bedelli sermaye artırımı sonucunda likiditenin artacak olmasının bile getiri beklentisi üzerinde olumlu bir etki yaratmadığı ortaya konulmuştur.

Krishnamurthy ve diğerlerinin (2005) yine NYSE, Amex veya Nasdaq endekslerinde yer alan şirketlere ilişkin 1983 ile 1992 yılları arasını kapsayan çalışmalarında ise finansal açıdan zor durumda olan şirketlerin, rüçhan hakları kısıtlanarak sermaye artırımı yapılacağına ilişkin duyurularının kısa dönemde hisse senetlerinin fiyatlarını arttırdığı belirlenmiştir[54].

Gelişmiş ülkelerde yapılan araştırmalarda ise sermaye artırımı duyurusunun hisse fiyatlarında düşüşe yol açtığı görülmüştür[55]. Örneğin İngiltere'de 1962 ile 1975 yılları arasında yapılan 997 bedelli sermaye artırımı incelenmiş, bedelli sermaye artırımının yapılacağının duyurulduğu dönemlerde hisse senetlerinin fiyatında %0,05 oranında azalma olduğu görülmüştür[56]. 1984-1995 yılları arasında Hollanda'da yapılan bedelli sermaye artırımı duyuruları sonrasında da hisse senedi fiyatlarında düşüş gözlenmiştir. Hisse senedi fiyatlarında görülen negatif etkinin rüçhan haklarının satışı ve şirketin finansal durumunun kötü olduğu algısından kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Nitekim bedelli sermaye artırımı yapan

[53] B. Espen Eckbo, R. W. Masulis ve Ø. Norli, "Seasoned Public Offerings: Resolution of The 'New Issues Puzzle'", **Journal of Financial Economics**, 56, 2000, s. 251-291.
[54] S. Krishnamurthy ve Diğerleri, "Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements", **Journal of Financial Intermediation**, Vol. 14, 2005, s. 210-238.
[55] N. Salamudin, M. Ariff ve A. M. Nassir, Economic Influence on Rights Issue Announcement Behavior in Malaysia, **Pasific-Basin Finance Journal**, 7, 1999, s. 406.
[56] J. Broyles, I. Cooper ve Simon Archer, 1983, s. 340.

şirketlerin büyük çoğunluğunun 5 yıl boyunca finansal durumlarının ve faaliyetlerinin kötüleştiği görülmüştür[57].

Gelişmekte olan ülkelerde, bedelli sermaye artırımı duyurularından sonra hisse senedinde negatif getirinin görüldüğü çalışmaların yanı sıra pozitif getirinin görüldüğü çalışmalara da rastlanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde fiyat düşüşünün temel nedeni daha önce ifade edildiği üzere asimetrik bilgidir. Fiyat artışında ise en önemli faktörün faiz oranlarının belirlenmesinde kullanılan vade primi ve geri ödememe primi olduğu tespit edilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde, sermaye artırımı duyurusu, şirketin sermaye artırımından sağlayacağı fonları kazançlı yatırımlarda kullanacağına ilişkin bir beklenti yaratmaktadır. Büyümenin hızlı olduğu dönemlerde vade priminin de düşmesi, bedelli sermaye artırımı duyuruları sonrasında hisse senedi fiyatının yükselmesini sağlamaktadır. Çünkü şirketler, ekonomi büyürken daha az kârlı alanlara yatırım yapmaktansa, yüksek kâr edebilecekleri alanlara yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Yapılan araştırmalarda yatırımcıların davranışlarının finanse edilecek projeye göre de değiştiği belirlenmiştir[58].

Ülkemizde Süleyman Serdar Karaca (2007) tarafından yapılan çalışmada 2000-2005 döneminde İMKB-100 endeksinde işlem gören şirketlerin bedelli sermaye artırımı duyurularının, hisse senedi fiyatlarını olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir[59]. Osman Barak (2006) tarafından 1992-2004 yıllarına ilişkin İMKB'de yer alan şirketler üzerinde yapılan analiz sonuçlarına göre ise bedelli

[57] R. Kabir, P. Roosenboom, "Can The Stock Market Anticipate Future Economic Performance? Evidence From Equity Rights Issues", **Journal of Corporate Finance**, 9, 2003, s. 93-113.
[58] N. Salamudin, M. Ariff ve A. M. Nassir, 1999, s. 406-411.
[59] S. S. Karaca, **Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir İnceleme**, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2007, s. 199-202.

sermaye artırımı duyurularının hisse senedi fiyatlarının hareketlerine olumlu ya da olumsuz bir etkisi bulunmamaktadır[60].

4.3.2. Yatırımcıların Bedelsiz Sermaye Artırımlarına Bakış Açıları

Bedelsiz sermaye artırımları, ortakların ek hisse senedi almasını sağlamakta, şirketin sadece özkaynak kalemlerinde bir değişiklik yarattığı için ek bir değer yaratmamaktadır. Bedelsiz sermaye artırımı sonucunda ek bir değer yaratılmadan sadece hisse senedi sayısında artış olması nedeniyle hisse senedinin fiyatının düşmesi beklenmektedir. Hisse senetlerinin fiyatının düşmesi ise, o hisse senedinin piyasada alım satımını kolaylaştıracak, yatırımcı tabanını yaygınlaştıracaktır. Hisse senedinin daha fazla yatırımcı tarafından alınıp satılabilmesi, hisse senedi fiyatında tekrar bir artış olmasını sağlayacaktır. Bu artış, fiyattaki düşüşü telafi edecek nitelikte olabilecektir.

Bedelsiz sermaye artırımlarının işaret (sinyal) etkisi nedeniyle hisse senetleri fiyatlarında artışa yol açacakları da kabul edilen yaklaşımlardan bir tanesidir. Bedelsiz sermaye artırımlarının, yöneticilerin geleceğe yönelik olumlu beklentileri olduğunu ve şirketin gelecek yıllarda kârlılığının artacağına ilişkin sinyal verdiği kabul edilmektedir. Yatırımcılar tarafından yöneticilerin şirketin durumunun kötüye gittiği ve dolayısıyla hisse senetleri fiyatının düşeceği beklentisi içerisinde olmaları durumunda bedelsiz sermaye artırımı yapmayacağına inanılmaktadır.

Diğer bir görüşe göre bedelsiz sermaye artırımlarında özkaynak kalemleri toplamında herhangi bir değişiklik olmamakta, ancak dağıtılmamış kazancın sermayeye eklenmesi nedeniyle ortakların alabilecekleri nakit temettü azalmaktadır.

[60] O. Barak, 2006, s. 234-237.

Bedelsiz sermaye artırımının tercih edilmesi, yöneticilerin, geleceğe yönelik olumlu beklentileri olduğunu, ortakların bu dönemde alamadıkları nakdin, ileriki dönemlerde telafi edilebileceğini, geleceğe ilişkin daha yüksek oranlarda temettü verilebileceğini düşündüklerini göstermektedir. Bu ise hisse senetleri fiyatlarının artmasına yol açmaktadır.

Grinblatt, Masulis ve Titman (1984) tarafından yapılan araştırmalar, kârın sermayeye eklendiği bedelsiz sermaye artırımı duyurularının hisse senetleri fiyatları üzerinde pozitif bir etkisinin olduğunu göstermektedir. McNichols and Dravid (1990) de yaptıkları çalışmalarda bedelsiz hisse senedi dağıtımlarından sonra hisse senetlerinden aşırı getiri elde edebildiği sonucuna ulaşmışlardır. Travlos, Trigeorgis ve Vafeas (2001), Yunanistan sermaye piyasalarında hisse senedi şeklinde temettü dağıtılacağına ilişkin duyuruların, hisse senedi fiyatları üzerinde pozitif etkisi olduğunu tespit etmiştir[61]. D'Mello, Tawatnuntachai ve Yaman tarafından yapılan araştırma sonuçlarına göre ise bedelsiz sermaye artırımları duyuruları, asimetrik bilginin azalması nedeniyle hisse senetleri fiyatlarında bir artış sağlamaktadır. Şirketler, bedelsiz hisse senedi dağıtımından sonra yeni hisse senetleri ihraç etmekte, bu yolla asimetrik bilgi nedeniyle katlanılan maliyetleri azaltmaktadır[62].

Ülkemizde de bedelsiz sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkilerine inceleyen çalışmalar mevcuttur. Süleyman Serdar Karaca (2007) tarafından yapılan çalışmada İMKB-100 endeksinde işlem gören şirketlerin 2000-2005 dönemine ait verileri dikkate alınmış ve bedelsiz sermaye artırımı duyurularının hisse senedi fiyatı üzerinde düşüşe yol açtığı, temettünün hisse senedi şeklinde

[61] N. Travlos, L. Trigeorgis ve N. Vafeas, "Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes In An Emerging Stock Market: The Case Of Cyprus", **Multinational Finance Journal**, vol. 5, no.2, 2001, s. 87–112.
[62] R. D'Mello, O. Tawatnuntachai ve D. Yaman, 2003, s. 347-348.

dağıtılacağına ilişkin duyurulara ise yatırımcıların duyarsız kaldıkları belirlenmiştir[63]. Osman Barak (2006) tarafından yapılan çalışmada, 1992-2004 yılları arasındaki bedelsiz sermaye artırımı duyurularının, hisse senedi fiyatları üzerinde pozitif bir etkisi olduğu görülmüştür[64]. Batchelor ve Orakçıoğlu (2003) tarafından 1990-1994 dönemine ilişkin İMKB verileri üzerinde yapılan çalışmada ise yatırımcıların bedelsiz sermaye artırımlarını, nakit temettü gibi gördükleri ve bedelsiz sermaye artırımı duyurularından sonra şirket hisse senedi fiyatlarının yükseldiği sonuçlarına ulaşılmıştır[65].

[63] S. S. Karaca, 2007, s. 202-205.
[64] O. Barak, 2006, s. 241-243.
[65] R. Batchelor ve İ. Orakçıoğlu, "Event-related GARCH: The Impact Of Stock Dividends In Turkey", **Applied Financial Economics**, vol. 13, Issue 4, April, 2003, s. 295-307.

BEŞİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENETLERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERE İLİŞKİN BİR ANALİZ VE DEĞERLENDİRME

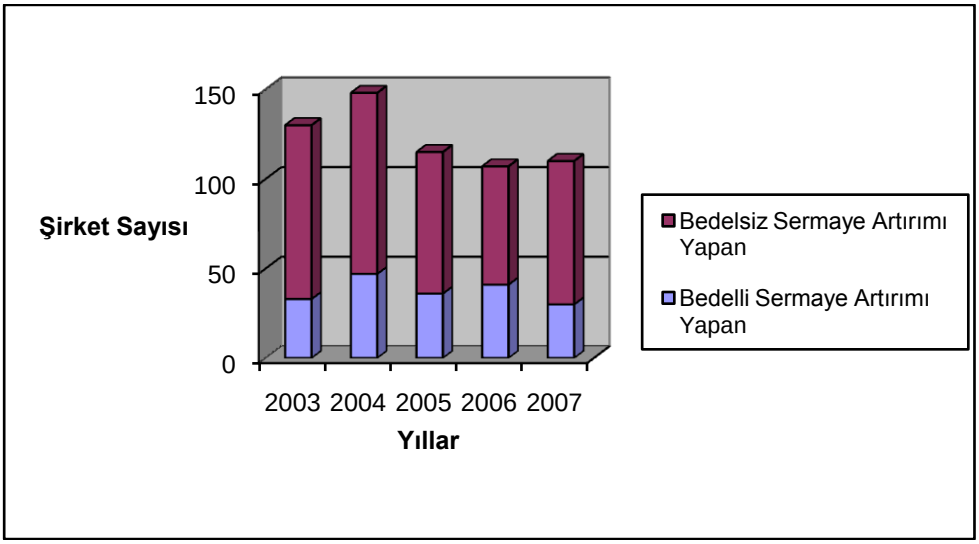
5.1. Sermaye Artırımlarına İlişkin Genel Bilgiler

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin 2003-2007 yılları arasında gerçekleştirdiği sermaye artırımlarına ilişkin bilgiler İMKB'nin web sayfasından temin edilmiştir. Buna göre 2003-2007 yıllarında gerçekleştirilen sermaye artırım tutarları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 1: İMKB'de Yer Alan Şirketlerin 2003-2007 Yıllarına İlişkin Sermaye Artırım Tutarları

Yıllar	Bedelli Artırım Tutarı (TL)	Bedelsiz Artırım Tutarı (TL)	Toplam Sermaye Artırımı Tutarı (TL)
2003	680.251.900,12	4.791.464.075,06	5.471.715.975,17
2004	914.583.297,02	5.098.432.937,73	6.013.016.234,76
2005	535.235.353,82	4.819.738.362,19	5.354.973.716,01
2006	610.676.913,61	5.431.798.328,34	6.042.475.241,95
2007	2.059.961.421,87	6.181.046.552,60	8.241.007.974,47

Şirketlerin 2003-2007 yılları arasında bedelsiz sermaye artırımı yapmayı tercih ettikleri görülmektedir. Yıllar itibariyle sermaye artırımı yapan şirket sayısı ise aşağıdaki grafikte yer almaktadır.



Şekil 7: 2003-2007 Yılları Arasında Sermaye Artırımı Yapan Şirketler

Grafikten de görüldüğü üzere bedelsiz sermaye artırımını yapan şirket sayısı, bedelli sermaye artırımı yapan şirketlerden daha fazladır. Bedelsiz sermaye artırımlarının kaynağının çoğunlukla kârdan çok enflasyon düzeltme farkı ve değerleme fonları gibi şirketlerin iç kaynaklarının olduğu belirlenmiştir. Aşağıda yer alan tabloda bedelsiz sermaye artırımında kullanılan kaynaklar özetlenmiştir.

Tablo 2: İMKB'de Yer Alan Şirketlerin 2003-2007 Yıllarında Bedelsiz Sermaye Artırımlarında Kullandıkları Kaynaklar (TL bazında)

Kaynak	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**
İç Kaynaklar	4.496.670.193,85	4.843.164.539,18	4.391.881.846,06	4.834.079.140,05	5.359.025.868,37
Kâr	294.793.881,21	255.268.398,56	427.856.516,13	597.719.188,29	822.020.684,23
Toplam	4.791.464.075,06	5.098.432.937,73	4.819.738.362,19	5.431.798.328,34	6.181.046.552,60

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerden bedelli sermaye artırımı yapanların ise çoğunlukla ortakların rüçhan haklarını kısıtlamadıkları görülmektedir.

Tablo 3: İMKB'de Yer Alan Şirketlerin 2003-2007 Yıllarında Uyguladıkları Bedelli Sermaye Artırımı Yöntemleri (TL Bazında)

Yöntem	2003	2004	2005	2006	2007
Rüçhan Hakkı Kullandırılarak	570.302.790,12	828.271.832,52	506.971.419,82	503.055.908,16	1.760.774.421,87
Rüçhan Hakkı Kısıtlanarak	109.949.110,00	86.311.464,50	28.263.934,00	107.621.005,46	299.187.000,00
Toplam	680.251.900,12	914.583.297,02	535.235.353,82	610.676.913,61	2.059.961.421,87

5.2. Kullanılan Veriler

Çalışmada, 2003-2007 yılları arasında şirketlerin sermaye artırımı yapma kararlarının kamuya duyurulmasının hisse senetleri fiyatları üzerinde herhangi bir etkisi olup olmadığı incelenmiştir. Bu çerçevede sermaye artırımı kararları bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı kararları olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Bedelli sermaye artırımlarından rüçhan hakkı kullanımına izin verilen sermaye artırımları ile rüçhan hakkı kullanımına izin verilmeyen sermaye artırımları ayrı ayrı incelenmiştir. Bedelsiz sermaye artırımlarında ise kullanılan kaynağa göre bir ayrım benimsenmiş, bu çerçevede kârın, hisse senedi şeklinde dağıtılması nedeniyle yapılan sermaye artırımları ile enflasyon düzeltme farkları, yedekler gibi iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarına ilişkin iki ayrı inceleme yapılmıştır.

Çalışmada hem hisse senedi şeklinde kâr dağıtarak hem de iç kaynaklar kullanılarak yapılacak sermaye artırımlarına ilişkin duyurular ya da hem bedelsiz hem bedelli sermaye artırımının birlikte yapıldığı durumlar dikkate alınmamıştır. Dolayısıyla her bir sermaye artırımı yönteminin tek başına kamuya duyurulduğu özel durum açıklamaları analizde kullanılmıştır.

5.3. Kullanılan Yöntem

Hisse senetleri fiyatlarının sermaye artırım kararlarından etkilenip etkilenmediğini bulmak üzere 2003-2007 yılları arasında sermaye artırımı duyuruları bir önceki bölümde belirtildiği üzere rüçhan hakkı kullanılarak yapılan sermaye artırımlarına ilişkin duyurular, rüçhan hakkı kısıtlanarak yapılan sermaye artırımlarına ilişkin duyurular, iç kaynaklar kullanılarak yapılan sermaye artırımlarına ilişkin duyurular, geçmiş yıl kârı kullanılarak yapılan sermaye artırımlarına ilişkin duyurular olmak üzere dörde ayrılmıştır. Hisse senetlerinin getirilerinin hesaplanmasında sermaye artırımı duyurusunun yapıldığı günün 20 gün öncesi ve sermaye artırımı duyurusunun yapıldığı gün de dahil olmak üzere 20 gün sonrasındaki hisse senetlerinin kapanış fiyatları esas alınmıştır.

Her bir şirketin hisse senetleri için sermaye artırımı kararının kamuya duyurulduğu tarihten önce ve sonraki anormal getiriler hesaplanmıştır. Her bir hisse senedinin sistematik riskinin İMKB Ulusal 100 Endeksi'nin sistematik riskine eşit olduğu kabul edilmiş, dolayısıyla CAPM denklemindeki betanın her bir hisse senedi için 1 olduğu varsayılmıştır.

Bir hisse senedine ilişkin anormal getiri (piyasaya göre düzeltilmiş getiri), o hisse senedinin endeks üzerinde elde ettiği getiri olarak belirlenmiştir. j hisse senedinin t günündeki anormal getirisi $AR_{j,t}$ ile belirtilmektedir. $R_{j,t}$ hisse senedinin getirisini, $R_{m,t}$ endeksin getirisini göstermektedir. Bu çerçevede formül aşağıdaki gibi olmaktadır.

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - R_{m,t} \qquad \textbf{(F1)}$$

Hisse senetlerinin t günündeki getirisi, bir önceki güne göre fiyatında görülen oransal artıştır. Benzer şekilde endeksin t günündeki getirisi bir önceki güne göre

değerinde meydana gelen oransal artıştır. Bu çerçevede formül aşağıdaki gibi ifade edilebilecektir.

$$R_{j,t} = \frac{R_{j,t} - R_{j,t-1}}{R_{j,t-1}} \quad \textbf{(F2)}$$

$$R_{m,t} = \frac{R_{m,t} - R_{m,t-1}}{R_{m,t-1}} \quad \textbf{(F3)}$$

Gün bazında piyasaya göre düzeltilmiş getirinin hesaplanması için her bir hisse senedinin t günündeki anormal getirilerinin ortalamaları alınmıştır. Örneklemde N tane hisse senedinin olduğu varsayıldığında gün bazında piyasaya göre düzeltilmiş getiri;

$$\overline{AR_t} = \sum_{j=1}^{N} \frac{AR_{j,t}}{N} \quad \textbf{(F4)}$$

formülü ile hesaplanacaktır. k gününden m gününe kadarki dönemde hisse senetlerinin birikimli ortalama anormal getirisi ise aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanacaktır.

$$CAR_{k,m} = \sum_{T=k}^{m} \overline{AR_T} \quad \textbf{(F5)}$$

Duyurunun yapıldığı dönemden önce ve sonra gün bazında anormal getirinin ve birikimli ortalama anormal getirinin elde edilip edilmediğini sınamak için aşağıdaki hipotezler test edilmiştir.

H_0: Hisse senetlerinin getirileri sermaye artırımı duyurularından etkilenmemektedir.

H_1: Hisse senetlerinin getirileri sermaye artırımı duyurularından etkilenmektedir.

Gün bazında anormal getiri ve birikimli ortalama anormal getiri verilerinin H_0 hipotezindeki değerden (sıfır değeri) farklı olup olmadığı Statistical Program For Social Science (SPSS) programı yardımıyla tek örneklem t testi ile test edilmiştir. H_0 hipotezinin reddedildiği durumlarda H_1 hipotezinin doğru olduğu kabul edilmiştir.

5.3.1. Bedelli Sermaye Artırımlarına İlişkin Analiz

Bedelli sermaye artırımı yapılacağına ilişkin duyurular rüçhan hakkı kullanımının izin verildiği ve rüçhan hakkı kullanımının kısıtlandığı durumlar olmak üzere iki grupta incelenmiştir. Analiz sonucunda aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

5.3.1.1. Rüçhan Hakkı Kullandırılarak Yapılan Sermaye Artırımları

2003-2007 yılları arasında kamuya duyurulan rüçhan hakkı kullanımına izin verildiği sermaye artırımlarından 58 adeti analiz kapsamına alınmıştır. Sermaye artırımı duyurusunun yapıldığı günden önceki 20 gün ile sermaye artırımı duyurusunun yapıldığı gün de dahil olmak üzere duyurudan sonraki 20 gün içinde hisse senetlerinin anormal getirileri hesaplanmıştır.

Duyurunun yapıldığı günün 5 gün öncesi ile duyurunun yapıldığı gün ile sonrasındaki 4 günde hisse senetlerinin piyasaya göre düzeltilmiş ortalama getirileri

hesaplanmıştır. Her bir hisse senedi için hesaplanan günlük anormal getiriler $p < 0,05$ anlamlılık düzeyinde tek örneklem t testi ile sınanmıştır.

Buna göre ulaşılan sonuçlar Tablo 4'te yer almaktadır. Duyurunun yapıldığı gün $t = 0$ olarak gösterilmektedir.

Tablo 4: Rüçhan Hakkı Kullandırılarak Yapılan Sermaye Artırımlarında Gün Bazında Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatistiksel Sonuçlar

Gün (t)	Ortalama AR	p değeri	H_0 Hipotezi
-5	0,00219	0,609	Kabul edilir.
-4	0,00067	0,874	Kabul edilir.
-3	0,00114	0,810	Kabul edilir.
-2	0,00650	0,162	Kabul edilir.
-1	0,01778	0,011	Reddedilir.
0	-0,00636	0,314	Kabul edilir.
1	-0,01436	0,033	Reddedilir.
2	-0,01124	0,012	Reddedilir.
3	0,00397	0,391	Kabul edilir.
4	-0,00060	0,862	Kabul edilir.

Yukarıda yer alan Tablo 4'ün sonuçlarına göre; analiz edilen 10 günün 6'sında endeksin üzerinde bir getiri elde etmek mümkün olmuştur. Ancak sermaye artırımı duyurusu öncesindeki gün dışında getirilerin hiçbirinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Duyurunun yapılmasından bir gün önce hisse senedinin anormal getirisi pozitif olmaktadır. Duyurunun yapılmasından sonraki iki günde ise hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri negatiftir. Yatırımcılar, rüçhan hakkının kullanıldığı sermaye artırımı duyurularından sonraki iki günde piyasaya göre düşük getiri elde etmektedir.

Ayrıca sermaye artırımı kararı duyurusunun belirli dönemlerdeki birikimli ortalama anormal getirilerinin test edilmesi sonucunda aşağıda yer alan Tablo 5'e ulaşılmıştır.

Tablo 5: Rüçhan Hakkı Kullandırılarak Yapılan Sermaye Artırımlarında Birikimli Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatistiksel Sonuçlar

Dönem (k,m)	CAR	p değeri	H_0 Hipotezi
CAR (-20,-1)	0,00143	0,164	Kabul edilir.
CAR (0,19)	-0,00216	0,167	Kabul edilir.
CAR (-5,-1)	0,00567	0,069	Kabul edilir.
CAR (0,4)	-0,00566	0,014	Reddedilir.
CAR (-1,-3)	0,00847	0,048	Reddedilir.
CAR (1,3)	-0,00716	0,018	Reddedilir.
CAR (-1,-2)	0,01216	0,014	Reddedilir.
CAR (0,1)	-0,01052	0,044	Reddedilir.

Tablo 5'ten de görülebileceği gibi 58 sermaye artırımı duyurusuna ilişkin yapılan analizde (-1,-3) ve (-1,-2) işlem günlerinde pozitif getiri elde edebilmek mümkündür. Ancak sermaye artırımı duyurusunun yapılmasından sonraki (0,4), (0,1) ve (1,3) dönemlerinde hisse senetlerinin getirileri endeksin getirisinin altına düşmektedir. Bu verilerin istatistiksel olarak da anlamlı olduğu bulunmuştur.

Yapılan analizler sonucunda rüçhan hakkı kullanımına izin verildiği sermaye artırımı kararlarına ilişkin duyuruların yatırımcılar tarafından olumsuz bir bilgi olarak algılandığı ve duyurudan sonraki 4 günde piyasa getirisinin altında bir getiri elde edildiği anlaşılmıştır.

5.3.1.2. Rüçhan Hakkı Kısıtlanarak Yapılan Sermaye Artırımları

2003-2007 yılları arasında kamuya duyurulan rüçhan hakkı kullanımının kısıtlandığı 16 adet sermaye artırımı duyurusu analiz kapsamına alınmıştır. Sermaye artırımı duyurusunun yapıldığı günden önceki 5 gün ile sermaye artırımı duyurusunun yapıldığı gün de dahil olmak üzere duyurudan sonraki 5 gün içinde hisse senetlerinin anormal getirileri hesaplanmış, günlük anormal getiriler $p < 0,05$ anlamlılık düzeyinde tek örneklem t testi ile sınanmıştır.

Tablo 6: Rüçhan Hakkı Kısıtlanarak Yapılan Sermaye Artırımlarında Gün Bazında Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatistiksel Sonuçlar

Gün (t)	Ortalama AR	p değeri	H_0 Hipotezi
-5	-0,00481	0,462	Kabul edilir.
-4	-0,00088	0,908	Kabul edilir.
-3	-0,00381	0,448	Kabul edilir.
-2	0,00069	0,891	Kabul edilir.
-1	-0,00269	0,631	Kabul edilir.
0	0,01400	0,165	Kabul edilir.
1	0,00719	0,503	Kabul edilir.
2	-0,00019	0,984	Kabul edilir.
3	-0,00844	0,338	Kabul edilir.
4	-0,00881	0,281	Kabul edilir.

Tablo 6'da sermaye artırımı kararına ilişkin özel durum açıklamasının yapıldığı gün ile bir sonraki günde hisse senetlerinin anormal getirilerinin pozitif olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle (0,1) işlem günlerinde yatırımcılar endeks üzerinde getiri elde etme imkanına sahiptir. Ancak bu bulgunun rastlantısal mı yoksa gerçek bir durum mu olduğunu belirlemek için t testine tabi tutulmuştur. T testinden elde edilen verilere göre rüçhan hakkı kullanımının kısıtlandığı sermaye artırımı

duyurularının hisse senedi getirilerindeki pozitif etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Sermaye artırımı duyurularının belirli dönemlerdeki birikimli ortalama anormal getirileri de analiz edilmiştir. Ulaşılan sonuçlar Tablo 7'de gösterilmektedir.

Tablo 7: Rüçhan Hakkı Kısıtlanarak Yapılan Sermaye Artırımlarında Birikimli Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatistiksel Sonuçlar

Dönem (k,m)	CAR	p değeri	H_0 Hipotezi
CAR (-20,-1)	-0,00025	0,852	Kabul edilir.
CAR (0,19)	-0,00112	0,475	Kabul edilir.
CAR (-5,-1)	-0,00238	0,218	Kabul edilir.
CAR (0,4)	0,00088	0,814	Kabul edilir.
CAR (-1,-3)	-0,00200	0,431	Kabul edilir.
CAR (1,3)	0,00387	0,305	Kabul edilir.
CAR (-1,-2)	-0,00100	0,814	Kabul edilir.
CAR (0,1)	0,01062	0,204	Kabul edilir.

Tablo 7'de sermaye artırımı duyurusunun yapıldığı gün ile sermaye artırımı sonrasındaki 4 gün içerisinde birikimli anormal getirilerin pozitif olduğu görülmektedir. Ancak p değeri 0,05'ten daha büyük olduğundan, bu sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna varılmıştır.

Yapılan analizler sonucunda rüçhan hakkı kullanımının kısıtlandığı bedelli sermaye artırımına ilişkin duyuruların hisse senetleri fiyatları üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı bulunmuştur.

5.3.2. Bedelsiz Sermaye Artırımlarına İlişkin Analiz

Sermaye piyasalarımızda bedelsiz sermaye artırımı duyurularının hisse senedi fiyatlarında etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Bu kapsamda bedelsiz sermaye artırımları kullanılan kaynağa göre sınıflandırılarak iç kaynaklar kullanılarak yapılan

sermaye artırımları ve geçmiş yıl kârı kullanılarak yapılan sermaye artırımları olmak üzere iki grupta ele alınmıştır.

5.3.2.1. İç Kaynaklar Kullanılarak Yapılan Sermaye Artırımları

2003-2007 yılları arasında enflasyon düzeltme farkları, yedekler, yeniden değerleme fonları gibi iç kaynaklar kullanılarak yapılması kararlaştırılan sermaye artırımı duyurularından 58 tanesinin ortalama anormal getirileri ile birikimli ortalama anormal getirileri analiz edilmiştir.

Sermaye artırımı duyurusunun yapıldığı günden önceki 5 işlem gününden duyurunun yapıldığı günden sonraki 4 işlem gününde elde edilen ortalama anormal getiriler aşağıdaki gibidir.

Tablo 8: İç Kaynaklar Kullanılarak Yapılan Sermaye Artırımlarında Gün Bazında Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatistiksel Sonuçlar

Gün (t)	Ortalama AR	p değeri	H_0 Hipotezi
-5	0,00281	0,661	Kabul edilir.
-4	0,00121	0,763	Kabul edilir.
-3	-0,00469	0,229	Kabul edilir.
-2	0,00109	0,784	Kabul edilir.
-1	0,00386	0,459	Kabul edilir.
0	-0,00709	0,603	Kabul edilir.
1	-0,00090	0,863	Kabul edilir.
2	0,00076	0,868	Kabul edilir.
3	0,00547	0,128	Kabul edilir.
4	-0,00116	0,814	Kabul edilir.

Yukarıda yer alan Tablo 8'den de görüleceği üzere sermaye artırımı duyurusunun yapılmasından sonra 2. ve 3. günlerde hisse senetlerinin getirisi endeksin getirisinden yüksektir. Ancak yapılan t testinde, alınan sonucun istatistiksel

olarak anlamlı olmadığı bulunmuştur. Dolayısıyla iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarının hisse senetlerinin getirileri üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır.

Aynı analiz hisse senetlerinin seçilen dönemlerdeki birikimli ortalama anormal getirilerinin test edilmesinde de kullanılmıştır.

Tablo 9: İç Kaynaklar Kullanılarak Yapılan Sermaye Artırımlarında Birikimli Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatistiksel Sonuçlar

Dönem (k,m)	CAR	p değeri	H_0 Hipotezi
CAR (-20,-1)	0,00157	0,166	Kabul edilir.
CAR (0,19)	-0,00043	0,770	Kabul edilir.
CAR (-5,-1)	0,00081	0,698	Kabul edilir.
CAR (0,4)	-0,00059	0,864	Kabul edilir.
CAR (-1,-3)	0,00007	0,981	Kabul edilir.
CAR (1,3)	0,00181	0,533	Kabul edilir.
CAR (-1,-2)	0,00250	0,476	Kabul edilir.
CAR (0,1)	-0,00398	0,577	Kabul edilir.

Tablo 9'dan sermaye artırımı duyurusunun yapıldığı gün ile bir sonraki gün hisse senetlerinin getirilerinin piyasanın getirisinden daha az olduğu görülmektedir. Ancak p değerlerinin her bir dönem için 0,05'ten yüksek olması söz konusu sonuçların rastlantısal olduğunu ve iç kaynaklardan sermaye artırımı kararı alındığına ilişkin duyurunun yatırımcılar üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını göstermektedir.

5.3.2.2. Geçmiş Yıl Kârından Yapılan Sermaye Artırımları

Şirketler, bir önceki faaliyet döneminde elde ettikleri kârlarını, ortaklara nakit olarak dağıtmak yerine hisse senedi biçiminde dağıtarak kârı şirkette bırakmayı

tercih edebilmektedirler. Kârın hisse senedi şeklinde dağıtılacağına ilişkin duyurunun hisse senetlerinin getirisi üzerinde etkisini analiz edebilmek için 2003-2007 yıllarında geçmiş yıl kârından sermaye artırımı yapan 23 şirketin hisse senetleri inceleme kapsamına alınmıştır. Hisse senedi şeklinde kâr dağıtımı yapılacağı ile nakit kâr dağıtımı yapılacağına ilişkin açıklamaların birlikte yapıldığı duyurular analize alınmamıştır.

Sermaye artırımı duyurularının yapıldığı günden önceki 5 gün ile sonrasındaki 4 gün için hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri bulunmuş, bu verilerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı t testi ile sınanmıştır.

Tablo 10: Geçmiş Yıl Kârından Yapılan Sermaye Artırımlarında Gün Bazında Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatistiksel Sonuçlar

Gün (t)	Ortalama AR	p değeri	H_0 Hipotezi
-5	0,00030	0,910	Kabul edilir.
-4	0,00600	0,303	Kabul edilir.
-3	-0,00309	0,352	Kabul edilir.
-2	0,00087	0,874	Kabul edilir.
-1	-0,00822	0,034	Reddedilir.
0	0,00222	0,722	Kabul edilir.
1	0,01196	0,026	Reddedilir.
2	-0,00909	0,475	Kabul edilir.
3	-0,00235	0,645	Kabul edilir.
4	-0,00052	0,858	Kabul edilir.

Elde edilen bulgulardan, Tablo 10'dan, kârın, hisse senedi olarak ortaklara dağıtılması kararının kamuya duyurulduğu gün ve sonrasındaki ilk gün hisse senetlerinden anormal getiri elde edilebildiği görülmektedir. Ancak duyurunun yapıldığı gün için bu sonuç %95 güven aralığı seviyesinde anlamlı bir bilgi

olmamaktadır. Duyurudan sonraki gün ise piyasa getirisi üzerinde bir getiri elde edildiği ve bunun istatistiki olarak da anlamlı olduğu görülmektedir. Yatırımcılar duyurunun yapıldığı gün ya da öncesinde hisse senedi alıp ertesi gün sattıklarında piyasa getirisinin üzerinde bir getiri elde edebileceklerdir.

Hisse senetlerinin belirlenen dönemlerdeki birikimli ortalama anormal getirileri de incelenmiştir. Hisse senetlerinin belirlenen (-20,-1), (0,19), (-5,-1), (0,4), (-1,-3), (1,3), (-1,-2), (0,1) işlem dönemlerindeki birikimli ortalama anormal getirileri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 11: Geçmiş Yıl Kârından Yapılan Sermaye Artırımlarında Birikimli Düzeltilmiş Getirilere İlişkin Elde Edilen İstatistiksel Sonuçlar

Dönem (k,m)	CAR	p değeri	H_0 Hipotezi
CAR (-20,-1)	0,00000	1,000	Kabul edilir.
CAR (0,19)	-0,00104	0,363	Kabul edilir.
CAR (-5,-1)	-0,00078	0,665	Kabul edilir.
CAR (0,4)	0,00030	0,924	Kabul edilir.
CAR (-1,-3)	-0,00335	0,109	Kabul edilir.
CAR (1,3)	0,00017	0,972	Kabul edilir.
CAR (-1,-2)	-0,00370	0,153	Kabul edilir.
CAR (0,1)	0,00713	0,084	Kabul edilir.

Tablo 11'den de görüldüğü üzere birikimli ortalama anormal getiriler, (0, 4), (1,3) ve (0,1) dönemlerinde pozitif değerler almıştır. (0,1) dönemindeki CAR değeri %90 güvenilirlik seviyesinde anlamlıdır.

Yapılan analizlerden kârın hisse senedi şeklinde bedelsiz olarak dağıtılacağı duyurusunun hisse senetleri fiyatları üzerinde pozitif bir etkisinin olduğunu, hisse senetlerinin getirilerinin arttığı ve piyasa getirisi üzerinde getiri elde edebilmenin mümkün olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ

Şirketlerin, finansman ihtiyaçlarını borçlanmayla mı, yoksa özkaynaklar yoluyla mı (sermaye artırımı) karşılayacağının belirlenmesinde, sermaye yapılarındaki değişmelerin, sermaye maliyeti ve şirket değeri üzerindeki yaratacağı etkinin bilinmesi önem taşımaktadır. Literatürde konuya ilişkin farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlardan net gelir yaklaşımında, borçlanmanın tüm kaynaklar içerisindeki oranı arttıkça, ortalama sermaye maliyetinin düşeceği ve şirket değerinin artacağı kabul edilirken; net faaliyet geliri yaklaşımında borçlanma arttıkça, özkaynak maliyetinin arttığı, bu nedenle ortalama sermaye maliyetinin ve şirket değerinin değişmediği savunulmaktadır. Geleneksel yaklaşıma göre şirketlerin tek bir optimal sermaye yapısı vardır ve sermaye yapısı değiştikçe şirketin ortalama sermaye maliyeti ve şirket değeri değişmektedir. Modigliani-Miller yaklaşımında, sermaye yapısının ortalama sermaye maliyeti ve şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Diğer öne çıkan yaklaşımlarda ise verginin, temsilci maliyetlerinin ve finansal zorluk derecesinin sermaye yapısının belirlenmesinde etkili olduğu savunulmaktadır.

Şirketlerin sermaye yapısı tercihlerinde, sermaye arıtımı sonrasında oluşacak yeni hisse dağılımının, genel ekonomik durumun, endüstrinin özelliklerinin, yasal mevzuatın, borç verecek tarafların davranış ve tepkilerinin ve finansman maliyetlerinin de etkili olduğu bilinmektedir.

Şirketlerin, finansman yöntemlerinden sermaye artırımını tercih etmeleri durumunda ise yeni hisse senedi ihraç edilerek ek finansman mı sağlanacağı, yoksa

elde edilen kârın şirkette bırakılarak ya da iç kaynaklar sermayeye ilave edilerek mi sermaye artırımı yapılacağına karar verilmesi gerekecektir.

Bir şirketin esas sermayesine karşılık olan hisse senetlerinin bedellerinin ödenmiş olması durumunda, yeni hisse senedi ihraç etmesine sermaye artırımı adı verilmektedir. Şirketlerin iç kaynaklarından ya da geçmiş yıl kârlarından yapılan ve ihraç edilen hisse senetlerinin bir bedel almaksızın ortaklara dağıtılmasıyla gerçekleştirilen sermaye artırımları bedelsiz sermaye artırımı olarak tanımlanırken, ihraç edilen hisse senetlerinin nominal değerinden veya daha yüksek bir fiyattan satılması ile gerçekleştirilen sermaye artırımları bedelli sermaye artırımı olarak tanımlanmaktadır.

Bedelli sermaye artırımı duyurularının, şirket hisse senedi fiyatı üzerinde etkisine ilişkin farklı görüşler yer almaktadır. Ancak literatürde hisse senetlerinin fiyatının, bedelli sermaye artırımı duyurusu sonrasında düşeceğine ilişkin görüşlerin ağırlıkta olduğu görülmektedir. Bedelli sermaye artırımı duyurularından sonra hisse senedi fiyatlarının negatif yönde hareket etmesinin nedenleri temel olarak aşağıdaki gibidir.

a. Sermaye artırımı sonucunda tedavüldeki hisse senedi sayısı artmaktadır. Bu ise özellikle etkin olmayan piyasalarda hisse senedi fiyatı üzerinde düşürücü yönde bir baskı yaratmaktadır.

b. Yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi problemi bedelli sermaye artırımı duyuruları sonrasında hisse senetlerinin fiyatının düşmesine neden olmaktadır. Yöneticilerin, sermaye artırımlarından sağladıkları fonu, kötü yatırımlarda kullanacağı beklentisi, yöneticilerin bedelli sermaye artırımı yoluyla finansmanı, hisse senetlerinin aşırı değerlendiği zamanlarda tercih ettikleri

düşüncesi, sermaye artırımı duyurusundan sonra hisse senetlerinin fiyatında düşüş görülmesine neden olmaktadır.

c. Yatırımcılar, bedelli sermaye artırımı duyurusunu, şirketin faaliyetlerinden yeterli kazanç sağlayamadığı ve bu nedenle nakit sıkıntısı içerisinde olduğu şeklinde yorumlamaktadır. Şirketin finansal durumunun kötü olarak algılanması nedeniyle bedelli sermaye artırımı duyurusu sonrasında hisse senetlerinin fiyatı düşmektedir.

d. Yöneticiler, gelecekteki kazançları ile karşılayabilecekleri kadar borçlanmayı tercih etmektedir. Fon ihtiyacının, sermaye artırımı ile karşılanmasına karar verildiğinde, yatırımcılar bu durumu, şirketin gelecek kazançlarının düşmesinin beklendiği şeklinde algılamaktadır. Bu durum hisse senetleri fiyatını negatif yönde etkilemektedir.

Bedelsiz sermaye artırımları ise sadece özkaynak kalemlerinde bir değişiklik yaratmakta, dolayısıyla şirkete ek bir değer yaratmamaktadır. Bedelsiz sermaye artırımı sonucunda ek bir değer yaratılmadan sadece hisse senedi sayısında artış olması nedeniyle hisse senedinin fiyatının düşmesi beklenmektedir. Ancak yapılan çalışmalarda genellikle bedelsiz sermaye artırımları duyurusu sonrasında hisse senetlerinin fiyatının yükseldiği görülmektedir. Bunların en önemli nedenleri aşağıdaki gibidir.

i. Bedelsiz sermaye artırımları sonrasında hisse senedi fiyatının düşmesi o hisse senedinin alım satımını kolaylaştırmakta, yatırımcı tabanı genişlemektedir. Bu ise hisse senedi fiyatının bedelsiz sermaye artırımlarından sonra tekrar yükselmesini sağlamaktadır.

ii. Finansman yöntemi olarak bedelsiz sermaye artırımının tercih edilmesi, yöneticilerin geleceğe yönelik olumlu beklentilerinin olduğunu göstermektedir. Bu nedenle bedelsiz sermaye artırımları sonrasında hisse senetlerinin değeri artmaktadır.

iii. Bedelsiz sermaye artırımları sonrasında dağıtılabilecek temettü miktarı azalmaktadır. Dolayısıyla yöneticiler gelecekte ortaklara yüksek oranlarda temettü verecekleri beklentisinde olduklarında bedelsiz sermaye artırımı yapmayı tercih etmektedir. Bu durum ise duyurudan sonra hisse senetlerinin fiyatının artmasına yol açmaktadır.

Bu çalışmada esas olarak ülkemizde sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerden 2003-2007 yılları arasında sermaye artırımı yapanların, hisse senedi fiyatlarında sermaye artırımı duyurularının etkili olup olmadığı araştırılmıştır. Bu çerçevede sermaye artırımı kararları bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı kararları olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Bedelli sermaye artırımlarında rüçhan hakkı kullanımına izin verilen sermaye artırımları ile rüçhan hakkı kullanımına izin verilmeyen sermaye artırımlarına; bedelsiz sermaye artırımlarında ise kârın, hisse senedi şeklinde dağıtılması nedeniyle yapılan sermaye artırımları ile enflasyon düzeltme farkları, yedekler gibi iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarına ilişkin iki ayrı inceleme yapılmıştır. Analizde her bir sermaye artırımı yönteminin tek başına kamuya duyurulduğu açıklamalar dikkate alınmıştır. Sermaye artırımı duyurusu yapan şirketlerin hisse senetleri fiyatlarında görülen anormal getiriler tek örneklem t testi ile test edilmiştir.

Rüçhan haklarının kullanıldığı bedelli sermaye artırımlarına ilişkin analizde, sermaye artırımı duyurusundan önceki (-1,-3) ve (-1,-2) işlem günlerinde pozitif

getiri elde edilebildiği bulunmuştur. Bu sonuç bedelli sermaye artırımı duyuruları öncesinde hisse senetlerinde aşırı getiri olduğunu, yöneticilerin bilgi asimetrisi nedeniyle fiyatların çok yükseldiği dönemlerde bedelli sermaye artırımını tercih ettikleri görüşüyle uyumludur. Sermaye artırımı duyurusunun yapılmasından sonraki (0,4), (0,1) ve (1,3) işlem dönemlerinde ise hisse senetlerinin getirileri endeksin getirisinin altına düşmektedir. Bu durum ise rüçhan haklarının kullanılacağının belirtildiği bedelli sermaye artırımı duyurularının ülkemizde hisse senetleri fiyatlarını negatif yönde etkilediğini göstermektedir.

Rüçhan haklarının kısıtlandığı bedelsiz sermaye artırımlarına ilişkin yapılan analizde ise duyuruların hisse senetleri fiyatları üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı belirlenmiştir. Şirketler genel olarak bu tür sermaye artırımlarını birleşmelerde, satın almalarda, hakim ortağa tahsisli satışlarda, bilgi asimetrisinin yüksek olduğu durumlarda tercih etmektedir. Dolayısıyla rüçhan haklarının kısıtlanacağının yatırımcılar tarafından zaten beklendiği durumlarda, şirketlerin bu yönde duyuru yapması hisse senetleri fiyatları üzerinde önemli bir etki yaratmamaktadır. Ancak rüçhan haklarının kısıtlanması beklenirken, kısıtlanmayacağına ilişkin bir duyuru yapılması durumunda ya da rüçhan haklarının kullandırılması beklenirken kısıtlanacağına ilişkin bir duyuru yapılması durumunda şirketlerin hisse senetleri fiyatları etkilenecektir.

Analiz sonuçları iç kaynaklar kullanılarak yapılan bedelsiz sermaye artırımı duyurularının da yatırımcıların algısı üzerinde belirli bir etkisinin olmadığını göstermektedir. İç kaynaklardan yapılan sermaye artırımının şirkete ek bir değer sağlamamasının bu sonuçta etkili olduğu düşünülmektedir.

Kârın hisse senedi şeklinde bedelsiz olarak dağıtılacağı duyurusunun ise hisse senetleri fiyatları üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu bulunmuştur. Sermaye artırımı duyurusunun yapılmasından sonraki (0,1) işlem günlerinde piyasa getirisi üzerinde getiri elde edebilmek mümkündür. Hisse senetleri fiyatında, geçmiş yıl kârları kullanılarak sermaye artırımı yapılacağı duyurusundan sonra görülen yükselişte, ortakların temettünün hisse senedi olarak dağıtılmasını, temettü dağıtılmaması kararına göre daha olumlu karşılamalarının ve yatırımcıların bedelsiz olarak elde ettikleri hisse senetlerini piyasada satarak nakit sağlayabilmelerinin mümkün olmasının etkili olduğu düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

Akhigbe, Aigbe, Melinda Newman ve Assem Safieddine, "Market Expectations And The Valuation Effects of Equity Issuance", **The Journal of Financial Research**, Vol.XXIX, No.2, 2006, s. 253-269.

Akkranupornpong, Jirawat ve Brian H. Kleiner, "When to Issue the Company Stock", **Management Research News**, vol. 27, no. 4/5, 2004, s. 82-90.

Atlan, Mikail ve Diğerleri, **Uygulamalı Finans-Örnek Problemler ve Çözümleri**, Atlas Kitabevi, Konya, 2004.

Baker, Malcolm ve Jeffrey Wurgler, **A Catering Theory of Dividends**, National Bureau of Economic Research, Inc., Working Paper 9542, Cambridge, 2003.

Barak, Osman, **Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri – İMKB'de Bir Uygulama-**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, 2006.

Batchelor, Roy ve İsmail Orakçıoğlu, "Event-related GARCH: The Impact Of Stock Dividends In Turkey", **Applied Financial Economics**, vol. 13, Issue 4, April, 2003, s. 295-307.

Boztosun, Derviş, **Temettü Dağıtma Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, 2006.

Broyles Jack, Ian Cooper ve Simon Archer, **Financial Management Handbook**, Second Edition, Gower Publishing Company Limited, Aldershot, Hants, England, 1983.

Büyüktortop, Müge, **Çokuluslu Şirketlerde Sermaye Yapısı ve İMKB'de Bir Uygulama**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Finansman Bilim Dalı, 2007.

Chowdhury, Dhiman ve Zahirul Hoque, "Profit Sharing and Corporate Performance: Some Evidence From Bangladesh", **The International Journal of Accounting**, Vol:33, No:4, 1998, s. 469-481.

D'Mello, Ranjan, Oranee Tawatnuntachai ve Devrim Yaman, "Why do Firms Issue Equity After Splitting Stocks?", **The Financial Review**, 38, 2003, s. 323-350.

Eckbo, B. Espen, Ronald W. Masulis ve Øyvind Norli, "Seasoned Public Offerings: Resolution of The 'New Issues Puzzle'", **Journal of Financial Economics**, 56, 2000, s. 251-291.

Fama, Eugene F. ve Kenneth R. French, "Financing Decisions: Who Issues Stock?", **Journal of Financial Economics**, 76, 2005, s. 549-582.

Fargher, Neil L., Robert A. Weigand, "Changes In The Stock Price Reaction of Small Firms To Common Information", **The Journal of Financial Research**, vol. 21, no.1, 1998, s. 105-121.

Frijns, Bart ve Diğerleri, "Stock Price Performance of Seasoned Equity Offerings: Completed vs Withdrawn", **Managerial Finance**, vol. 32, no. 3, 2006, s. 234-246.

Graham, John R., Alok Kumar, "Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors", **The Journal of Finance**, vol. LXI, no.3, 2006, s. 1305-1336.

Groth, John C., Ronald C. Anderson, "Capital Structure: Perspective for Managers", **Management Decision**, vol. 35, no. 7, 1997, s. 552-561.

Halabak, Didem, **Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri ve Türkiye'de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Etkileyen Faktörler**, Marmara ;Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2006.

Horne, James C. Van, **Financial Management and Policy**, Sixth Edition, Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, New Jersey, 1983.

Hovakimian, Armen, Gayane Hovakimian ve Hassan Tehranian, "Determinants of Target Capital Structure: The Case Of Dual Debt and Equity Issues", **Journal of Financial Economics**, Vol. 71, Issue 3, 2004, s. 517-540.

Kabakçı, Yurdagül, **Sermaye Yapısının Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, 2007.

Kabir, Rezaul, Peter Roosenboom, "Can The Stock Market Anticipate Future Economic Performance? Evidence From Equity Rights Issues", **Journal of Corporate Finance**, 9, 2003, s. 93-113.

Karaca, Süleyman Serdar, **Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir İnceleme**, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2007.

Karan, Mehmet Baha, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004.

Karslı, Muharrem, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Alfa Yayınları, 5. Basım, 2004.

Keane, Simon M., **Stock Market Efficiency-Theory, Evidence, Implications**, Philip Allan Publishers Limited, Oxford, 1985.

Kıyılar, Murat, **Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İrdelenmesi-Test Edilmesi-**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1997s. 362.

Kolb, Robert W. ve Ricardo J. Rodriguez, **Finansal Yönetim**, Çev. Ali İhsan Karacan, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1996.

Krishnamurthy, Srinivasan ve Diğerleri, "Does Investor Identity Matter In Equity Issues? Evidence From Private Placements", **Journal Of Financial Intermediation**, Vol. 14, 2005, s. 210-238.

Küçüksözen, Cemal, **Finansal Bilgi Manipülasyonu: Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları ve İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2005.

Lyroudi, Katerina, Apostolos Dasilas ve Antonios Varnas, "The Valuation Effects of Stock Splits in Nasdaq", **Managerial Finance**, vol.32, no. 5, 2006, s. 401-414.

Miglo, Anton, "Debt-Equity Choice As A Signal Of Earnings Profile Over Time", **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 47, 2007, s. 69-93.

Oruç, Bora, **Temettü Ödemelerinin Hisse Senedi Değeri Üzerindeki Etkileri - İMKB 30 Şirketleri Örneği -**, Sermaye Piyasası Kurulu, Araştırma Raporu, 2005.

Özçam, Mustafa, **Hisse Senetleri Fiyatlarını Belirleyen Unsurlar ve Türkiye**, Yeterlik Araştırması, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1990.

Salamudin, Norhana, Mohamed Ariff ve Annuar Md Nassir, "Economic Influence On Rights Issue Announcement Behavior In Malaysia", **Pasific-Basin Finance Journal**, 7, 1999, s. 405-427.

Sheimo, Michael D., **The Facts and The Fiction Stock Market Rules**, Irwin, Chicago, 1994.

Teweles Richard J. and Edward S. Bradley, **The Stock Market**, John Wiley and Sons, New York, 1988.

Travlos, Nickolaos, Lenos Trigeorgis ve Nikos Vafeas, "Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes In An Emerging Stock Market: The Case Of Cyprus", **Multinational Finance Journal**, vol. 5, no.2, 2001, s. 87–112.

Elektronik Kaynaklar

www.imkb.gov.tr

www.spk.gov.tr

EKLER

EK 1: Rüçhan Hakkı Kullandırılarak Yapılan Bedelli Sermaye Artırımı Örnekleri[66]

Sermaye Artırımı Yapan Şirket	Sermaye Artırımı Duyurusunun Yapıldığı Yıl
ECBYO	2003
GRNYO	2003
IHLAS	2003
BROVA	2003
BOYNR	2003
DNZYO	2003
IHLAS	2003
TBORG	2003
UNTAR	2004
AVIVA	2004
DNZYO	2004
BROVA	2004
ECBYO	2004
ISAMB	2004
ATSYO	2004
EMKEL	2004
ARFYO	2004
AVRSY	2004
YTFYO	2004
ALCTL	2004
DARDL	2004
MEMSA	2004
MMART	2004
ARFYO	2005
BROVA	2005
PENGD	2005
DNZYO	2005
ISAMB	2005
USAK	2005
YTFYO	2005
DYOBY	2005
AYCES	2005
GSDHO	2005
AVIVA	2005
ALYAG	2005
GLYHO	2005
PEGYO	2005

[66] Şirketlerin hisse senedi kodları ile yer aldıkları endeksler http://imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx sayfasında yer alan *Endeks Kapsamındaki Şirketler (Cari Durum)* başlıklı dosyada yer almaktadır.

Sermaye Artırımı Yapan Şirket	Sermaye Artırımı Duyurusunun Yapıldığı Yıl
IHLAS	2005
YTFYO	2005
DNZYO	2005
INFYO	2005
GSDHO	2006
KLBMO	2006
ARFYO	2006
BOYNR	2006
KARSN	2006
TEBNK	2006
GRNYO	2006
ISAMB	2006
PEGYO	2006
SEKFK	2006
ATAYO	2006
GLYHO	2007
KARSN	2007
SEKFK	2007
TBORG	2007
KLBMO	2007
SAGYO	2007

EK 2: Rüçhan Hakkı Kısıtlanarak Yapılan Bedelli Sermaye Artırımı Örnekleri[67]

Sermaye Artırımı Yapan Şirket	Sermaye Artırımı Duyurusunun Yapıldığı Yıl
AKBNK	2006
ARAT	2004
ARAT	2006
DGZTE	2007
DOGUB	2004
DYHOL	2006
DYOBY	2006
DYOBY	2007
EMKEL	2004
GLYHO	2004
KRDMD	2003
MAKTK	2005
MERKO	2005
PENGD	2007
UNTAR	2005
UNTAR	2006

[67] Şirketlerin hisse senedi kodları ile yer aldıkları endeksler http://imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx sayfasında yer alan *Endeks Kapsamındaki Şirketler (Cari Durum)* başlıklı dosyada yer almaktadır.

EK 3: İç Kaynaklardan Yapılan Bedelsiz Sermaye Artırımı Örnekleri[68]

Sermaye Artırımı Yapan Şirket	Sermaye Artırımı Duyurusunun Yapıldığı Yıl
AKBNK	2003
KARSN	2003
AYCES	2003
AYGAZ	2003
LOGO	2003
PTOFS	2003
YKFIN	2003
DYHOL	2003
MERKO	2003
GEREL	2003
MMART	2003
TRKCM	2003
ADEL	2003
ARFYO	2003
GSDHO	2003
MIGRS	2003
TEBNK	2003
MRSHL	2004
AKBNK	2004
AYCES	2004
DYOBY	2004
GUSGR	2004
ISBTR	2004
KRDMD	2004
SAHOL	2004
SISE	2004
EGPRO	2004
GEREL	2004
PKART	2004
DYHOL	2004
MEMSA	2005
ISBTR	2005
AKBNK	2005
ANSGR	2005
MRSHL	2005
ARAT	2005
KRDMD	2005
ECZYT	2005
EMKEL	2005
LOGO	2005
SAHOL	2005
AKBNK	2006
ISBTR	2006
TRKCM	2006

[68] Şirketlerin hisse senedi kodları ile yer aldıkları endeksler http://imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx sayfasında yer alan *Endeks Kapsamındaki Şirketler (Cari Durum)* başlıklı dosyada yer almaktadır.

Sermaye Artırımı Yapan Şirket	Sermaye Artırımı Duyurusunun Yapıldığı Yıl
AKSA	2006
MRSHL	2006
ALCTL	2007
TEBNK	2007
AKBNK	2007
GUSGR	2007
MMART	2007
TUDDF	2007
AKENR	2003
SISE	2007
TRKCM	2007
AKENR	2004
SKBNK	2005
PINSU	2004

EK 4: Geçmiş Yıl Kârlarında Yapılan Bedelsiz Sermaye Artırımı Örnekleri[69]

Sermaye Artırımı Yapan Şirket	Sermaye Artırımı Duyurusunun Yapıldığı Yıl
AKSA	2003
ALGYO	2006
ANSGR	2004
AYGAZ	2006
AYGAZ	2007
CELHA	2003
DESA	2005
DESA	2006
DYHOL	2005
EGPRO	2007
FNSYO	2006
FORTS	2003
FORTS	2004
GARFA	2006
GARFA	2007
INDES	2007
ISYAT	2006
ISYAT	2007
KAREL	2007
LOGO	2006
MIGRS	2006
MNDRS	2007
PTOFS	2005
TUDDF	2007
VKGYO	2006
VKGYO	2007
YKFIN	2004
ZOREN	2004

[69] Şirketlerin hisse senedi kodları ile yer aldıkları endeksler http://imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx sayfasında yer alan *Endeks Kapsamındaki Şirketler (Cari Durum)* başlıklı dosyada yer almaktadır.

TEZ ÖZETİ

Eriş, Nükhet, Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımlarının Yatırımcı Davranışları Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerinde Ampirik Bir Çalışma, Yüksek Lisans Tezi, Danışman: Prof. Dr. Yalçın KARATEPE, 87 s.

Yatırımcıların sermaye artırım duyurularını nasıl algıladıkları konusu şirketlerin yatırım ve finansman kararlarını belirlemelerinde etkili olmaktadır. Bu çalışmada sermaye artırımlarının, yatırımcılar tarafından nasıl algılandığı ve dolayısıyla sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi olup olmadığı analiz edilmektedir.

Çalışmada ilk olarak şirketlerin finansman ve yatırım kararlarının şirket değeri üzerindeki etkilerine değinilmiştir. Daha sonra sermaye artırımları ile ilgili genel bilgilere yer verilmiş ve yatırımcıların bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarına bakış açılarına ilişkin daha önce yapılmış olan araştırmalar çerçevesinde tartışılmıştır.

Çalışmanın son bölümünde ise ülkemizde sermaye artırımı duyurularının yatırımcılar tarafından nasıl algılandığına ilişkin hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketler üzerinde bir analiz yapılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye artırımı, hisse fiyatı, bedelli sermaye artırımı, bedelsiz sermaye artırımı, yatırımcı davranışı.

ABSTRACT

Eriş, Nükhet, Effects of Equity Issues and Bonus Issues on Investors' Behaviour: An Empirical Study on ISE Companies, Master's Thesis, Advisor: Prof. Yalçın KARATEPE, 87 p.

The point how capital increase announcements are perceived by the investors is essential for the companies to determine investment and financial decisions. This study investigates how capital increase announcements are perceived by the investors and whether capital increases affect share prices.

First in this study the effects of the investment and financial decisions on the firm value are mentioned. Later some general information about capital increase has given and investors' perception about equity issues and bonus issues is discussed within the scope of the results of other studies.

In final chapter of this study, how capital increase announcements are perceived by the investors in our country is investigated using the data of the firms' share prices which are listed in Istanbul Stock Exchange.

Key Words: Capital increase, share price, equity issues, bonus issues, investors' behaviour.