

KAMU BANKALARININ TAHSİSLİ SERMAYE ARTIRIM KARARLARI DUYURULARININ HİSSE FİYATLARINA ETKİSİ

The Effect of Public Banks Decisions to Increase Dedicated Capital on Share Prices

Araştırma Makalesi

Yıldırım Ercan ÇALIŞ¹ 

Ayfer KAYACAN² 

Mert AKÇAY³  Mesut HURŞİTOĞLU⁴  Emel BEYAZYOL⁵ 

Gönderim Tarihi: 24.06.2023

Kabul Tarihi: 18.09.2023

ÖZ Bu çalışma, Türk Ticaret Kanunu'na göre şirketlerin sermaye artırımı yöntemlerinden biri olan tahsisli sermaye artırımı duyurularının hisse fiyatları üzerine etkisini analiz etmeyi amaçlamaktadır. Şirketlerin, büyüme hedeflerini gerçekleştirmek ve finansman ihtiyaçlarını karşılamak için zaman zaman sermaye seviyelerini artırmaları gerekmektedir. Bu noktada, tahsisli sermaye artırımı, ek fonlar elde etmek için sıklıkla tercih edilen bir seçenek olarak öne çıkmaktadır. Çalışmada, 2023 yılında tahsisli sermaye artırımı duyurusunda bulunan kamu bankaları olan Halkbank ve Vakıfbank'ın tahsisli sermaye artırımı duyurularının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi incelenecektir. Analiz yöntemi olarak olay çalışması kullanılmıştır. Bu yöntem, tahsisli sermaye artırımı duyurusunun yapıldığı tarih ile duyurudan önce ve sonra belirlenen bir zaman aralığını kapsayan bir dönemi incelemeyi sağlar. Bu çalışmada, duyurudan 10 gün önce ve 10 gün sonra hisse senedi fiyatları analiz edilerek etki değerlendirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Tahsisli Sermaye Artırımı, Hisse Senedi Fiyatları, Kamu Bankaları

JEL Sınıflandırması: C12, G21, G32

ABSTRACT This study aims to analyze the effect of announcements of dedicated capital increase, one of the methods of capital increase for companies under the Turkish Commercial Code, on share prices. Companies sometimes need to increase their capital levels to achieve growth objectives and meet financing needs. At this point, dedicated capital increase stands out as a frequently preferred option to obtain additional funds. The study will examine the effect of announcements of dedicated capital increase for the public banks Halkbank and Vakıfbank, made in the year 2023, on their share prices. The event study method is employed as analysis method. This method allows for the examination of a period covering the date of the dedicated capital increase announcement, as well as a period determined before and after the announcement. In this study, the stock prices were analyzed 10 days before and 10 days after the announcement to assess the impact.

Keywords: Dedicated Capital Increase, Stock Prices, Public Banks

JEL Classification: C12, G21, G32

¹ **Sorumlu Yazar:** Prof. Dr., Marmara Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı, ecalis@marmara.edu.tr, ORCID: 0000-0002-6783-9164

² Doktora Öğrencisi., Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, ayfer.kayacan@vdk.gov.tr, ORCID: 0009-0004-5080-9358

³ Doktora Öğrencisi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, mertakcay@gmail.com, ORCID: 0000-0002-5159-166X

⁴ Doktora Öğrencisi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, mesuthursitoglu@gmail.com, ORCID: 0000-0003-1057-0712

⁵ Öğr. Gör./Doktora Öğrencisi, İstanbul Arel Üniversitesi, Meslek Yüksekokulu/Marmara Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe-Finansman Dalı, emelbeyazyol@arel.edu.tr, ORCID: 0000-0003-2420-2160

1. GİRİŞ

Şirketlerin finansmanında, halka arz ve tahvil ihracı yoluyla toplanan sermaye her zaman yeterli olmamaktadır. Çünkü kurumsal şirketlerin kuruluş, faaliyet ve büyüme amaçları için zaman zaman sermaye seviyelerini artırmaları gerekmektedir. Bu durumda şirketler, ek fon sağlamak için en iyi alternatifini seçmek zorundadır. Kaynak toplamak için pek çok alternatif arasından doğru seçenек, şirketlerin rekabet güçlerini koruma ve büyüme amaçlarına uygun olarak benimsediği seçeneklerden biri olan bedelli ya da bedelsiz sermaye artırımını olabilmektedir.

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'na göre işletmeler sermayelerini üç farklı yöntemle artırabilmektedirler (Türk Ticaret Kanunu, 2011): Şarta bağlı sermaye artırımını, bedelsiz sermaye artırımını (iç kaynaklardan sermaye artırımını) ve bedelli sermaye artırımını. Sermaye artırımını, bedelli sermaye artırımına katılma hakkının bazı durumlarda ortaklar açısından kısıtlanabilmesi durumunun yanı sıra bizzat önceden belirlenmiş ortaklara borsa içinde ya da dışında payların halka arz edilmeksizin satışı şeklinde de yapılabilmektedir. Bu şekilde gerçekleşen sermaye artırımını ise tahsisli sermaye artırımını olarak bilinmektedir.

Finans literatüründe, payları borsada işlem gören şirketlerin kamuya yapılan bilgilendirmelerinin pay senetlerinin piyasa değerine olan etkisi ilgi çekici bir konu olarak görülmüştür. Borsada pay senedi işlem gören şirketlere ilişkin birçok bilgi kamuya duyurulmakta olup tahsisli sermaye artırımını da bu duyurular arasında yer almakta ve yatırımcılar açısından çeşitli beklentileri de beraberinde getirmektedir. Yatırımcılar şirketin sermaye artırımını sonrası faaliyetlerinin genişleyeceğini ve buna bağlı olarak da karın artacağını düşünebilmektedirler.

Çalışma ile halka açık kamu bankaları nezdinde tahsisli sermaye artırımını ile ilgili duyuruların bu şirketlere yatırım yapan pay sahiplerinin kararlarına etkisi sonucu bu şirketlerin piyasa değerleri üzerindeki yansımalar araştırılacaktır. Literatürde tahsisli sermaye artırımları ile ilgili sınırlı sayıda çalışmaya rastlanılmıştır. Bununla birlikte literatürde yer alan bedelli ve bedelsiz sermaye artışı kararlarının hisse senedi fiyatlarına olan etkisini olay çalışması yöntemiyle değerlendiren çalışmalara yer verilmektedir. Bu çalışmada, 2023 yılında Borsa İstanbul Hisse Senedi Piyasasında tahsisli sermaye artırımını duyurusu yapan kamu bankalarının hisse senetlerinin fiyatlarının bu duyurulardan etkilenip etkilenmediği olay çalışması (event study) yöntemi kullanılarak analiz edilmiş ve sonuçlar yorumlanmıştır.

2. TAHSİSLİ SERMAYE ARTIRIMI SÜRECİ İLE İLGİLİ DÜZENLEMELER

Sermaye artırımını ile ilgili mevzuatta karşımıza öncelikle 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda yer alan düzenlemeler çıkmaktadır. Sermaye artırım kararları anonim şirketlerin genel kurulları tarafından alınabileceği gibi, halka açık olan ve kayıtlı sermaye sistemine geçen anonim şirketlerde yönetim kuruluna devir de söz konusu olabilmektedir.

Türk Ticaret Kanunu'nun 456'ncı maddesinde sermaye artırımına ilişkin ortak hükümler yer almaktadır. Bu maddeye göre; sermaye artırıma esas sermaye sisteminde genel kurul karar verirken; kayıtlı sermaye sisteminde, karar organı yönetim kurulu olmaktadır. Sermaye artırımının, genel kurul veya yönetim kurulu kararı tarihinden başlayarak üç ay içinde tescil edilmesi gereklidir. Bu zorunluluğa uyulmaması durumunda, genel kurul veya yönetim kurulu kararı ve alınmışsa izin geçersiz hâle gelecektir.

Aynı kanunun 457'nci maddesinde ise sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu beyanına ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. Bu maddeye göre; yönetim kurulunun sermaye artırım türüne göre bir beyan imzalaması gereklidir. Bu beyan bilgiyi tam olarak, açık, doğru ve dürüst bir şekilde vermelidir. Ayrıca şartlı sermaye artırımını yapılmışsa beyanda şartlı sermaye artırımının ve uygulamasının kanuna uygunluğu bildirilir.

Halka açık anonim şirketlerdeki sermaye artırımını konusu ile ilgili düzenlemeler 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda ve bu kanuna dayalı olarak çıkarılan Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği

(II 18.1), Pay Tebliği (VII 128.1), İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II 5.1), Özel Durum Tebliği'nde (II 15.1) yer almaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin satışını düzenleyen 11'inci maddesine göre bu araçların özellikleri ve satış şartları hakkında bilgilere yer verilen ihraç belgesinin hazırlanması ve onaylanması Sermaye Piyasası Kurulunun onayına tabidir (Sermaye Piyasası Kanunu, 2012). Sermaye Piyasası Kurulu ihraç belgesini onaylar ve gerekli görürse kamuoyuna duyurulmasını sağlar.

Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği ile kayıtlı sermaye sistemine geçen anonim şirketlerin sermaye tavanına ulaşmaya kadar yönetim kurulu kararı ile sermaye artırım kararı alacağı, bu kararın açıklanmasına ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir.

Halka açık ortaklıklarla ilgili olarak; Pay Tebliği 13. maddesinde bedelli sermaye artırım yoluyla ihraç edilecek paylarının halka arz edilmeksizin satışı düzenlenmiştir. Bu maddeye göre; halka açık ortaklıklar tarafından gerçekleştirilecek pay satışları, tahsisli satış ve nitelikli yatırımcıya satış olmak üzere iki şekilde yapılabilmektedir. Sermaye artırımında halka arz edilmeden yapılacak pay satışları için başvuru genel kurul ya da yönetim kurulunun kararının alınmasından itibaren 30 gün içerisinde Sermaye Piyasası Kuruluna yapılmalıdır. Şarta bağlı sermaye artırım da tahsisli satış olarak dikkate alınır. Bu satışlarda yatırımcı yönünden bir kısıtlama mümkün değildir.

Payları borsada işlem gören ortaklıkların sermaye artırım suretiyle halka arz edilmeksizin gerçekleştirecekleri pay satışının borsanın ilgili pazarında ya da piyasasında gerçekleştirilmesi zorunlu olup satış fiyatı borsa düzenlemelerine göre belirlenir. Fakat Sermaye Piyasası Kurulu uygun gördüğü takdirde, borsa düzenlemelerine göre farklı fiyattan satış yapılmasının imkânı da bulunmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanununa göre "Halka arz edilmeksizin satış" şeklinde ifade edilen satış türünün uygulamada kullanılan karşılığı "Tahsisli satış" ifadesidir (Boğa, 2010: 227). Bu satış türünün halka arz yoluyla satıştan farkı; sermaye piyasası araçlarının halka satılmayıp, daha önceden belirlenen bireysel ya da kurumsal yatırımcılara tahsis edilmesidir. O nedenle, burada teknik anlamda bir halka arz yoktur. Halka arz edilmeksizin satışa konu sermaye piyasası araçlarının alıcıları, araçların Kurul'a kaydından önce bellidir.

Halka açık olan anonim şirketlerin sermaye artırımları ile ilgili olarak Kamuyu Aydınlatma Platformuna (KAP) yapılan bildirimler aracılığı ile tüm yatırımcılar bilgilendirilmektedir. Sermaye artıran bu şirketlerin hisse fiyatlarının gözlemlendiği Borsa İstanbul'daki veriler sayesinde yapılan sermaye artırımının hisse fiyatları üzerine olan etkisi ölçülmektedir.

3. LİTERATÜR ÇALIŞMASI

Bedelli veya bedelsiz yapılan sermaye artırım duyurularının, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini belirlemek üzere olay penceresi yöntemi kullanılarak gerçekleştirilen çalışmalardan bazılarına aşağıda yer verilmiştir.

Gelişmiş ülke piyasalarında olay penceresi yöntemi kullanılarak yapılan çalışmalarda, sermaye artırım haberlerine genellikle olumsuz piyasa tepkilerinin verildiği görülmüştür. Bae ve Jo (1999) ABD, Slovin vd. (2000) Birleşik Krallık, Kabir ve Roosenboom (2003) Hollanda, Balachandran vd. (2012) Avustralya, Ginglinder vd. (2013) Fransa, Holderness ve Pontiff (2016) ABD, Mateus vd. (2017) Birleşik Krallık piyasalarında gerçekleştirdikleri çalışmalarda olumsuz piyasa tepkisi sonuçlarına ulaşmışlardır.

Türkiye'de gerçekleştirilen çalışmaların sonuçları ise farklılık arz etmektedir. Küçüksille ve Mizrahi (2015), 2012-2014 yıllarına ilişkin Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin bedelsiz sermaye artırım duyuruları sonrasında hisse senedi fiyatlarında ne yönde bir değişim olduğuna dair gerçekleştirdikleri çalışmalarında; duyuru sonrasında anlamlı pozitif ortalama anormal getiri elde edilmesinin mümkün olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Kaderli ve Başkaya (2017), bedelli veya bedelsiz sermaye artırımını duyurularının kısa vadede hisse senedi getirisine olumlu yönde etki ettiğini, gerçekleştirdikleri çalışma ile ortaya koymuşlardır.

Erol ve Aytekin (2018), 2016-2017 yıllarında bedelsiz sermaye artırımını yapan şirketlerin duyuru öncesi ve sonrası 5 günlük hisse senetleri fiyatlarını incelemiş ve duyurudan 1 gün sonra anlamlı pozitif; 2, 3 ve 5 gün sonrasında ise anlamlı negatif kümülatif anormal getiri elde edildiği sonucuna varmışlardır.

Sezgin ve Aytekin (2020), gerçekleştirdikleri çalışmalarında 2013-2020 arasında olay etüdü yöntemini kullanmış ve sermaye artırımını yoluyla satışa hazır bekletilen payların satışının pay getirilerini olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Pay getirilerinin hesaplanmasında Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli kullanılan çalışmada, kısa dönemli pozitif anormal getiriye sahip olunabileceği tespit edilmiştir.

Yazıcı (2020), 2014-2018 yılları arasındaki 34 şirkete ait toplam 70 adet bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını duyurusunu baz alarak gerçekleştirdiği çalışmada, duyuruların söz konusu şirketlerin getirisine bir etkisi olmadığını ortaya koymuştur.

Danacı (2020), gerçekleştirdiği çalışma ile 2015-2019 yılları arasında sermaye artırımını duyurularının, hisse senetleri fiyat değişimleri üzerinde anlamlı bir etki yarattığı sonucuna ulaşmıştır. Söz konusu çalışmada sektörler sınıflarına ayrılarak inceleme yapılmış ve bedelsiz sermaye artırımını kararlarının hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu bir etki yarattığı tespit edilmiştir.

İşker ve Taş (2021), ortaya koydukları çalışmada 2010-2019 yılları arasında bedelli sermaye artırımını kararı alan şirketleri incelemeye almış ve olay etüdü yöntemini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda, bedelli sermaye artırımını kararlarının yatırımcılar üzerinde olumsuz bir etki yarattığı ancak tahsisli yapılan bedelli ihraçlarının ise olumlu bir algıya yol açtığı ortaya çıkarılmıştır.

4. KAMU BANKALARININ TAHSİSLİ SERMAYE ARTIRIMI DUYURULARININ HİSSE FİYATLARINA ETKİSİ

Türkiye’de halka açık ve borsada işlem gören iki adet kamu bankası mevcuttur: Türkiye Halk Bankası A.Ş. ve Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Halkbank’ın mevcut sermaye yapısı incelendiğinde; 7.184.778.041,963 TL sermayeye sahip olduğu ve toplam sermayenin ise %8,50’sinin halka açık olduğu görülmektedir. Bununla birlikte sermayenin %91,49’unun Türkiye Varlık Fonu’na aittir (Halkbank, 2023). 15 Haziran 2020 tarihinden bu yana Halkbank’ın halka arz edilmeksizin tahsisli satış yöntemiyle ihraç edilen yeni paylarının Türkiye Varlık Fonu’na satışı sürmektedir.

Vakıfbank’ın sermaye yapısına bakıldığında ise toplam 9.915.921.522,54 TL sermayeye sahip olduğu görülmektedir. Halkbank’ta olduğu gibi sermayenin büyük bir kısmına Türkiye Varlık Fonu sahip bulunmaktadır. Vakıfbank’ın halka açıklık oranı ise %6,36’dır (Vakıfbank, 2023). 20 Mayıs 2020 tarihinden bu yana Vakıfbank’ın halka arz edilmeksizin tahsisli satış yöntemiyle ihraç edilen yeni paylarının Türkiye Varlık Fonu’na satışı sürmektedir.

Türkiye Varlık Fonu, G-20 ülkeleri arasında varlık fonu bulunmayan tek ülke olan Türkiye için uzun vadeli stratejilerin gerçekleştirilmesi konusunda önemli bir adım olarak görülmüş ve 2016 yılında kalkınmayı ve sürdürülebilir büyüme hedeflerine ulaşmayı amaçlayarak Cumhurbaşkanlığına bağlı bir anonim şirket statüsünde, 6741 sayılı Kanun ile kurulmuştur (Konukman ve Şimşek, 2017: 1913-1944). Fon bu kapsamda, Ziraat Bankası, Halkbank, Vakıfbank, Türk Hava Yolları, Posta ve Telgraf Teşkilatı, Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı gibi şirketleri portföyüne dâhil etmiştir.

Kamu bankaları arasında yer alan Türkiye Halk Bankası A.Ş. (Halkbank) ve Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. (Vakıfbank) 21.03.2023 tarihli Yönetim Kurulu kararları ile sermayelerinin belirli bir miktarı Türkiye Varlık Fonu tarafından tahsisli sermaye artırımını yoluyla satın alınacağını açıklamışlardır.

4.1 Çalışma Seti ve Yöntem

Çalışmada 2023 yılında tahsisli sermaye artırımında bulunan Türkiye Halk Bankası A.Ş. ile Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.'nun halka arz edilmeksizin ihraç edecekleri ortaklık hakkı veren sermaye piyasası araçlarına ilişkin duyuruların Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yayınlandığı tarihten 10 gün önceki hisse senedi kapanış fiyatları ile bu tarihten 10 gün sonra oluşan hisse senedi kapanış fiyatları arasında olay çalışması yöntemiyle anormal bir getiri ilişkisi olup olmadığına bakılacaktır.

Çalışmanın kapsamı iki adet halka açık banka bulunduğundan Türkiye Halk Bankası A.Ş. ile Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. olarak belirlenmiştir. Etkin piyasalar hipotezi piyasaların yarı etkin formda güçlü olması halinde piyasada işlem gören hisse senetleri nezdinde anormal getiri elde edilemeyeceğini iddia etmektedir (Hirt vd. 2011: 239). Bununla birlikte etkin olmayan piyasalarda kamuya açıklanan bilgiler ile anormal getirinin olabileceği görülmektedir.

Çalışmada yer alan kamu bankalarının hisse senetlerine ait kapanış fiyatları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin resmi internet sitesi olan <https://www.isyatirim.com.tr> adresinden alınmıştır. BİST banka endeksi kapanış değerleri ise "Finnet2000" den alınmıştır.

KAP'tan alınan Türkiye Halk Bankası A.Ş. ile Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.'ya ait halka arz edilmeksizin ihraç edeceği ortaklık hakkın veren sermaye piyasası araçlarına ilişkin ihraç belgelerinde yer alan bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 1

Kamu bankaları ihraç belgeleri

Banka İsmi	İhraççının Mevcut Sermayesi	İhraç Edilecek Sermaye Piyasası Aracının Toplam Nominal Değeri
Halkbank	4.969.120.730,29-TL	2.215.657.311,699-TL
Vakıfbank	7.111.364.116,75-TL	2.804.557.405,780-TL

Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere Halkbank mevcut sermayesinin yaklaşık %44'ü, Vakıfbank ise mevcut sermayesinin yaklaşık %39'u kadar tahsisli sermaye artırımı gerçekleştirmiştir. Uygulama kısmında, her bir şirket için belirlenen örnek olay olan tahsisli sermaye artırımı kararının açıklandığı tarihten 10 gün öncesine ve 10 gün sonrasına kadar olan günlük getiri oranları elde edilmiştir. Elde edilen günlük getiriler kullanılarak, olay çalışması için gerekli hesaplamalar yapılmış ve şirketlerin tahsisli sermaye artırımı kararlarının, ilgili hisse senetlerinde anormal bir getiri sağlayıp sağlamadığı araştırılmıştır. Çalışmada, tahsisli sermaye artırımı kararının ilan edildiği tarihten 10 gün önce ve 10 gün sonra olmak üzere toplam 21 günlük getiriler dikkate alınarak kısa dönem performansları incelenmiştir. 10 günlük aralık seçilmesinin nedeni sürenin uzaması halinde başka sebeplerin de hisse getirisi üzerinde etki yaratabileceği ihtimalidir.

Genel olarak olay çalışması genellikle aşağıdaki adımlardan oluşmaktadır (Tuominen, 2005):

- (1) Olayın ve ilgili olay döneminin tanımlanması,
- (2) Olay veri tabanının oluşturulması: Olaya uygun şirketlerin belirlenmesi ve kriter tanımına uyan olaylar,
- (3) Olay dönemi boyunca her firma için anormal getirilerin tahmini,
- (4) Anormal getirilerin istatistiksel analizi.

Tahsisli sermaye artırımı haberi incelemeye konu olay, bu olayın KAP'ta ilan edilmesi ise olayın gerçekleşme zamanı olarak çalışmada dikkate alınmıştır. Olayın KAP'ta ilan edildiği tarihin 10 gün

öncesi ile 10 gün sonrası olay penceresi olarak belirlenmiştir. Çalışmanın amacı olayın ilan edildiği tarih aralığında anormal bir getirinin meydana gelip gelmediğinin tespit edilmesi ve böylece hisse fiyatlarının nasıl etkilendiğinin analiz edilmesidir.

Anormal getiriler matematiksel olarak aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Jan vd., 2006: 3):

Anormal Getiri (AR_{it}) = Fiili Getiri Oranı – Pazar Getiri Oranı

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

Denklemden yer alan, AR_{it} i hisse senedi için t günündeki anormal getiriyi, R_{it} i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini, R_{mt} i hisse senedinin t günündeki pazar getirisini (Normal beklenen getiriyi) imlemektedir.

Denklemden yer alan R_{it} ise aşağıdaki eşitlik (2) yardımıyla hesaplanabilmektedir:

$$R_{it} = (D + P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \quad (2)$$

Denklemden yer alan, R_{it} i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini, P_{it} i hisse senedinin t günü kapanış fiyatını, P_{it-1} i hisse senedinin t-1 günü kapanış fiyatını ve D ise i hisse senedinin t gününde ödenen kar payını işaret etmektedir.

R_{mt} ise aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

$$R_{mt} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1} \quad (3)$$

Denklemden yer alan, R_{mt} pazara ilişkin günlük getiriyi, I_t BİST banka endeksinin t günündeki kapanış değerini, I_{t-1} BİST banka endeksinin t-1 günündeki kapanış değerini göstermektedir.

Olay çalışmalarında amaç, olayın olduğu tarihten önceki ve sonraki günlerde, Ortalama Anormal Getiri (Average Abnormal Return-AAR) ve Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return-CAR) hesaplanmasıdır (Sakarya, 2011: 147-162). Bunların hesaplanması ise üç adımdan oluşmakta ve aşağıda özetlenmektedir:

1. Adım: Uygulamaya konu olan her bir “i” firmasının her bir “t” günü için, fiili getiri oranları ile pazar getiri oranı arasındaki fark alınmak suretiyle, anormal getiri hesaplanır. Bu durum yukarıdaki eşitlik (1)’de gösterilmiştir.

2. Adım: Elde edilen her bir anormal getiri, uygulamaya konu olan şirket sayısına bölünerek Ortalama Anormal Getiri (AAR) hesaplanır.

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

3. Adım: Hesaplanan ortalama anormal getiriler, sırasıyla birbirleriyle toplanarak Kümülatif Anormal Getiri (CAR)ler elde edilir.

$$CAR_{it} = \sum_{i=1}^N AAR_{it} \quad (5)$$

Fiili sonuçlar ile tahmin edilen sonuçlar arasındaki fark istatistiksel olarak sıfırdan önemli ölçüde farklıysa, incelenen olayın hisse senedi getirilerini etkilediği ve yatırımcının olaya tepkisini yansıttığı sonucuna varılabilmektedir (Tuominen, 2005: 50). Eğer bu süreçler sonucunda birikimli anormal getiriler sıfırdan farklılık gösteriyorsa, bu durum ilgili olayın duyurulmasıyla şirket hisse senetlerinin etkilenecek bu hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilmesinin mümkün olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, elde edilen birikimli anormal getirilerin sıfıra eşit veya çok yakın olması durumu, ilgili olayın duyurulmasının şirketin hisse senetlerini etkilemediğini ve dolayısıyla piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğunu göstermektedir.

Bu bilgiler ışığında aşağıdaki hipotezler çalışma için belirlenmiştir:

H₀ Hipotezi: “Halka açık kamu bankalarının tahsisli sermaye artırımlarına ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine hiçbir etkisi yoktur”. Yani, $H_0=CAR=0$ şeklinde ifade edilebilir. Bu tür bir durumda, ilgili olayın gerçekleşmesiyle şirketlerin hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilemez ve bu durumda piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu görülmektedir.

H₁ Hipotezi: “Halka açık kamu bankalarının tahsisli sermaye artırımlarına ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine etkisi vardır” şeklinde belirlenmiştir. $H_1=CAR>0$ şeklinde ifade edilmektedir. Tahsisli sermaye artırımlarına ilişkin duyurularla birlikte, şirketlerin hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilebilir ve bu durumda piyasa yarı güçlü formda etkin olmadığı anlaşılabilir. Böylece çalışmada, H_0 hipotezi sınanmak suretiyle BİST banka endeksinin yarı güçlü formda etkinliği de test edilmektedir.

4.2. Bulgular

Şirketlerin tahsisli sermaye artırım kararlarının KAP'ta yayınlanma tarihi referans alınarak oluşturulan model çerçevesinde olay tarihinden 10 gün öncesi ve sonraki zaman diliminde yer alan günlük getiri oranlarına bağlı olarak ortalama anormal getiriler (AR_{it}) ve kümülatif anormal getiriler (CAR_{it}) bulunmuştur. Elde edilen sonuçlara aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 2

2023 yılında tahsisli sermaye artırımında bulunan halka açık kamu bankalarının ortalama anormal getirileri ile kümülatif anormal getirileri

Olay Zamanı	VAKBN	HALKB	VAKBN	HALKB	Bankacılık Endeksi Getiri	Bankacılık Endeksi	VAKBN	HALKB	Ortalama Anormal Getiri	Kümülatif Ortalama Anormal Getiri
(Günü)	Pit	Pit	Rit	Rit	Rmt	It	ARit(%)	ARit(%)	AARit(%)	CARit(%)
13.03.2023	9,66	11,42				4870,18				
14.03.2023	9,5	11,14	-0,0166	-0,0245	-0,0033	4854,20	-0,0133	-0,0212	-0,0173	-0,0173
15.03.2023	9,6	11,28	0,0105	0,0126	0,0055	4881,02	0,0050	0,0070	0,0060	-0,0113
16.03.2023	9,58	11,23	-0,0021	-0,0044	0,0120	4939,44	-0,0141	-0,0164	-0,0152	-0,0265
17.03.2023	9,27	10,88	-0,0324	-0,0312	-0,0192	4844,36	-0,0131	-0,0119	-0,0125	-0,0390
20.03.2023	9,33	11,13	0,0065	0,023	-0,0285	4706,16	0,0350	0,0515	0,0433	0,0043
21.03.2023	9,12	11,1	-0,0225	-0,0027	-0,0223	4601,18	-0,0002	0,0196	0,0097	0,0140
22.03.2023	9,36	11,14	0,0263	0,0036	0,0172	4680,39	0,0091	-0,0136	-0,0023	0,0117
23.03.2023	9,43	11,17	0,0075	0,0027	0,0229	4787,68	-0,0154	-0,0202	-0,0178	-0,0061
24.03.2023	9,31	11,03	-0,0127	-0,0125	-0,0200	4692,15	0,0072	0,0074	0,0073	0,0012
27.03.2023	9,16	10,94	-0,0161	-0,0082	-0,0022	4681,76	-0,0139	-0,0059	-0,0099	-0,0087
28.03.2023	8,84	10,56	-0,0349	-0,0347	-0,0355	4515,56	0,0006	0,0008	0,0007	-0,0080
29.03.2023	9,02	10,74	0,0204	0,017	0,0381	4687,66	-0,0178	-0,0211	-0,0194	-0,0274
30.03.2023	9,03	10,7	0,0011	-0,0037	-0,0312	4541,18	0,0324	0,0275	0,0299	0,0025
31.03.2023	8,95	11,05	-0,0089	0,0327	-0,0117	4488,23	0,0028	0,0444	0,0236	0,0261
3.04.2023	9,01	11,34	0,0067	0,0262	-0,0114	4436,89	0,0181	0,0377	0,0279	0,0540

Tablo 2'nin Devamı

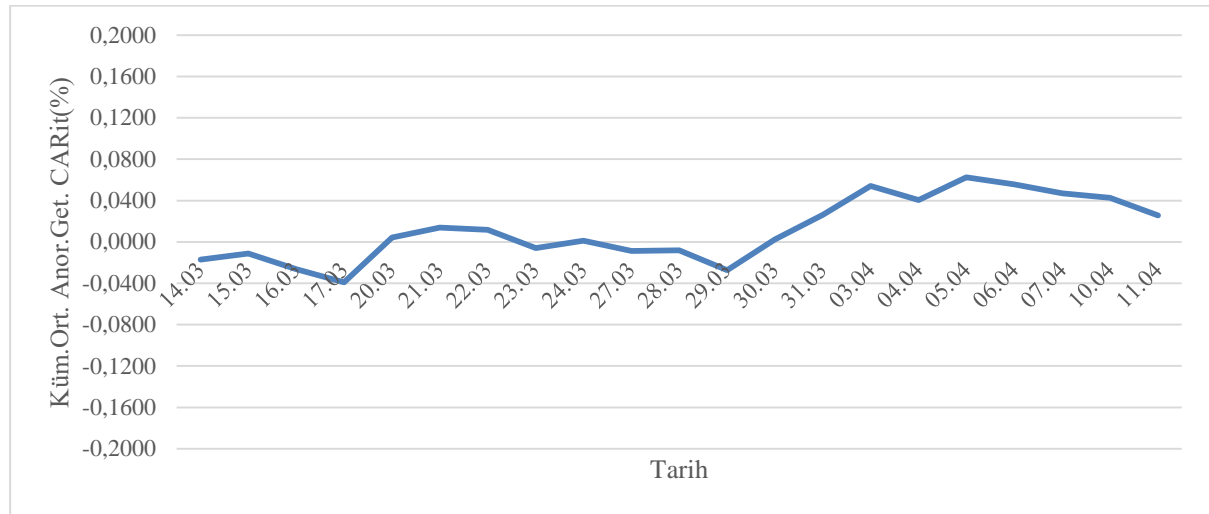
Olay Zamanı	VAKBN	HALKB	VAKBN	HALKB	Bankacılık Endeksi Getiri	Bankacılık Endeksi	VAKBN	HALKB	Ortalama Anormal Getiri	Kümülatif Ortalama Anormal Getiri
(Günü)	Pit	Pit	Rit	Rit	Rmt	It	ARit(%)	ARit(%)	AARit(%)	CARit(%)
4.04.2023	9,06	11,32	0,0055	-0,0018	0,0153	4504,74	-0,0097	-0,0171	-0,0134	0,0406
5.04.2023	9	11,38	-0,0066	0,0053	-0,0226	4403,02	0,0160	0,0279	0,0219	0,0625
6.04.2023	8,95	11,11	-0,0056	-0,0237	-0,0078	4368,66	0,0022	-0,0159	-0,0068	0,0557
7.04.2023	8,9	10,95	-0,0056	-0,0144	-0,0012	4363,44	-0,0044	-0,0132	-0,0088	0,0469
10.04.2023	9,06	11,17	0,018	0,0201	0,0231	4464,34	-0,0051	-0,0030	-0,0041	0,0428
11.04.2023	9,12	11,2	0,0066	0,0027	0,0220	4562,36	-0,0153	-0,0193	-0,0173	0,0255

Not. VAKBN: Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O., HALKB: Türkiye Halk Bankası A.Ş.

Tablo 2'den görüleceği üzere olay penceresi içerisinde kümülatif ortalama getirilerin sıfır dolayında seyrettiği anlaşılmaktadır. Bu durum tahsisli sermaye artırım kararının duyurulmasının bu şirketler nezdinde anormal getiri elde edilemeyeceğini işaret etmektedir. Başka bir deyişle yatırımcıların bu karara karşı tepki vermediği ve duyarlı olmadığı anlaşılmaktadır. Tarihsel olarak duyarlılığın etkilenmediği aşağıdaki grafiğin yatay bir görünüme sahip olmasıyla da görülmektedir.

Şekil 1

Kümülatif anormal getirilerinin olay tarihine duyarlılığı



Yarı güçlü piyasa etkinliğini sınamak için, kamuya açıklanan bilgilerle birlikte hisse senedi getirileri izlenmektedir. Eğer yatırımcılar sürekli olarak aşırı getiri elde ediyorlarsa, bu durumda piyasa, kamuoyuna duyurulan bilgilere göre etkin olmayabilir (Bayraktar, 2012: 42). Bu durumda çalışma sonucunda şirketlerin içinde bulunduğu piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu ifade edilebilecektir.

5. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak için sermaye artırımına ihtiyaç duydukları durumlar sıklıkla ortaya çıkmaktadır. Bunun nedeni, kuruluş, faaliyet ve büyüme hedeflerini gerçekleştirmek için yeterli sermaye seviyesine sahip olmamalarıdır. Bu noktada, şirketler ek fonlar elde etmek için en uygun seçeneği değerlendirmek zorundadır. Tahsisli sermaye artırımını, şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak için kullanılan önemli araçlardan bir tanesidir. Şirketler, sermaye artırımını etkin bir şekilde yöneterek yatırımcı beklentilerini karşılamalı ve büyüme stratejilerini desteklemelidir. Ayrıca, şirketlerin sermaye artırımını sürecinde yatırımcılara yeterli bilgi sağlamaları ve şeffaf bir iletişim stratejisi izlemeleri de önemlidir. Tahsisli sermaye artırımına ilişkin duyurular da bu bilgiler arasında yer alır ve yatırımcılar arasında çeşitli beklentileri beraberinde getirebilmektedir. Yatırımcılar, sermaye artırımını sonrasında şirketin faaliyetlerinin genişleyebileceğini ve dolayısıyla karın artabileceğini düşünebilirler. Ancak aynı zamanda, tahsisli sermaye artırımını sonucunda yatırımcılar arasında yeni bir fon çıkışı olacağı beklentisi de ortaya çıkabilir.

Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören Halkbank ve Vakıfbank tarafından yapılan tahsisli sermaye artırımını duyurularının bu şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışmanın bu amaca ulaşması için olay çalışması yöntemi kullanılmıştır.

Veriler, Borsa İstanbul'da işlem gören kamu bankalarının tahsisli sermaye artırımını duyurularını içeren Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) bildirimleri, "İş Yatırım İnternet Sitesi" ve "Finnet2000" elektronik platformlarından elde edilmiştir. Çalışmada, 2023 yılında gerçekleştirilen tahsisli sermaye artırımını duyuruları incelenmiştir. Bu duyurular, hisse senetlerinin fiyatlarında potansiyel bir etki yaratması beklenen önemli olaylar olarak değerlendirilmiştir.

Duyuruların etkisini değerlendirmek için olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Olay penceresi, duyurunun yapıldığı tarih ile duyurudan önce ve sonra belirlenen belirli bir zaman aralığını kapsayan bir dönemi ifade etmektedir. Bu çalışmada, duyurudan 10 gün önce ve duyurudan 10 gün sonraki hisse senedi fiyatları analiz edilerek etki incelenmiştir.

Verilerin analizi için istatistiksel yöntemler kullanılmıştır. Duyurudan önce ve sonra hisse senedi fiyatlarının istatistiksel analizi yapılarak, duyurunun hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı bir etkisi olup olmadığı belirlenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, olay penceresi içerisinde kümülatif ortalama getirilerin sıfır dolayında seyrettiği, bu durumun ise tahsisli sermaye artırım kararının duyurulmasının bu şirketler özelinde anormal getiri elde edilmediğine işaret etmektedir. Başka bir deyişle yatırımcıların bu karara karşı tepki vermediği ve duyarlı olmadığı sonucu ortaya çıkmaktadır.

Tahsisli sermaye artırımının şirketlerin finansal durumunu güçlendirerek yatırımcıların güvenini artırması ve nihayetinde ilgili kamu bankalarının hisselerine olan talebin artması ve bununda hisse fiyatlarına olumlu yönde etki ederek anormal getiri elde edilebileceği sonucu beklenirken ilgili zaman aralıklarında her iki kamu bankası içinde tahsisli sermaye artırım kararlarının duyurulmasının bu şirketler özelinde anormal getiri sağlamadığı anlaşılmıştır.

Bu çalışma, Borsa İstanbul'da işlem gören kamu bankaları tarafından yapılan tahsisli sermaye artırım kararlarının duyurulmasının hisse senetleri üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmanın bulguları, belirtilen kamu bankalarının tahsisli sermaye artırım kararlarının duyurulmasının ilgili zaman diliminde hisse senedi fiyatlarında herhangi bir etkiye sahip olmadığını göstermektedir. Çalışma, kamu bankalarının tahsisli sermaye artırımını sürecinde yatırımcıların tepkisini anlamak ve bu sürecin şirket değeri üzerindeki etkisini değerlendirebilmek adına önemli bir analiz sunmaktadır.

Gelecekteki araştırmalar, diğer sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin tahsisli sermaye artırımlarının etkisini inceleyebilir veya farklı piyasalarda benzer analizler gerçekleştirilebilir. Ayrıca, tahsisli sermaye artırımını sürecinde yatırımcıların karar verme süreçlerini ve bu sürecin şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkilerini anlamak için de daha fazla çalışma yapılması önerilmektedir.

Beyan ve Açıklama / Disclosure Statement

Yazarlar tarafından herhangi bir çıkar çatışması beyan edilmemiştir.

The authors have no conflict of interest to declare.

Finansal Destek / Funding

Bu çalışmada herhangi bir finansal destek alınmamıştır.

No funding to declare for this study.

Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı / Author Contribution Statement

Bütün yazarlar eşit düzeyde katkı vermiştir.

All authors have contributed equally.

Etik Kurul İzni / Ethics Board Approval

Bu çalışma etik kurul izni gerektirmemektedir.

This study does not require ethics board approval.

Bu Makaleye Atıf Vermek İçin / To Cite This Article: Çalış, Y. E., Kayacan, A., Akçay, M., Hurşitoğlu, M. ve Beyazyol, E. (2024). Kamu bankalarının tahsisli sermaye artırım kararları duyurularının hisse fiyatlarına etkisi. *İda Academia Muhasebe ve Maliye Dergisi*, 7(1), 1-14. <https://doi.org/10.52059/idaacmmd.1319619>

KAYNAKÇA

- Bae, S. C., & Jo, H. (1999). The impact of information release on stock price volatility and trading volume: The rights offering case. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 13(2), 153-169.
- Balachandran, B., Faff, F., & Tanner, S. (2004). Further Evidence on the announcement effect of bonus shares in an imputation tax setting. *Global Finance Journal*, 15, 147-170.
- Bayraktar, A. (2012). Etkin piyasalar hipotezi. *Aksaray Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4(1), 42.
- Boğa, S. (2010). *Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse Devri Halka Arz Borsada Alım Satım Tahsisli Satış*. Vedat Kitapçılık.
- Danacı, F. (2020). *Bedelsiz sermaye artırımının şirketlerin piyasa değerine etkisi: Borsa İstanbul Örneği* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Marmara Üniversitesi.
- Erol, F., A., ve AYTEKİN, S. (2018). Borsa İstanbul pay piyasası şirketlerinin bedelsiz sermaye artırım duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin değerlendirilmesi. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(3), 898-912.
- Halkbank. (2023). *Halkbank sermaye yapısı bilgileri*. <https://www.halkbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/ortaklik-yapisi.html>
- Hirt, G., A., & Stanley, B., B. (2011). *Fundamentals of investment management*. McGraw-Hill/Irwin Publishing.
- Holderness, C. G., & Pontiff, J. (2016). Shareholder nonparticipation in valuable rights offerings: New findings for an old puzzle. *Journal of Financial Economics*, 120(2), 252-268.

- Işiker, M., ve Taş, O. (2021). Borsa İstanbul'daki bedelli sermaye artırımı haberlerinin etkileri üzerine bir çalışma. *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi* 16(1), 1-21.
- Kabir, R., & Roosenboom, P. (2003). Can the stock market anticipate future operating performance? Evidence from equity rights issues. *Journal of Corporate Finance*, 9(1), 93-113.
- Kaderli, P. ve Başkaya, H. (2017). Halka açık firmalarda sermaye artırımı duyurularının hisse senedi üzerindeki etkisinin ölçülmesi: Borsa İstanbul'da bir uygulama. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi, Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 28-42.
- Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği (2013). T.C. Resmî Gazete, 28862, (25.12.2013).
- Konukman, A. ve Şimşek, O. (2017). Ulusal varlık fonları ve Türkiye uygulaması. *Çalışma ve Toplum* 4(55), 1913-1944.
- Küçüksille, E., ve Mizrahi, R. (2015). Bedelli sermaye artırımı duyurularının halka açık işletmelerin hisse senedi performanslarına etkisi: Borsa İstanbul'da bir araştırma. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 17(29), 63-69.
- Küçüksille, E., ve Mizrahi, R. (2015). Bedelsiz sermaye artırımı duyurularının şirketlerin piyasa değerlerine etkisi: Borsa İstanbul örneği. *Sosyal ve Beşerî Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 35, 129-149.
- Mateus, C., Farinha, J., & Soares, N. (2017). Price discounts in rights issues: why do managers insist on what investors hate? *European Business Review*. 29(4), 457-475.
- Pay Tebliği (VII-128.1). (2013), T.C. Resmî Gazete, 28685, (22.06.2013).
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması (event study) yöntemi ile analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 147-162.
- Sermaye Piyasası Kanunu. (2012), T.C. Resmî Gazete, 28513, (30.12.2012), Kanun No: 6362.
- Sezgin, A. ve S. Aytekin (2020). Halka açılmada sermaye artırımı yoluyla satışa hazır bekletilen payların satışının pay getirilerine etkileri. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 27(3), 387-403. DOI: 10.18657/yonveek.762973.
- Slovin, M. B., Sushka, M. E., & Lai, K. W. (2000). Alternative flotation methods, adverse selection, and ownership structure: evidence from seasoned equity issuance in the UK. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 157-190.
- Tuominen, T. (2005). *Corporate layoff announcements and shareholder value: Empirical evidence from Finland* (Unpublished master's thesis). Lappeenranta University of Technology.
- Türk Ticaret Kanunu. (2011). T.C. Resmî Gazete, 27846, (14.02.2011), Kanun No: 6102.
- Vakıfbank. (2023). *Vakıfbank sermaye yapısı bilgileri*. <https://www.vakifbank.com.tr/ortaklikyapisi.aspx?pageID=299>
- Yazıcı, G. (2020). *Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin sermaye artırımı duyurularının hisse senedi performansına etkisinin olay etüdü yöntemi ile analizi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi.

