

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

**HİSSE SENETLERİ BORSADA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN
SERMAYE ARTIRIM DUYURULARININ HİSSE SENEDİ
PERFORMASINA ETKİSİNİN OLAY ETÜTÜ YÖNTEMİ İLE
ANALİZİ**

Yüksek Lisans Tezi

GAMZE YAZICI

İSTANBUL, 2020

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

**HİSSE SENETLERİ BORSADA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN
SERMAYE ARTIRIM DUYURULARININ HİSSE SENEDİ
PERFORMASINA ETKİSİNİN OLAY ETÜTÜ YÖNTEMİ İLE
ANALİZİ**

Yüksek Lisans Tezi

GAMZE YAZICI

Danışman: DOÇ. DR. MUSTAFA OKUR

İSTANBUL, 2020



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ REKTÖRLÜĞÜ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Müdürlüğü



Sıfır Atık Proje Ortağı

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Artırım Duyurularının Hisse Senedi Performansına Etkisinin Olay Etütü Yöntemi İle Analizi

TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Gamze YAZICI

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 24.09.2020

JÜRİ ÜYELERİ

GÖREVİ

ADI SOYADI

Danışman

Doç.Dr.Mustafa OKUR

İmza

Üye

Prof.Dr.Gülcan ÇAĞIL

Üye

Doç.Dr.Hüseyin SELİMLER

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
İÇİNDEKİLER	i
ŞEKİLLER LİSTESİ	vi
TABLolar LİSTESİ	vii
KISALTMALAR LİSTESİ	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM: HİSSE SENEDİ KAVRAMI VE HİSSE SENEDİ FİYATINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1.Hisse Senedi Hakkında Genel Bilgiler	4
2.Hisse Senedi Türleri ve Türevleri	6
2.1.Hisse Senedi Türleri	6
2.1.1.Hamiline Yazılı ve Nama Yazılı Hisse Senetleri	6
2.1.2.Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri	7
2.1.3.Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri	8
2.1.4.Primli ve Primsiz Hisse Senetleri	9
2.1.5.Kurucu Hisse Senedi ve İntifa Hisse Senedi	10
2.2.Hisse Senetleri Türevleri	11
2.2.1.Oydan Yoksun Hisse Senetleri	11
2.2.2.Katılma Hisse Senetleri	12
2.2.3. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi	12
3.Hisse Senetlerinin Devri	13
3.1.Hamiline Yazılı Hisse Senetlerinin Devri	13
3.2.Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri	14
4.Pay Sahibinin Hak ve Yükümlülükleri	14
4.1.Pay Sahibinin Hakları	15
4.1.1.Kâr Payı	15
4.1.2.Tasfiye Payı	16
4.1.3.Rüşhan Hakkı (Öncelik Hakkı)	17

4.1.4.Oy Hakkı	17
4.1.5.Bilgi Alma Hakkı	18
4.1.6.Genel Kurula Davet ve Katılma Hakkı	19
4.1.7. İptal Davası Açma Hakkı	20
4.1.8. Azınlık Hakları	20
4.1.9. Özel Denetim İsteme Hakkı	22
4.1.10. Ayrılma Hakkı	22
4.2.Pay Sahibinin Yükümlülükleri.....	23
4.2.1.Sermaye Taahhüdünü Yerine Getirme Yükümlülüğü.....	23
4.2.2.Sır Saklama Yükümlülüğü	24
5.Hisse Senedinin Fiyat ve Değer Kavramları.....	25
5.1.Hisse Senedi Fiyat Kavramı.....	25
5.1.1.Nominal (İtibari) Fiyat	25
5.1.2.İhraç (Emisyon) Fiyatı.....	25
5.1.3.Piyasa (Pazar) Fiyatı:.....	26
5.1.4.Borsa Fiyatı	26
5.2.Hisse Senedi Değer Kavramı	26
5.2.1.Net Aktif Değeri	26
5.2.2.Defter Değeri(Öz Sermaye Değeri).....	27
5.2.3.Tasfiye (Likidasyon) Değeri.....	27
5.2.4.İşleyen Teşebbüs Değeri.....	27
5.2.5.Gerçek Değer.....	27
5.2.6.Alternatif Gelir Değeri	28
6.Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler	28
6.1.Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Dışı Faktörler	28
6.1.1.Hisse Senetleri ve Faiz Oranlarındaki Arasındaki İlişki	29
6.1.2.Hisse Senetleri ve Enflasyon Arasındaki İlişki	30
6.1.3.Hisse Senetleri ve Döviz Kuru Arasındaki İlişki	31
6.1.4.Hisse Senetleri ve Para Arzı Arasındaki İlişki	31
6.1.5.Hisse Senetleri ve Gayrisafi Milli Hâsıla Arasındaki İlişki	32
6.1.6.Hisse Senetleri ve Kurumlar Vergisi Değişiklikleri Arasındaki İlişki	33
6.1.7.Hisse Senetleri ve Kamu Harcamaları Arasındaki İlişki	34
6.1.8.Hisse Senedi ve Altın Fiyatları Arasındaki İlişki	35

6.1.9.Hisse Senetleri ve Piyasa Psikolojisi Arasındaki İlişki	35
6.1.10.Hisse Senetleri ve Siyasi Etkenler Arasındaki İlişki	36
6.1.11.Hisse Senetleri ve Devlet Müdahaleleri Arasındaki İlişki	36
6.1.12.Hisse Senetleri ve Mevsimsel Değişiklikler Arasındaki İlişki	37
6.2.Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme İçi Faktörler.....	38
6.2.1.Hisse Senetleri ve Kurumsal Yönetim Arasındaki İlişki.....	38
6.2.2.Hisse Senetleri ve Finansal Yapı Arasındaki İlişki	38
6.2.3. Hisse Senetleri ve Sermaye Artırımı Arasındaki İlişki	39
6.2.4.Hisse Senetleri ve Kâr Dağıtım Politikaları Arasındaki İlişki.....	40
6.2.5.Hisse Senetleri ve Şirketin Sektör İçerisindeki Payı Arasındaki İlişki	40
6.2.6.Hisse Senetleri ve Şirketin Faaliyet Konusu Arasındaki İlişki	41
6.2.7. Hisse Senetleri ve İçerden Öğrenenlerin Ticareti Arasındaki İlişki.....	41
6.2.8.Hisse Senetleri ve Finansal Raporlardaki Bilgilerin Kalitesi Arasındaki İlişki	42

İKİNCİ BÖLÜM: SERMAYA KAVRAMI VE SERMAYE ARTIRIM İŞLEMLERİ

1.Sermaye Kavramı Hakkında Genel Bilgiler	43
2.Anonim Şirketlerde Sermaye Kavramı.....	44
3.Anonim Şirketlerde Sermaye Getirme Yükümlülüğü ve Yaptırımları	45
4.Sermaye Sistemleri	47
4.1.Esas Sermaye Sistemi	47
4.2.Kayıtlı Sermaye Sistemi.....	47
5.Sermaye Artırım Nedenleri.....	48
5.1.Yeni Fon Temin Etmek Amacı ile Yapılan Sermaye Artırımları	49
5.2.Bir Anonim Ortaklığın Bir Sermaye Ortaklığı ile Birleşmesi	50
5.3. Sermayenin Yetersiz Kalması Sebebiyle Yapılan Sermaye Artırımı	51
5.3.1.Sermayenin Zarar Nedeniyle Yetersiz Kalması Durumunda Sermaye Artırımı	51
5.3.2.Şirketlerin Kuruluş Sermayesinin İş Hacminin Büyümesi ile Yetersiz Kalması Durumunda Sermaye Artırımı.....	52
5.3.3. Sermayenin Enflasyonist Baskı Sebebiyle Yetersiz Kalması Durumunda Sermaye Artırımı	53

6.Sermaye Artırım Türleri	53
6.1.Sermaye Taahhüdü Yolu ile Sermaye Artırımı.....	53
6.1.1.Esas Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı.....	54
6.1.2.Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı	54
6.1.3.Sermaye Artırımında Rüçhan Hakkı	56
6.2.İç Kaynaklardan Sermaye Artırımı	57
6.3.Şarta Bağlı Sermaye Artırımı.....	57
7.Anonim Şirketlerde Sermayenin Arttırılması	58
7.1. Sermaye Artırımına İlişkin Genel İlkeler.....	58
7.1.1. Önceki Sermayenin Ödenmiş Olması	58
7.1.2. Karar Verecek Organ.....	59
7.1.3. Gümrük ve Ticaret Bakanlığı İzni	59
7.1.4.Sermaye Artırımının Ticaret Siciline Tescil Edilmesi	60
7.1.5. Sermaye Artırımında Diğer Sicillere Yaptırılacak Bildirimler	60

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: SERMAYE PİYASASINDA KAMUNUN AYDINLATILMASI

1.Kamunun Aydınlatılması İlkesinin Gerekçesi ve Tarihçesi	61
2.Kamunun Aydınlatılmasının Amacı ve Önemi	61
3.Kamunun Aydınlatılması Kapsamında Kullanılacak Bilgilerin Özellikleri	63
3.1.Bağımsız Denetimden Geçmiş Olma	63
3.2.Tarafsız Olma.....	64
3.3.Tam Açıklama.....	64
3.4.Karşılaştırılabilirlik	65
3.5. Bilginin Esaslı Olması.....	65
4.Kamunun Aydınlatılmasında Taraflar	66
4.1.Kamunun Aydınlatılmasında Yükümlü Olan Taraflar.....	66
4.2.Kamunun Aydınlatılmasında Menfaat Grupları.....	67
5.Kamuyu Aydınlatma Platformunda Bildirim Tipleri.....	70
5.1.Finansal Tabloların Kamuya Açıklanması.....	70
5.2.Özel Durumların Kamuya Açıklanması.....	71
5.3.Diğer Bildirimler	72

6.Piyasa Şirket Bilgilerinin Öğrenilmesi	72
7. Kamuyu Aydınlatmanın Etkileri.....	73

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: OLAY ETÜDÜ YÖNTEMİ

1.Araştırmanın Önemi ve Amacı	75
2.Araştırma Kapsamı ve Sınırlamaları.....	76
3.Etkin Piyasalar Hipotezi	77
3.1.Zayıf Formda Etkinlik.....	78
3.2.Yarı Kuvvetli Formda Etkinlik	79
3.3.Kuvvetli Formda Etkinlik	79
4.Olay Etüdü Yöntemi	79
4.1.Literatür İncelemesi	80
4.2.Verilerin Analizi ve Yorumlanması.....	85
4.2.1. Beklenen Getirilerin Hesaplanması	85
4.2.2.Olay Etüdü Yönteminin Açıklanması	86
4.2.3.Duyuru Tarihinin ve Tahmin ve Olay Penceresinin Belirlenmesi	91
4.2.4.Oluşturulan Hipotez.....	92
4.2.5.Analiz ve Yorum	92
SONUÇ	97
EKLER	100
KAYNAKÇA.....	102

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 1. Kamuya Sunulan Bilgilerin Kullanıcıları.....	68
Şekil 2. Olay Etüdünün Zaman Çizelgesi.....	87



TABLÖLAR LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 1. Olay Penceresinde Anormal Getiriler, Ortalama Anormal Getiriler, Kümülatif Anormal Getiriler ile Brown ve Warner t Testi..... 93

Tablo 2. Olay Penceresinde Standartlaştırılmış Anormal Getiriler, Standartlaştırılmış Ortalama Anormal Getiriler ve Standartlaştırılmış Kümülatif Anormal Getiriler ile Patell t Testi 94

Tablo 3.Farklı Pencereelerde Brown ve Warner t Testi ve Patell t Testi ile Anlamlılık Sınaması..... 95

KISALTMALAR LİSTESİ

a.g.e : adı geçen eser

a.g.m : adı geçen makale

AR : Anormal Getiri (Abnormal Return)

AAR : Ortalama Anormal Getiri (Average Abnormal Return)

ASAR : Standartlaştırılmış Ortalama Anormal Getiri (Standardized Average Abnormal Return)

BDDK : Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu

BİST : Borsa İstanbul

CAR : Kümülatif Anormal Getiri(Cumulative Abnormal Return)

CAPM : Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli

CSAR : Standartlaştırılmış Kümülatif Anormal Getiri (Standardized Cumulative Abnormal Return)

GSMH : Gayri Safi Milli Hasıla

KAP : Kamuyu Aydınlatma Platformu

KVK : Kurumlar Vergisi Kanunu

MKK : Merkezi Kayıt Kuruluşu

SAR : Standartlaştırılmış Anormal Getiri (Standardized Abnormal Return)

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

TDK : Türk Dil Kurumu

TDS : Türkiye Denetim Standartları

TMS : Türkiye Muhasebe Standartları

TTK : 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

vb. : ve benzeri



GİRİŞ

Global veya yerel ölçekte yaşanan siyasal, ekonomik, kültürel ve sosyal değişimlerin şirketleri olumlu ve olumsuz etkilediği tartışılmaz bir konudur. Şirketler değişimlerin olumsuz etkilerini en aza indirmek veya olumlu etkilerinden yararlanmak için zaman içerisinde değişimlere paralel olarak hareket etmişlerdir. Ekonomi alanında yaşanan gelişmeler şirketlerin daha uygun koşullarda yatırım yapmasına olanak sağlayabilmektedir. Şirketlerin gelişmeler karşısında büyüme istekleri artacağı için yatırım yapmak şirketler için cazip hale gelecektir. Yatırım yapmak için gerekli olan finansman ihtiyacını ise sermaye artışından sağlayabilmesi kullanabileceği yöntemlerin başında gelmektedir. Diğer bir pencereden bakıldığında ise ekonomi alanındaki değişimler yüzünden meydana gelebilecek olan yüksek enflasyon, şirketlerin sermayesini olumsuz yönde etkilediğinden, özellikle gelişmekte olan şirketlerde hedeflere ulaşmada önemli bir engeldir. Ekonomik güce ve yeterli sermayeye ulaşmayı hedefleyen şirketlerin kullandığı araçlardan birisi sermaye artırım işlemleridir. Sermaye artırım işlemi şirket için olumlu veya olumsuz bir sinyal görevi gördüğünden, halka açık şirketlerde sermaye artırımının nedenleri önemlilik arz etmektedir. Yatırımcılar için sermaye artırım işlemleri hisse senetlerini etkileyen önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Sermaye artırım işlemlerinin şirketlerin hisse senedi fiyatı üzerinde etkisi olduğu kabul edilmekte birlikte, sermaye artırım duyurularının hisse senedi getirilerine etkisi çalışma kapsamında incelenecektir.

Hisse senedi, şirket ortaklarına sermaye paylarını belirlemek amacıyla verilen kıymetli evraklar olarak nitelendirilmektedir. Hisse senedinin fiyatı piyasa arz ve talep hareketlerine göre belirlenmektedir. Bu çerçevede yatırımcının kararları, hisse senedinin fiyatının oluşumunda şirket kararları kadar önemlilik arz etmektedir. Şirketlerin sermaye artırım kararları yatırımcıların kararlarını etkilediği için hisse senedi fiyatlarını doğrudan etkilemektedir. Hisse senedi fiyatını etkileyen çeşitli unsurlardan biri olan sermaye artırımı, ortaklardan veya ortaklar dışındaki üçüncü kişilerden fon elde edilerek gerçekleştirilen bedelli sermaye artırımı ve iç kaynakların sermayeye dönüşmesi ile gerçekleştirilen bedelsiz sermaye artırımı olarak ayrıma tabi tutulmaktadır.

Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler, yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki olayları kamuya açıklamak ile yükümlüdürler. Sermaye artırım kararı, yatırımcının kararını etkileyen önemli nitelikli olay olarak kabul edildiği için sermaye artırım kararlarının kamuya açıklanması ve bedelli ya da bedelsiz sermaye artırımını şeklinde gerçekleştirildiğinin belirtilmesi gerekmektedir.

Firmalar belirli dönemlerde sermaye artırım kararı almaktadır. Sermaye artırımının isteğe bağlı olarak yapıldığı durumlar olduğu kadar zorunlu olarak yapıldığı durumlarda mevcuttur. Sermaye artırım nedenleri genel olarak, şirketlerin kuruluş sermayesinin iş hacminin büyümesi sebebiyle yetersiz kalması, şirketin yeni yatırımlar yapmak için fon ihtiyacının doğması, enflasyonist baskı ile paranın satın alma gücünün azalması ve sermayesinin bu nedenle yetersiz kalması ve şirketin hatalı yönetiminden kaynaklı olarak sermayenin yetersiz kalması gibi durumlar olarak sıralayabiliriz. Şirketin hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların en önemli beklentisi güven ve istikrardır. Bu nedenle yatırımcılar, bir sermaye artırım kararını incelerken şirketin hangi sebeple sermaye artırımını yaptığını analiz etmektedir. Şirketin sermaye artırım nedeni, hisse senedi getirilerine etkisi pozitif veya negatif yansıması yatırımcıların beklentileri açısından önem arz etmektedir.

Bu tez çalışması dört bölümden oluşmaktadır. Tezin birinci bölümünde hisse senedi hakkında genel bilgilere yer verilerek hisse senetlerinin türleri ve türevleri ve hisse senedinin devri konuları ortaya konulmuştur. Pay sahibinin hak ve yükümlülükleri kanun kapsamında ele alınarak tanımlamalar yapılmıştır. Ayrıca hisse senedinin fiyat ve değer kavramlarının tanımlamaları yapılmıştır. Son olarak hisse senedini etkileyen işletme içi ve işletme dışı faktörlerden söz edilerek genel bir çerçeve çizilmiştir.

Tezin ikinci bölümünde ise anonim şirketlerdeki sermaye hakkında genel bilgilere yer verilerek ortakların sermaye koyma borcu ele alınmıştır. Sermaye artırım ve nedenleri hisse senedini fiyatını etkileyen önemli bir unsur olduğu için detaylı bir şekilde ele alınarak anlatılmıştır. Sermaye artırım türleri, sermaye artırımının hukuki kapsamı ve süreçleri incelenmiştir.

Tezin üçüncü bölümünde sermaye piyasalarında sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırımcıların kararlarını etkileyecek önemli nitelikli olay ve gelişmeler kamunun aydınlatılması ilkesi ve önemi kapsamında ele alınarak incelenmiştir. Kamunun aydınlatılması amacıyla kullanılacak bilgilerin özellikleri açıklanmakla birlikte söz konusu bilgileri sunmakla yükümlü olan taraflar ve bu bilgilerden fayda sağlayan taraflardan bahsedilmiştir. KAP’da bildirim tipleri ve piyasa şirket bilgilerinin öğrenilmesi konuları ayrıca incelenmiştir.

Tezin son bölümü olan dördüncü bölümde ise bedelli ve bedelsiz sermaye artırım duyurularının hisse senedi getirileri üzerine etkisinden bahsedilmiştir. Araştırmanın amacı ve önemi belirtilerek araştırmanın kapsamı ve sınırlamaları tanımlanmıştır. Etkin piyasalar hipotezi kapsamında olay etüdü yöntemi uygulanarak anormal getiriler hesaplanmış ve analiz ve yorumlar yapılmıştır.

Bu çalışmada hisse senetleri Borsa İstanbul Hisse Senetleri Piyasasında işlem gören şirketlerin, olay etüdü yöntemi ile sermaye artırım duyurularının şirketlerin hisse senetleri getirisinin piyasa getirisinden bağımsız olarak anormal bir getiri getirip getirmediği incelenecektir. Çalışmanın deneysel kısmı bir olay çalışmasından oluşmaktadır. Çalışmada kullanılan veriler 2014-2018 yılları arasındaki 5 yıllık bedelli ve bedelsiz sermaye artırım yapan şirketlerden elde edilmiştir. Örnekleme 34 şirkete ait toplam 70 sermaye artırım duyurusu yer almaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ KAVRAMI VE HİSSE SENEDİ FİYATINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1.Hisse Senedi Hakkında Genel Bilgiler

Piyasa mal/hizmet veya fon arz edenler ile mal/hizmet veya fon talep edenlerin karşılaştığı yer olarak ifade edilmektedir.¹ Piyasalar genellikle reel ve finansal piyasalar olarak örgütlenmektedir. Reel piyasalar mal veya hizmet arz edenlerle talep edenlerin karşılaştığı piyasalar olarak tanımlamak mümkün olmakla birlikte finansal piyasalar fon arz edenlerle talep edenleri karşılaştığı piyasalar olarak tanımlamak mümkündür.²

Piyasada arz ve talebin kesişerek piyasa denge fiyatı ve piyasa denge miktarını oluşturduğunu gözlemleyebiliriz. Denge fiyatı, piyasanın dengede olduğu zamanlarda gerçekleşmiş olan fiyat olarak tanımlanırken denge miktarı ise piyasanın dengede olduğu zaman oluşan fiyat üzerinden satın alınan miktar olarak tanımlanmaktadır.³ Talepteki herhangi bir sebeple meydana gelen bir artış, arzın sabit kalması şartıyla, piyasa denge fiyatını ve piyasa denge miktarını değiştirecek ve denge noktası tekrar oluşacaktır.

Finansal piyasaları çeşitli açılardan incelemek mümkün olmakla birlikte, bu çalışma kapsamında para piyasası ve sermaye piyasası olarak bir ayrıma tabi tutmak mümkündür. Kısa vadeli fonların arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar para piyasası olarak adlandırılır. Orta ve uzun vadeli işlemlerin yapıldığı piyasalar ise sermaye piyasası olarak adlandırılır. Para piyasasına konu olan araçları mevduat, mevduat sertifikası, hazine bonusu, finansman bonusu, repo-ters repo, eurodolar olarak sıralayabiliriz. Sermaye piyasasına konu olan araçlarımız ise tahviller, gelir ortaklığı senetleri ve bu çalışma kapsamında incelenecek olan hisse senetleridir.

Hisse senetleri için çeşitli tanımlar yapmam mümkündür. Hisse senedi, anonim şirketler ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler tarafından ihraç edilen,

¹ Milli Eğitim Bakanlığı, **Muhasebe ve Finansman - Sermaye Piyasası Faaliyetleri**, Ankara, 2011, s.9.

² Turgay MÜNYAS, **Türkiye’de Sermaye Piyasasının Yapısı ve İşleyişi**, 1. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayınevi, 2015, s.1.

³ <https://ekonomihukuk.com/mikro-iktisat/arz-talep-piyasa-dengesi/>

sermayenin belli bir oranını temsil eden ve sahiplerine aynı oranda ortaklık hakkı veren kıymetli evraktır.⁴

Hisse senedi, kanunda bildirici nitelikli bir evrak olarak düzenlendiği için üzerinde bir alacak hakkı kurulamaz. Hisse senedi, anonim şirketlerdeki ortakların hisseleri üzerindeki hukuksal işlemleri kolaylaştırmak ve aidiyeti belirlemek için çıkarılan senetlerdir.⁵

Hisse senedinin bir diğer tanımını ise ticari işletmenin tümünün maddi ve manevi varlığının belli bir parçasını temsil eden bir mülkiyet senedi olarak tanımlayabiliriz. Bir şirketin hisse senedini elinde bulunduran kişiler o şirkete, şirketin borç ve alacaklarıyla birlikte, ortak olur.⁶

Bu çalışma kapsamında anonim şirketler tarafından çıkarılan hisse senetlerine değinilecektir. Anonim şirketlerde pay sahipliğini tesvik etmek ve paylar üzerine yapılan hukuki muameleleri kolaylaştırmak amacıyla payları temsil eden hisse senetleri çıkarılır.⁷ Pay hakkı ve hisse senetleri birbirine sıkı sıkıya bağlı haklar olduğu için bu haklar senetten ayrı olarak ileri sürülemez ve başkalarına da devredilemez. Bu açıdan hisse senetleri kıymetli evrak niteliğindedir.⁸ Esas sözleşmede aksi öngörülmedikçe, hisse senetleri nama yazılı olması gerekmektedir. T.T.K.’nın 484. maddesinde “*Pay senetleri hamiline veya nama yazılı olur. Bedelleri tamamen ödenmemiş olan paylar için hamiline yazılı pay senetleri çıkarılamaz. Bu hükme aykırı olarak çıkarılanlar geçersizdir. İyiniyet sahiplerinin tazminat haklarının saklıdır.*” şeklinde düzenlenmiştir.

Hisse senetlerinin piyasa fiyatı, herhangi bir zaman diliminde sahip olması gereken fiyat olup, bir yatırımcının yatırımdan beklediği muhtemel kazançların iskonto edilmiş toplamlarından meydana gelen gerçek değere eşittir. Gerçek değer, hisse senedinin gelecekteki kazançlarının bugünkü değerleri toplamından ibarettir. Piyasa

⁴ Nurhan AYDIN, **Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar**, 1.Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınevi, 2004, s.63.

⁵ Aydın KARAPINAR, Rıdvan BAYIRLI, Hasan BAL ve Diğerleri, **Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim: SPK Lisanslama Sınavlarına Hazırlık**, 4.Baskı, Ankara: Özbaran Ofset Matbaacılık, 2009, s.9.

⁶ Muharrem KARSLI, **Sermaye Piyasası “Borsa” Menkul Kıymetler**, 4. Baskı, İstanbul: IMKB Yayınları, 1994, s.327.

⁷ İsmail Yılmaz ASLAN ve Mevci ERGÜN, **Ticaret Hukuku**, 4.Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayım Dağıtım, 2009, s.206.

⁸ Oruç Hami ŞENER, **Ortaklıklar Hukuku**, Gözden Geçirilmiş 2.Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2015, s.606.

fiyatının bu gerçek değerin altında olması halinde, hisse senedine olan talep artışı sebebiyle fiyat yükselmeleri, üstünde olması halinde ise arzın artmasından kaynaklanan fiyat düşmeleri gözlemlenir. Hisse senedinin piyasa fiyatı, gerçek değerinin etrafında aşağı ve yukarı doğru dalgalanma gösterir.⁹

Hisse senedi getirisi ise, yatırımın bir ödülü olarak tanımlanabilir. Yapılan herhangi bir yatırımın getirisi, dönemsel nakit ödemeler olarak adlandırılan kâr payından ve piyasa değerindeki artışa bağlı olarak oluşan sermaye kazancından meydana gelmektedir.¹⁰

2.Hisse Senedi Türleri ve Türevleri

2.1.Hisse Senedi Türleri

Hisse senetleri, hisse senedini elinde bulunduran aktörlere sağladığı haklar, ihraç değerleri ve devir işlemleri bakımından çeşitlilik göstermektedir. Hisse senedi türlerini, hamiline ve nama yazılı hisse senetleri, adi ve imtiyazlı hisse senetleri, primli ve primsiz hisse senetleri, bedelli ve bedelsiz hisse senetleri ve kurucu ve intifa hisse senetleri olarak sıralayabiliriz.¹¹

2.1.1.Hamiline Yazılı ve Nama Yazılı Hisse Senetleri

Genel bir tanımlamayla nama yazılı hisse senetleri ortaklık payını temsil etmesi için anonim şirketler tarafından çıkarılan ve hisse senedinin üzerinde ilgili kişinin adı yazılan kıymetli evraktır. Hamiline yazılı hisse senetlerinde ise herhangi bir isim bulunmaz.

T.T.K.’nın 658. maddesinde hamiline yazılı hisse senetleri, “*Senedin metninden veya şeklinden, hamili kim ise o kişinin hak sahibi sayılacağı anlaşılan her kıymetli evrak, hamile veya hamiline yazılı senet sayılır.*” şeklinde tanımlanmıştır. Kanun tanımından anlaşılabacağı üzere hamiline yazılı hisse senetlerin devrinde senedi elinde bulunduran kişi

⁹ Cevat SARIKAMIŞ, “ Borsadaki Durgunluğun Nedenleri Üzerine Düşünceler”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl 9, Sayı 105, 1987, s.13.

¹⁰ Arman TEVFİK, **Hisse Senedi Değerlemesi**, 1. Baskı, İstanbul: Çevik Maatbacılık, 2005, s.10.

¹¹ <https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-cesitleri>(25.12.2019)

hak ve söz sahibi olacaktır. Ancak bir senedin hamiline düzenlenebilmesi için bir senedin kanun koyucu tarafından hamiline düzenlenmesine izin vermesi gerekir.¹² Örneğin poliçe ve bonolar hamiline düzenlenemezken hisse senetleri hamiline yazılı olarak düzenlenebilirler. Kanun koyucu senedin kolaylıkla el değiştirmesi piyasa aktörleri tarafından fayda sağladığı için böyle bir hüküm getirmiştir. Ancak senedin kaybedilme ya da senedin çalınma risklerini arttırdığını da belirtmek gerekir.

Hisse senetleri tertipler halinde çıkartıldığından dolayı yeni tertip hamiline hisse senedi çıkartılabilmesi için çıkarılmış olan bir tertip hamiline yazılı hisse senedinin bedelinin tamamen ödenmesi gerekmektedir. Dolayısıyla tedavülde yer alan hamiline yazılı hisse senetleri bedellerinin tamamı ödenmiştir.¹³

T.T.K.’nın 654. maddesinde nama yazılı hisse senetleri, *“Belli bir kişinin adına yazılı olup da onun emrine kaydını içermeyen ve kanunen de emre yazılı senetlerden sayılmayan kıymetli evrak nama yazılı senet sayılır.”* şeklinde tanımlanarak emre yazılı senetlerden farkı ortaya çıkarılmıştır ancak hamiline yazılı senetler bakımından farkı ortaya çıkarılmamıştır. Ancak belirli hallerde belirli bir kişi adına düzenlenip de emre kaydını içermeyen senet hamiline kaydı içerirse, senet nama değil hamiline yazılı senetlerden sayılırlar.¹⁴ Nama yazılı hisse senetlerinin devri yazılı devir beyanı ve senet üzerindeki zilyetliğin geçirilmesi suretiyle devredilir.

Nama yazılı hisse senetlerinin bedellerinin tamamen ödenmeden çıkarılabilmesi, nama yazılı hisse senetleri ile hamile yazılı hisse senetleri arasındaki en önemli farktır. Hisse senetlerinin ödenmeyen kısımları taksitler halinde ödenebilir. Hisse senetlerinin geçerli olabilmesi için tek koşul anonim şirketin tüzel kişilik kazanmış olmasıdır.¹⁵

2.1.2.Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri

Hisse senetleri sahibine sağladığı haklar bakımından adi hisse senetleri ve imtiyazlı hisse senetleri olarak ayrılabilir. Sahiplerine eşit haklar tanıyan hisse senetlerine

¹² Ergun TUNA, *Ticaret Hukuku Prensipleri Cilt III Kıymetli Evrak*, 1.Baskı, İstanbul: Yatırım Maatbası, 2013, s.31.

¹³ Nazmi KARYAĞDI, *Kâr Dağıtımı ve Vergilendirilmesi*, Güncelleştirilmiş ve Geliştirilmiş 2. Baskı, İstanbul: Maliye Hesap Uzmanları Derneği, 2002,s.153.

¹⁴ TUNA, a.g.e., s.10.

¹⁵ KARYAĞDI, a.g.e., s.154.

adi hisse senetleri denir.¹⁶ Adi hisse senetleri sahiplerine kâr dağıtımı, tasfiyede eşit pay alma ve genel kurulda eşit oy hakkı tanılırlar. Borsada en sık karşımıza çıkan hisse senetleri adi hisse senetleridir.

T.T.K.’nın 478. maddesinde imtiyaz hakkı kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, paya tanınan üstün bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkı olarak tanımlanmıştır. Bir kısım hisse senetleri ise adi hisse senetlerine göre kârâ katılmada, yönetim ve denetim kuruluna üye seçiminde, oy hakkında ve benzeri konularda esas sözleşmeye dayanarak sahiplerine imtiyazlı haklar sağlayabilirler. Bu tip hisse senetlerine ise imtiyazlı hisse senetleri denir.¹⁷ İmtiyazlı hisse senetleri anonim şirketin kuruluşu sırasında esas sözleşmede yer alabileceği gibi daha sonra esas sözleşmede değişiklik yapılmak suretiyle de kabul edilebilir.

İmtiyazlı hisse senetlerini dört gruba ayırmak mümkündür. Şirketin tasfiyesi sırasında diğer hisse senetlerine göre şekil ve oran bakımından imtiyaz tanıyan senetlere “ tasfiye sırasında ayrıcalık tanıyan hisse senetleri “ denir. Genellikle kuruculara verilen ve sahibine birden fazla oy hakkı tanıyan senetlere “ oy hakkında ayrıcalık tanıyan hisse senetleri “ denir. Kâr payı dağıtımında adi senetlerin sahip olduğu haklara ek olarak özel menfaatlerde sağlayan hisse senetlerine “kâr dağıtımında ayrıcalık tanıyan hisse senetleri denir. Sermaye artırımında veya şirket yönetiminde ayrıcalık tanıyan hisse senetlerine ise “ diğer konularda ayrıcalık tanıyan hisse senetleri” denir.¹⁸

2.1.3.Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Hisse senetleri sermaye artırımının hangi kaynaklardan yapıldığına göre ikiye ayrılmaktadır. Üçüncü kişilerden fon temin edilerek gerçekleştirilen bedelli sermaye artırımı ve iç kaynakların sermayeye dönüşmesi ile gerçekleştirilen bedelsiz sermaye artırımını olarak ayrılmaktadır. Sermaye artırımları şirketin piyasada oluşan fiyatını direkt etkileyen önemli kalemlerden biri olarak görülmektedir.

¹⁶ Sunay ÇAKIR, Ferhat YALIN ve Begench YANGİBAYEV, Hisse Senedi Piyasası, **Dönem Projesi**, Kırıkkale Üniversitesi, Mayıs 2014, s.4.

¹⁷ Hisse Senedi Nedir, 2011, <https://www.paraborsa.net/i/hisse-senedi-nedir/> (25.12.2019)

¹⁸ Selahattin TUNCER, **Türkiye’de Sermaye Piyasası**, İstanbul: Okan Yayıncılık, 1985, s.210.

Sermaye artırımını sırasında iç kaynaklardan sermayeye aktarılan tutar karşılığında çıkartılan ve ortaklara bedel olmaksızın dağıtılan hisse senetlerine bedelsiz hisse senetleri denir. İç kaynaklardan sermaye artırımını söz konusu olduğu için bedelsiz hisse senetleri işletmeye kaynak sağlamamaktadır. Bedelsiz hisse senetleri yedek akçe, dağıtılmamış kâr, yeniden değerlendirme fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye ilave edilmesi ile çıkartılır.¹⁹ Bedelsiz sermaye artırımında şirketler bedelli sermaye artırımında olduğu gibi ek bir finansman kaynağı elde edememektedir. Bedelsiz sermaye artırımını hisse senedinin likiditesini ve değerini artırmak için sermayenin kullanılmayan kısımlarını (yedekler, emisyon primi vs.) aktif hale getirmek gibi yararları vardır. Ayrıca enflasyon karşısında erimiş olan sermayeyi bedelsiz sermaye artırımını yolu ile güçlendirilebilir.

Bir işletmenin kuruluşunda ya da sermaye artırımını sırasında bir bedel karşılığında çıkarılan ve ortaklara dağıtılan hisse senetlerine bedelli hisse senetleri denir. Bedelli hisse senetleri, bedelsiz hisse senetlerinin aksine mevcut ortaklardan veya şirket dışındaki kişilerden işletmeye kaynak sağlamaktadır.²⁰ Şirketler yeni yatırımlar yapmak amacıyla, ihtiyaçları olan finansmanın sağlanması için bedelli sermaye artırımını tercih ederler. Şirket hali hazırda var olan ortaklarına payları oranında veya nakit karşılığında yeni çıkarılan payları alma hakkı(rüçhan hakkı) tanıyabilir. Rüçhan hakkı yeni yatırımcıları şirkete çekmek amacıyla mevcut ortaklar tarafından alınacak bir kararla sınırlandırılabilir.

2.1.4.Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

Hisse senetleri üzerinde yazılı olan değerden veya daha yüksek değerden ihracına bağlı olarak primli ve primsiz hisse senedi olarak ayrıma tabi tutulmaktadır.

Hukuk sistemimizde hisse senedi ihracının gerçekleştirilebilmesi için hisse senedinin mutlaka nominal değeri olmalıdır. Bir senedin üzerinde yazılı olan fiyata

¹⁹ Metin ÇOŞKUN, **Finansal Piyasalar**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 2002,s.180.

²⁰ Nuray KONDAK, **Finansal Pazarlara Giriş Menkul Kıymet Pazarlarının Gelişimi**, Finansal Araçlar ve Kurumları, 1. Baskı, İstanbul: Der Yayınları, 1998, s.81.

nominal değer denir. Eğer bir senet nominal bedel ile ihraç ediliyorsa primsiz hisse senedi, nominal bedelin üzerinde bir fiyat ile ihraç ediliyorsa primli hisse senedi denir.

T.T.K.’nın 347. maddesinde “ *Primli paylar itibarı değerinden aşağı bedelle pay çıkarılamaz. Payların itibarı değerinden yüksek bir bedelle ıkarılabilmeleri için esas sözleşmede hüküm veya genel kurul kararı bulunmalıdır.*” şeklinde düzenlenmiştir. Primli hisse senedi ihracı için esas sözleşmede bir hüküm olmalı veya genel kurulca karar alınması gerekmektedir. Kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşmede düzenlenmesi koşuluyla yönetim kurulu kararı ile primli hisse ihraç edilebilir.²¹

Yönetim kurulu sermaye artırımını sırasında yeni payların primli ve primsiz çıkarılmasının sebeplerini ve primli çıkarılması durumunda primin nasıl hesaplanacağını bir rapor ile açıklar. Açıklanan rapor ise daha sonra tescil ve ilan edilir.

2.1.5.Kurucu Hisse Senedi ve İntifa Hisse Senedi

Kurucu hisse senetleri, esas sözleşme hükümleri gereğince kuruluş hizmeti karşılığında kurucuların adlarına yazılı olmak şartıyla ihraç edilen hisse senetlerdir. Anonim şirketlerde ani kuruluşlarda şirket sözleşmesi ile tedrici kuruluşlarda ise kuruluş genel kurulunun kararıyla kurucu senetleri oluşturulur. Esas sözleşmede sonradan yapılacak değişiklikle kurucu intifa senedi çıkarılamaz.²²

Kurucu hisse senetleri şirket kârının bir kısmına iştirak hakkı vermekle birlikte belirli bir sermaye payını temsil etmemektedir. Kurucu intifa senetleri, şirkette bir sermaye payını temsil etmediklerinden pay senedi değillerdir ve sahibine oy kullanmak gibi ortaklık hakları sağlamamaktadır.²³ Kurucu intifa senetleri şirkette dağıtılabilecek kâr mevcut ise kâr dağıtılmaması kararlaştırılmamış olsa bile esas sözleşmede n görülen kâr paylarını alırlar.

İntifa hisse senetleri, bazı kişilere çeşitli hizmetler veya alacak karşılığı olarak sermaye payını temsil etmeyen yani ortaklık hakkı sağlamayan genel kurul kararı ile

²¹ Mehmet Ali CANOğLU, “İhraç Primi Vergisel Yönü”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Temmuz 2005, Sayı 7, s.4.

²² Gönen ERİş, **Anonim şirketler Hukuku**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 1995, s.127.

²³ KARYAğDI, a.g.e., s.157.

kuruluştan sonra verilen hisse senetleridir.²⁴ T.T.K.’nın 502. maddesinde intifa senetleri *“Genel kurul, esas sözleşme uyarınca veya esas sözleşmeyi değiştirerek bedeli kanuna uygun olarak payların sahipleri, alacaklılar veya bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine intifa senetleri çıkarılmasına karar verebilir.”* şeklinde düzenlenmiştir. Kurucular için çıkarılanlar dâhil olmak üzere, intifa senetleri emre ve hamiline yazılı olabilir. T.T.K.’nın 503. maddesinde *“İntifa senedi sahiplerine pay sahipliği hakları verilemez; ancak, bu kişilere, net kâra, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya yeni çıkarılacak payları alma hakları tanınabilir.”* şeklinde düzenlenmiştir.

2.2.Hisse Senetleri Türevleri

Hisse senedi türevlerini hisse senetleri ile büyük ölçüde benzerlikleri olmasına rağmen hisse senedi işlevlerini göstermeyen menkul kıymetler olarak tanımlayabiliriz. Hisse senedi türevlerini oydan yoksun hisse senetleri, katılma hisse senetleri ve kâr ve zarar ortaklığı belgesi olarak sıralayabiliriz.

2.2.1.Oydan Yoksun Hisse Senetleri

Oydan yoksun hisse senetleri, oy hakkının bulunmamasıyla birlikte bazı konularda oy hakkının bulunmamasını telafi edecek nitelikte çeşitli imtiyazlar sağlanmış hisse senetlerini ifade etmektedir.²⁵ Oydan yoksun hisse senetlerinin nama yazılı olarak düzenlenmesi zorunludur.

Oydan yoksun hisse senetlerinin ihracı için kâr payında imtiyaz tanınması zorunludur. Ortaklık esas sözleşmede hüküm bulunmak koşulu ile oydan yoksun hisse senedi sahiplerine tasfiye bakiyesinde imtiyaz tanıyabilir. Ortakların yapacakları sermaye artırımlarında oydan yoksun hisse senedi sahiplerinin diğer ortaklarla birlikte sermaye payları ile orantılı olarak yeni pay alma hakkı vardır. İç kaynaklı sermaye artırımında oydan yoksun hisse senedi sahipleri artırım tarihindeki sermaye payları oranında bedelsiz oydan yoksun pay alma hakkına sahiptir. Oydan yoksun hisse senedi sahipleri oy hakkına

²⁴ Sudi APAK, **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1993, s.32.

²⁵ Abuzer KENDİGELEN, **Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, 1.Baskı, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 1999, s.49.

sahip diğer ortaklar gibi bilgi almak hakkı, genel kurula katılma hakkı ve azınlık haklarına sahiplerdir.²⁶

Oydan yoksun hisse senedi sahipleri doğrudan veya dolaylı olarak uğradıkları zararların tazmini için yönetim kurulu ve denetçileri aleyhine sorumluluk davası açabilirler. Oydan yoksun hisse senetlerinde oy hakkının doğması da mümkündür. Ortaklık, ard arda 3 yıl kâr dağıtmazsa veya mevzuatın izin vermediği halde herhangi bir nedenle bir yıl mevcut kâr dağıtmazsa oydan yoksun hisse senedi sahipleri esas sermaye katılmaları ile orantılı olarak oy hakkını elde ederler ve buna bağlı olarak imtiyazlı bu paylar adi pay haline dönüşür.²⁷

2.2.2.Katılma Hisse Senetleri

Anonim ortaklıklar ortaklık haklarına sahip olmaksızın kârdan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma ve yeni pay alma gibi olanakların bir bölümünden veya tamamından yararlanma hakkı sağlayan ve nakit karşılığı satılmak üzere katılma intifa senetleri çıkarabilirler.²⁸ Katılma intifa senetleri hamiline veya nama yazılı olarak düzenlenebilirler.

Katılma intifa senetleri izahnamesi, satışın gerçekleşmesi durumunda anonim şirket ile katılma intifa senedi sahibi arasında düzenlenmiş bir sözleşmedir.²⁹ Katılma intifa senetleri, esas sözleşmede bir hüküm olması koşulu ile genel kurul kararıyla süresiz olarak çıkarılabilir. Şirket tarafından süresiz ya da nominal değerinin üzerinde ihraç edilebilen katılma intifa senedi halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin de satışa sunulabilir.

2.2.3. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi

Anonim ortaklıklar finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla yurt içinde veya yurt dışında satılmak üzere kâr ve zarara ortak olmak amacıyla kâr ve zarar ortaklığı

²⁶ Mustafa AKIL ve Erdal CANPOLAT, **Menkul Sermaye İratları ve Borsa Kazançlarının Vergilendirilmesi**, 1.Baskı, İstanbul: Kurtiş Matbacılık, 2001, s.47-48-49.

²⁷ AKIL ve CANPOLAT, a.g.e. s.48.

²⁸ Aydın KARAPINAR, Rıdvan BAYIRLI, Hasan BAL ve Diğerleri, **Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim: SPK Lisanslama Sınavlarına Hazırlık**, 8.Baskı, Ankara: Özbaran Ofset Matbacılık, 2007, s.261.

²⁹ KARYAĞDI, a.g.e. s.158.

belgesi adı altında menkul kıymet ihraç edebilirler ve halka arz yolu ile satabilirler.³⁰ Finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla toplanan fonlar şirketin her türlü faaliyetinin finansmanı için kullanılabilir. Kâr ve zarar ortaklığı belgesinde anonim şirketin zarar etmesi halinde yatırımcı zarara da ortak şekilde katlanmak durumdadır. Diğer bir deyişle kâr garantisi olmayan bu araçlarda belirli hesaplamalar dâhilinde yatırımcı kâr ve zarara katılmaktadır.

Kâr ve zarar ortaklığı belgeleri hisse senetlerinin bazı özelliklerini taşımakla birlikte hisse senetlerinden farklılıkları da mevcuttur. Hisse senetlerinde olduğu gibi ortaklıkta bir mülkiyet hakkı vermez ve şirket yönetiminde oy hakları yoktur. Kâr ve zarar ortaklığı belgelerinde en kısa vade bir ay en uzun vade yedi yıldır.

3.Hisse Senetlerinin Devri

Anonim ortaklıklarda hisse senetleri devirleri hisse senedinin türüne göre değişiklik göstermektedir. Nama yazılı hisse senetleri ciro ve zilyetliğin geçirilmesi suretiyle devredilirken, hamiline yazılı hisse senetleri sadece zilyetliğin geçirilmesi suretiyle devredilmektedir.

3.1.Hamiline Yazılı Hisse Senetlerinin Devri

T.T.K.’nın hamiline yazılı pay senetlerinin devrini açıklayan 489. maddesinde “*Hamiline yazılı pay senetlerinin devri, şirket ve üçüncü kişiler hakkında, ancak zilyetliğin geçirilmesiyle hüküm ifade eder.*” hükmüne yer verilmiştir. Hamiline yazılı hisse senetler zilyetliğin devri, yani sadece senedin el değiştirmesi ile mümkün olmaktadır. Hisse senedinin zilyedi kimse senedin sahibi de olur. Mülkiyetin kazanılması için mülkiyetin karşı tarafa geçirilmesi iradesi olması gerekmektedir. Aksi takdirde hisse senedi sahibinin rızası dışında ve kötü niyetli olarak elde edilen hisse senetleri pay sahibi yapmaz. Hamiline yazılı hisse senetlerde senedin çalınması ve kaybolması risklerini en aza indirmek için kanuna getirilmiş bir düzenlemedir.

Hamiline yazılı hisse senetlerinin devrinde zilyetliğin karşı tarafa geçirilmesi suretiyle devredilmesi esas devir şekli olsa da taraflar isterlerse ciro veya temlik beyanı

³⁰ KARAPINAR, BAYIRLI, BAL ve Diğerleri, a.g.e. s. 260.

ile birlikte teslim ile de devir işlemi gerçekleştirilebilir.³¹ Hisse senedine bağlı hak ve yükümlülükler devralana geçer. Şirkete bir bildirim yapılmasına gerek duyulmamaktadır.

3.2.Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri

Nama yazılı hisse senetleri kanunen emre yazılı bir senettir. T.T.K.’nın nama yazılı payların ve pay senetlerinin devredilmesi ilkesini gösteren 490. maddesinde ise *“Kanunda veya esas sözleşmede aksi öngörülmedikçe, nama yazılı paylar, herhangi bir sınırlandırmaya bağlı olmaksızın devredilebilirler. Hukuki işlemle devir, ciro edilmiş nama yazılı pay senedinin zilyetliğinin devralana geçirilmesiyle yapılabilir.”* hükmüne yer verilmiştir. Kanun hükmünden de açıkça anlaşılabileceği üzere nama yazılı hisse senetlerinin devrinde senedin ciro edilmesi ve zilyetliğin karşı tarafa geçirilmesi gerekmektedir.

Zilyetliğin devralana geçirilmesi devralan açısından mülkiyetin kazanılması için önem arz etmektedir. Mülkiyetin kazanılması için mülkiyetin karşı tarafa geçirilmesi iradesi ve devri yapanın yetkili olması gerekmektedir.³²

4.Pay Sahibinin Hak ve Yükümlülükleri

Hisse senedi, senedi elinde bulunduranlara piyasa aktörlerine bazı hak ve yükümlülükler getirmektedir. Hisse senedi sahibinin haklarını kâr payı alma hakkı, rüşhan hakkı, tasfiye bakiyesine ve şirket yönetimine katılma hakkı, oy verme hakkı, bilgi alma ve inceleme hakkı, özel denetim isteme hakkı olarak sıralayabiliriz.³³ Hisse senedi sahibi kuruluştaki ve sermaye artırımında kendi üzerine düşen pay bedellerini ödemekle ve şirketin sırlarını saklamakla yükümlüdürler.

³¹ Mehmet MAÇ ve Cüneyt BÜYÜKYAKA, “Anonim Şirketlerde Hisse Devrinin Geçerli Olması İçin Gerekli Hukuki Şartlar ve İşlemler”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Sayı 79, Ekim 2010.

³² MAÇ ve BÜYÜKYAKA, a.g.m.

³³ <https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-sahibinin-haklari> (25.12.2019)

4.1.Pay Sahibinin Hakları

Hisse senetleri, anonim ortaklık sermaye payını temsil eden senettir.³⁴ Hisse senetleri anonim ortaklıkta sermaye payını temsil ettiği için sahibine her türlü ortaklık hakkından yararlanma imkânı sağlar. Söz konusu bu hakları kâr payı alma hakkı, rüçhan hakkı, tasfiye bakiyesine ve şirket yönetimine katılma hakkı, oy verme hakkı, bilgi alma ve inceleme hakkı, özel denetim isteme hakkı olarak sıralayabiliriz.³⁵

T.T.K.'nda ayrıca belirli pay veya pay sahiplerine imtiyaz hakları tanınabileceği belirtilmiştir. Sahibine diğer paylara oranla farklı ve üstün haklar tanıyan paylar imtiyazlı paylar olarak tanımlanabilir. Söz konusu tanımda yer alan üstünlük unsuru aslında farklılıktan kaynaklanmaktadır. Diğer bir deyişle bir payın sahibine, diğer payların sağlamadığı farklı bir hak sağlaması söz konusu payı, diğer paylar karşısında üstün konuma getirecektir.³⁶

4.1.1.Kâr Payı

Anonim şirketlerde temel ortaklık haklarının başında kâr payı hakkı gelmektedir. Anonim şirketlerin kuruluş amacının başında kâr elde etmek ve elde edilen kârı dağıtma prensibi yatmaktadır. İşletmelerin faaliyetlerinden sağladığı dönem sonu kârından mevcut ortaklıklara düşen pay kâr payı olarak ifade edilirken anonim şirketlerin dönem içinden elde ettikleri kârdan mevcut ortakların pay almasına kâr payı hakkı olarak ifade edilir.³⁷

Anonim şirketlerde pay sahibinin kâr payı hakkı ve kâr payının dağıtılması esasları T.T.K.'nda düzenlenmiştir. T.T.K.'nın 509. maddesinin 2. fıkrasında belirtildiği üzere kâr payı dönem net kârından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilir. T.T.K 'nın 523. maddesinde ise “ *Kanuni ve esas sözleşmede öngörülen isteğe bağlı yedek akçeler*

³⁴ Emre ÖZDEMİR, Türk Sermaye Piyasasında Menkul Değerler Analizi ve Piyasa Zamanlaması Etkinliğinin Ölçülmesi, **Yüksek Lisans Tezi**, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finansman Anabilim Dalı, Ankara, 2007, s.18.

³⁵ **Deha Yayınları**, Ticaret ve Borçlar Hukuku, Güncelleştirilmiş 7. Baskı, 2017, s.93.

³⁶ KENDİGELEN,a.g.e., s.17.

³⁷ Atakan KAYA, Kar Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama, **Yüksek Lisans Tezi**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finansman Programı, İzmir, 2014, s.12.

ayrılmadıkça pay sahiplerine dağıtılacak kâr payı belirlenemez.” şeklinde tanımlanmıştır. Halka açık anonim şirketlerde payların ihraç ve iktisap tarihi dikkate alınmadan mevcut payların tümüne eşit olarak dağıtılmaktadır. Dağıtılabilir kâr, kâr payı kavramı ile ilişkilendirilir ve dağıtılabilir kâr halka açık şirketlerde S.P.K.’nuna göre dağıtılmaktadır.

Kâr payı hakkı, şirketlerde pay sahibinin en önemli haklarından biri olarak düzenlenmiştir. Kâr payı hakkı kazanılmış bir haktır ve ancak belirli koşullarda sınırlandırılabilir.³⁸ T.T.K.’nın açık hükümlerinden anlaşılabileceği üzere ve esas sözleşme gereğince kâr payı dağıtımında ilk önce yedek akçeler ayrılmaktadır. Yedek akçelerinden ayrılmasından sonra bir kâr söz konusu ise daha sonra ortaklara kâr payı dağıtımı yapılmaktadır. Bir diğer ifadeyle yedek akçeler ile pay sahibinin kâr payı alma hakkını sınırlandırılmaktadır.³⁹

4.1.2. Tasfiye Payı

Tasfiye süreci, kanunda belirtilen sona erme sebeplerinin gerçekleşmesiyle birlikte anonim şirketlerin aktif ve pasiflerini hesapladığı süreç olarak ifade edilebilir. Tasfiye sürecindeki amaç şirket alacaklılarının alacaklarını güvende tutmaya çalışarak alacaklıların tatmin edilmesiyle birlikte kişiliğin ortadan kaldırılmasını ve sürecin şartlara uygun ve etkin bir biçimde yönetilmesini sağlamaktır.

T.T.K.’nın 507. maddesinde *“Her pay sahibi, kanun ve esas sözleşme hükümlerine göre pay sahiplerine dağıtılması kararlaştırılmış net dönem kârına, payı oranında katılma hakkını haizdir. Şirketin sona ermesi hâlinde her pay sahibi, esas sözleşmede sona eren şirketin mal varlığının kullanılmasına ilişkin, başka bir hüküm bulunmadığı takdirde, tasfiye sonucunda kalan tutara payı oranında katılır.”* şeklinde düzenlenmiştir.

Anonim şirketlerde sona erme sebeplerinin gerçekleşmesiyle birlikte şirketin tüm varlıkları paraya dönüştürülür, alacakları tahsil edilir, şirketin tüm borçları ödenir ve kalan tasfiye tutarı şirkette pay sahibi olanlara sermaye hisseleri oranlarında dağıtılır.

³⁸ <https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-sahibinin-haklari> (25.12.2019)

³⁹ <http://www.ticaretkanunu.net/konu/kar-payi/> (25.12.2019)

Başka bir ifadeyle anonim şirkette pay sahibi olan kişiler şirketin tasfiyesi sonucunda bakiye kalması halinde tasfiye bakiyesini payları oranında paylaşırlar.

4.1.3.Rüçhan Hakkı (Öncelik Hakkı)

Kanundan doğan rüçhan hakkı, pay sahibine tanınan, paydan doğan bir haktır.⁴⁰ T.T.K.’nın 461. maddesinin 1. fıkrasına göre “*Her pay sahibi, yeni çıkarılan payları, mevcut paylarının sermayeye oranına göre, alma hakkını haizdir.*” şeklinde tanımlanmıştır. Diğer bir anlatım ile kanuni rüçhan hakkı sermaye artırım kararı alındığı esnada mevcut olan paylar açısından ortaya çıkar ve bu payların sahipleri tarafından kullanılabilir. Ancak rüçhan hakkında imtiyazlı paylar çıkarılmasına engel bulunmadığı için bu kanun tanımı her zaman pay sahiplerinin paylarının ortaklık sermayesine oranına göre ortaya çıkması sonucunu doğurmayabilir.

Rüçhan hakkının düzenlenmesinin sebepleri arasında pay sahibinin ortaklık sermayesi içindeki oranının korunması ve sermaye artırım sonrasında rüçhan hakkının bulunmaması durumunda ortaya çıkabilecek mevcut payların gerçek değerlerinde meydana gelebilecek olan azalmanın engellenmesini sağlamaktır.⁴¹

4.1.4.Oy Hakkı

Anonim şirketlerde oy hakkı sahibi olmak en önemli pay sahibi haklarından biri sayılmaktadır. Bunun başlıca temel sebebi anonim şirketler şahıslar tarafından değil organlar tarafından yönetildiği için yönetime katılmanın ve şirket kararlarına yön vermenin tek yolu oy hakkı olmasından kaynaklanmaktadır⁴². T.T.K.’nın 226. maddesine göre “*Şirket sözleşmesinin her ne şekilde olursa olsun değiştirilmesine ilişkin kararlar oybirliğiyle, diğer kararlar ise, kanunda veya şirket sözleşmesinde aksine hüküm yoksa ortakların çoğunluğunun oylarıyla verilir.*” şeklinde düzenlenmiştir. Payların

⁴⁰ Erdoğan MOROLOĞLU, **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, 3. Baskı, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2015, s.14.

⁴¹ MOROLOĞLU, **a.g.e.**, s.34.

⁴² Mustafa Enes SAVAŞ, **Anonim Ortaklıklarda Oyda İmtiyaz, Yüksek Lisans Tezi**, Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, İstanbul, 2018, s.34.

kanunen veya esas sözleşmede belirlenmiş tutar kapsamında ödenmesiyle oy hakkı gündeme gelmektedir.

Her pay bir oy hakkına eşit olmakla birlikte bazı paylara birden fazla oy hakkı tanınarak imtiyazlı pay tahsis edilmesi de mümkündür. Oy hakkında imtiyaz, eşitlik ilkesinin bir istisnasını teşkil etmektedir. Eşitlik ilkesinin istisnasının temel sebebi ise şirketi kuran ortakların ve yöneticilerin şirkete yeni dâhil olacak ortaklar üzerindeki etkisini korumak ve ortaklık yönetimin yabancılaşmaya karşı şirketin korunmasını sağlamaktır.

4.1.5.Bilgi Alma Hakkı

Sermaye piyasasında pay sahibinin şirketle ilgili bilgilere ulaşması esas olduğu için pay sahibinin bilgi alma hakkı, esas sözleşme veya şirket kararı ile sınırlandırılmaz ve engellenemez. Her pay sahibi şirketin bütün işleri ve hesapları hakkında yöneticilerden bilgi talep edebileceği gibi belirli konularda da ayrıca inceleme yapabilir.

T.T.K.’nın 437. maddesinde “*Finansal tablolar, konsolide finansal tablolar, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, denetleme raporları ve yönetim kurulunun kâr dağıtım önerisi, genel kurulun toplantısından en az on beş gün önce, şirketin merkez ve şubelerinde, pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulur. Bunlardan finansal tablolar ve konsolide tablolar bir yıl süre ile merkezde ve şubelerde pay sahiplerinin bilgi edinmelerine açık tutulur. Her pay sahibi, gideri şirkete ait olmak üzere gelir tablosuyla bilançonun bir suretini isteyebilir. Pay sahibi genel kurulda, yönetim kurulundan, şirketin işleri; denetçilerden denetimin yapılma şekli ve sonuçları hakkında bilgi isteyebilir.*” şeklinde belirtilerek bilgi alma hakkı düzenlenmiştir. T.T.K.’nın 473. maddesinin 3. fıkrasına göre “*Bilgi verilmesi, sadece, istenilen bilgi verildiği takdirde şirket sırlarının açıklanacağı veya korunması gereken diğer şirket menfaatlerinin tehlikeye girebileceği gerekçesi ile reddedilebilir.*” şeklinde düzenleneme getirilerek bilgi alma hakkının reddedilmesinin gerekçesi ortaya konulmuştur. T.T.K.’nın aynı maddesi uyarınca ayrıca pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkı, esas sözleşmeyle ve şirket organlarından birinin kararıyla kısıtlanamaz ve kaldırılmaz.

Pay sahiplerinin bilgi alma hakkı halka açık anonim şirketlerin kamuya bildirim yapma yükümlülüğü ile ilişkilendirilir. Sermaye piyasasında halka açık anonim şirketler yatırımcıların ve tasarruf sahiplerinin kararlarını etkileyebilecek bilgileri ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarını kamuya duyurmakla yükümlüdürler. KAP’ a yapılan bu bildirimler pay sahipleri tarafından da bilgi sahibi olmak için kullanılabilir.

4.1.6.Genel Kurula Davet ve Katılma Hakkı

Pay sahibinin genel kurula katılma hakkı pay sahibinin şirkette söz sahibi olabilmesi için kullanabileceği önemli haklardan biri olarak sayılmaktadır. T.T.K.’nun 416. maddesinin 1. fıkrasında “ *Bütün payların sahipleri veya temsilcileri, aralarından biri itirazda bulunmadığı takdirde, genel kurula katılmaya ve genel kurul toplantılarının yapılmasına ilişkin hükümler saklı kalmak şartıyla, çağrıya ilişkin usule uyulmaksızın, genel kurul olarak toplanabilir ve bu toplantı nisabı var olduğu sürece karar alabilirler.*” şeklinde belirtilerek kanunlarda pay sahiplerinin genel kurula katılma hakkına yer verilmiştir.

Pay sahibinin genel kurula katılma hakkı kanunda kişisel haklardan sayıldığı için vazgeçilmez niteliktedir. Pay sahibini, genel kurula katılma hakkından kendisi istese bile vazgeçemeyecektir. Pay sahibi şirketteki pay oranını ve konumunu korumak amacıyla hukuki süreçlere başvurmadan genel kurula katılma hakkını kullanabilir.⁴³

Genel kurul toplantısına, yönetim kurulu tarafından düzenlenen hazır bulunanlar listesinde adı bulunan pay sahipleri katılabilir.⁴⁴ Bu pay sahipleri genel kurul toplantılarına kendileri katılabilir veya bizzat kendilerinin katılmak istememesi veya katılamaması durumunda bir diğer seçenek olarak üçüncü bir kişiyi de temsilcisi olarak genel kurula katılmasını sağlayabilir.⁴⁵ Eğer bir pay birden fazla kişinin müşterek

⁴³Veliye YANLI, “Pay Sahibinin Genel Kurulda Temsili” **Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hukuk Yüksek Lisans Programı, İstanbul, 2015 , s.5 ; Aktaran: Stephen H. Dover, Voting Rights and the Right to Vote, The Second Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable Shareholder Rights and Equitable Treatment, 28-30 Mart 2001. <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1821828.pdf> (E.T. 19.11.2014)

⁴⁴ <http://www.ticaretkanunu.net/makale-15/> (25.12.2019)

⁴⁵ <http://www.ticaretkanunu.net/genel-kurul-toplantısına-katılma-zorunlu-olanlar-ile-toplantıya-katılma-hakki-olanlar/> (25.12.2019)

mülkiyetinde ise ortaklardan biri veya dışarıdan bir temsilci genel kurul toplantısına katılabilir.⁴⁶

4.1.7. İptal Davası Açma Hakkı

Genel kurul kararlarına karşı iptal davasını açma hakkı gerekli şartların oluşması durumunda pay sahiplerine tanınmıştır.⁴⁷ Pay sahiplerinin genel kurul kararları aleyhine iptal davası açma hakkı kanundan doğan haklarından biri sayıldığı için vazgeçilemez niteliktedir.

T.T.K.'nın 446. maddesinin 2. fıkrasına göre *“Toplantıda hazır bulunsun veya bulunmasın, olumsuz oy kullanmış olsun ya da olmasın; çağrının usulüne göre yapılmadığını, gündemin gereği gibi ilan edilmediğini, genel kurula katılma yetkisi bulunmayan kişilerin veya temsilcilerinin toplantıya katılıp oy kullandıklarını, genel kurula katılmasına ve oy kullanmasına haksız olarak izin verilmediğini ve yukarıda sayılan aykırılıkların genel kurul kararının alınmasında etkili olduğunu ileri süren pay sahipleri iptal davası açabilir.”* şeklinde düzenlenmiştir. Anonim şirketlerde tek bir pay sahibi bile iptal davası açma hakkına sahiptir ve alınan her karar için ayrı ayrı iptal davası açılabilir.⁴⁸ Pay sahibinin iptal davası açma hakkı sermaye borcunu yerine getirmeye ya da belirli bir oranda pay sahibi olması koşuluna bağlanamaz. Ancak pay sahibinin genel kurulda alınan bir karara iptal davası açabilmesi için genel kurul kararının alındığı tarihte şirkette pay sahibi olması gerekmektedir ve hükmün mahkeme tarafından kesinleşmesine kadar pay sahipliğini elinde bulundurmalıdır.⁴⁹

4.1.8. Azınlık Hakları

Anonim şirketlerde azınlık hakları çoğunluğun iradesine karşı korunmak istenen azınlık pay sahiplerin güçlendirilmesi ve haklarının korunması amacıyla düzenlenmiştir.

⁴⁶ <http://www.ticaretkanunu.net/genel-kurul-toplantısına-katılma-zorunlu-olanlar-ile-toplantıya-katılma-hakları-olanlar/> (25.12.2019)

⁴⁷ [http://www.erdem-erdem.av.tr/yayınlar/hukuk-postası/anonim-sirketlerde-genel-kurul-kararlarının-iptali-ve-etki-kuralı/\(25.12.2019\)](http://www.erdem-erdem.av.tr/yayınlar/hukuk-postası/anonim-sirketlerde-genel-kurul-kararlarının-iptali-ve-etki-kuralı/(25.12.2019))

⁴⁸ Ömer TEOMAN, “Anonim Ortaklıkta Aynı Genel Kurulda Alınan Birden Fazla Kararı İptal Ettirmek İsteyen Bir Pay Sahibinin Tek Bir İptal Davası Açmak Zorunda Olup Olmadığı Sorunu”, **Yasa Hukuk Dergisi**, C. XV, sayı.176, s. 1168, 2009.

⁴⁹ Halil ARSLANLI, **Anonim Şirketler, II-III Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller**, İstanbul 1960, s. 87.

Azınlık hakları güçsüz konumda bulunan pay sahiplerinin korunması ve güvenle yatırım yapabilmesi için çok önemli bir unsur haline gelmiştir. Çünkü azlık pay sahiplerini tamamen çoğunluk pay sahiplerinin kararlarına bırakmak hak kayıplarına yok açabileceği gibi sermaye şirketlerinin işlevinin yitirilmesine sebep olacaktır.

Bilgi alma ve inceleme hakkı T.T.K.’nın 437. maddesinde her pay sahibi olarak düzenlendiği için söz konusu maddeye azınlık pay sahiplerini de dâhil etmek mümkündür. T.T.K.’nın 411. maddesine göre ise “*Sermayenin en az onda birini, halka açık şirketlerde yirmide birini oluşturan pay sahipleri, yönetim kurulundan, yazılı olarak gerektirici sebepleri ve gündemi belirterek, genel kurulu toplantıya çağırmasını veya genel kurul zaten toplanacak ise, karara bağlanmasını istedikleri konuları gündeme koymasını isteyebilirler. Esas sözleşmeyle, çağrı hakkı daha az sayıda paya sahip pay sahiplerine tanınabilir.*” olarak ifade edilerek azlık pay sahiplerine genel kurulu toplantıya çağırma hakkı tanınmıştır.

Azınlık pay sahiplerine ayrıca özel denetim isteme hakkı verilmiştir. T.T.K.’nın 439. maddesine göre ise “*Genel kurulun özel denetim istemini reddetmesi halinde, sermayenin en az onda birini, halka açık anonim şirketlerde yirmide birini oluşturan pay sahipleri veya paylarının itibari değeri toplamı en az bir milyon Türk Lirası olan pay sahipleri üç ay içinde şirket merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinden özel denetçi atamasını isteyebilir.*” olarak ifade edilerek azlık pay sahiplerinin özel denetçi atanmasını mahkemeden talep etmelerini mümkün hale getirmiştir.

Azınlık haklarından bir diğeri ise azınlık pay sahiplerinin yönetim kurulunda temsil edilme hakkıdır. Esas sözleşmede ön görülmek şartı ile azınlık pay sahiplerine yönetim kurulunda temsil edilme hakkı verilmektedir.

Kanunda sayılan bir diğer azınlık hakkı ise haklı sebeplerin varlığı halinde azınlık pay sahiplerinin fesih davası açma hakkıdır. Kanunda yer alan düzenlemeye istinaden azınlık pay sahipleri haklı sebeplerin oluşması durumunda ticaret mahkemesinden şirketin feshine karar verilmesini talep edebilirler.⁵⁰

⁵⁰ <https://www.dunya.com/kose-yazisi/yeni-turk-ticaret-kanunu039nda-azinlik-pay-sahiplerinin-haklari/12072> (25.12.2019)

Kanunda belirtilen diğer azınlık hakları ise nama yazılı pay senedi basılmasını talep etme hakkı ve genel kurul toplantısının ertelenmesini isteme hakkı olarak sıralayabiliriz.

4.1.9. Özel Denetim İsteme Hakkı

T.T.K.’nın 438. maddesinde “*Her pay sahibi, pay sahipliği haklarının kullanılabilmesi için gerekli olduğu takdirde ve bilgi alma veya inceleme hakkı daha önce kullanılmışsa, belirli olayların özel bir denetimle açıklığa kavuşturulmasını, gündemde yer almasa bile genel kuruldan isteyebilir.*” şeklinde düzenlenmiştir. Özel denetim isteme hakkı pay sahipliğinin getirdiği bir hak olduğu için esas sözleşme veya genel kurul kararıyla sınırlandırılmaz ve ortadan kaldırılamaz.⁵¹

Pay sahibinin özel denetim isteme hakkını kullanabilmesi için bilgi alma veya inceleme hakkını kullanması gerekmektedir. Ancak pay sahibinin bilgi alma veya inceleme hakkını kullanması durumunda şirket, sırlarının tehlikeye düşeceğine karar verirse pay sahiplerinin talep ettikleri tüm bilgileri pay sahiplerine sunmayacaktır. Özel denetim bu durumda bir köprü niteliği taşımaktadır. Özel denetim pay sahiplerinin kendileri için faydalı bilgi ve belgelere ulaşmasını sağlarken şirket sırlarının gizliliği ilkesini de ayrıca gözetmektedir.

Bilgi alma ve inceleme hakkı daha önce başka bir pay sahibi tarafından kullanılmış olması yeterli olup, özel denetim isteme hakkını kullanacak pay sahibi tarafından kullanılmış olması şartı aranmamaktadır. Özel denetim isteme yetkisi gündeme bağlılık ilkesinden istisna tutulduğu için pay sahibinin bu hakkı kullanması için genel kurulun gündeminde bu konuda bir madde bulunmasına gerek yoktur.

4.1.10. Ayrılma Hakkı

Bir ortağın şirketin feshine veya ifisahına neden olmaksızın şirketle bağıni koparmasına ayrılma hakkı denir.⁵² Pay sahibinin ayrılma hakkının kanununda düzenlenmesindeki temel amaç, azınlık pay sahipleri için öngörülen koruma

⁵¹ Ali PASLI, *Anonim Ortaklıklarda Özel Denetçi Tayini*, Cilt 1, İstanbul, 2013, s. 615-616.

⁵² Hayri DOMANIÇ, *Türk Ticaret Hukuku Şerhi*, Cilt 1, İstanbul, 1988, s.668.

mekanizmalarının karar alma mekanizmasındaki çoğunluk nisabı karşısında yetersiz kalması ve bu sebeple dengeleyici bir koruma aracının sağlanma düşüncesidir.⁵³

Anonim şirketlerde pay sahibinin şirketten ayrılması bazı istisnalar haricinde bir şirket organı veya pay sahibinin izni veya onayına tabi olmaksızın serbestçe payın devri ile mümkün olmaktadır. Pay sahibinin ayrılma hakkı kanunda bireysel ve vazgeçilmez bir hak olarak ele alınmıştır.

Pay sahibinin ayrılma hakkı S.P.K.’nın 24. maddesinde “*Kanunda belirtilen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahipleri, paylarını halka açık ortaklığa satarak ayrılma hakkına sahiptir. Halka açık ortaklık bu payları pay sahibinin talebi üzerine, söz konusu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasından satın almakla yükümlüdür.*” şeklinde düzenlenmiştir. Kanunda belirtilen önemli nitelikli işlemleri halka açık şirketlerin birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirme veya sona erme kararı alması, mal varlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde bir ayni hak tesis etmesi veya kiralaması, faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi, imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi, borsa kotundan çıkması gibi işlemler olarak sıralayabiliriz. Bu durumların varlığı halinde pay sahibinin ortaklıktan ayrılma hakkı mevcut olduğunu söyleyebiliriz.

4.2. Pay Sahibinin Yükümlülükleri

4.2.1. Sermaye Taahhüdünü Yerine Getirme Yükümlülüğü

Pay sahibinin anonim şirkete karşı en önemli sorumluluğu sahip olunan paylara karşılık taahhüt ettiği pay bedelini ya da payın itibari değerini aşan prim borcunu şirkete getirme borcudur. T.T.K.’nın 128. maddesinde belirtildiği gibi “*Her ortak, usulüne göre düzenlenmiş ve imza edilmiş şirket sözleşmesiyle koymayı taahhüt ettiği sermayeden*

⁵³ Gökçen TURAN, “SPK m.24’e İstinaden Ayrılma Hakkını Kullanan Ortak Ayrıca T.T.K.’nın m.202/2’ye Dayanarak Dava Açabilir mi?”, *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt 75, Sayı 2, s.724.

dolayı şirkete karşı borçludur.” T.T.K.’nun 128. maddesinin açık hükmü karşısında anonim şirketlerde ortaklar şirkete koymayı taahhüt ettikleri sermayeyi şirket ana sözleşmesinde açık bir şekilde belirtmek zorundadırlar ve ana sözleşmede belirtilmiş olan sermaye taahhüdünün ortaklarca yerine getirilmesi yani sermayenin ödenmesi gereklidir.

T.T.K.’nun 128 maddesinin 7. fıkrasında ise, *“Şirket, her ortağın sermaye koyma borcunu yerine getirmesini isteyebileceği ve dava edebileceği gibi, yerine getirmede gecikme sebebiyle uğradığı zararın tazminini de isteyebilir. Tazminat istemi için ihtar şarttır. Şahıs şirketlerinde bu davayı ortaklar da açabilir.”* şeklinde belirtilmiştir. Sermaye taahhüdü ortakların şirkete borcu kapsamında değerlendirildiği için şirketin bu borcu ortaklardan talep etme ve dava açma hakkı mevcuttur.

4.2.2.Sır Saklama Yükümlülüğü

Pay sahiplerinin anonim şirketin ekonomik durumu hakkında aydınlatılabilmesi için kanunda pay sahibi için bilgi alma hakkı tanınmıştır.⁵⁴ Pay sahibinin bilgi alma hakkı içerisine ticari sırlarında girebileceği çok muhtemeldir. Pay sahibinin sır saklama yükümlülüğü anonim şirkete karşı olup, pay sahipliği durumunda ya da pay sahipliğinin kaybedilmesi durumunda şirket için niteliği hala sır sayılan bir bilgi karşısında devam etmektedir. Söz konusu yükümlülük diğer pay sahiplerine değil ortaklığa karşı yüklenmiş olduğundan ortaklığın herhangi bir sebeple sone ermesi durumunda bilgi hala sır niteliğini korumaya devam etse bile yükümlülük ortadan kalmaktadır.⁵⁵

T.T.K.’nun 527. maddesinde *“İncelemesine sunulan defter ve belgeleri inceleyenlerin, elde ettikleri veya verilen bilgilerden öğrendikleri iş ve işletme sırlarını açıklamaları yasaktır. Aksi hâlde şirketin maddi ve manevi zararını tazmin ederler.”* şeklinde düzenleme getirilmiştir. Söz konusu maddeden de anlaşılabileceği gibi sır saklama yükümlülüğüne aykırı davranılmasından dolayı pay sahibi hem hukuki hem de cezai sorumlulukla karşılaşabilmektedir.

⁵⁴ Arslan KAYA, *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı*, Ankara, 2001, s.22.

⁵⁵ Çağatay YILMAZ, *Ticaret Hukukunda Ticari Sır ve Korunması, Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonomi Hukuk Yüksek Lisans Programı, İstanbul, 1995, s.90.

5.Hisse Senedinin Fiyat ve Değer Kavramları

Fiyat ve değer kavramları zaman zaman aynı anlamda kullanılsa da bu iki kavram ilişkili olmakla birlikte kuramsal olarak farklı anlamlara gelmektedir.⁵⁶ Hisse senedinin fiyatını bazı durum ve koşullarda hisse senedinin gerçek değerini yansıtmayabilir.

5.1.Hisse Senedi Fiyat Kavramı

Fiyat bir değer olmadığı için bir hisse senedinin gerçek değerini ifade etmez. Fiyat bir miktar mal ile bir miktar para arasında kurulan ilişkidir ve bu ilişki gerçek değeri belirlemeye yönelik koşullarda kurulabilir.⁵⁷ Hisse senedinin fiyat kavramları aşağıda açıklanmıştır.

5.1.1.Nominal (İtibari) Fiyat

Hisse senetlerinin üzerinde yazılı olan ve muhasebe kayıtlarında kullanılan değeridir. Bir diğer anlatımla toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek pay senedinin ilk ihracında şirket yönetimi tarafından verilen değerdir.⁵⁸ Nominal değer kâr payının ortakların sermaye paylarına orantılı olarak dağıtılması biçiminde gerçekleştirilmesi halinde pay başına kâr payının belirlenmesi, muhasebe kayıtlarının oluşturulması ve şirket ortaklarının taahhüt ettikleri sermayeyi ödememesi durumunda şirketin üçüncü kişileri zarara uğratmasını önlemeye yardımcı olması açısından önemlilik arz etmektedir.⁵⁹

5.1.2.İhraç (Emisyon) Fiyatı

Hisse senedinin çıkarılması aşamasında şirket tarafından satışa sunulan fiyatına ihraç değeri denir.⁶⁰ Hisse senetleri nominal değer altında ihraç edilemez. İhraç değeri

⁵⁶ Murat ERTUĞRUL, “ Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt 3 Sayı 2, 2008, s.143.

⁵⁷ ERTUĞRUL, a.g.e. , s.145.

⁵⁸ AKIL ve CANPOLAT, a.g.e. s.35.

⁵⁹ Zeynep AKTAŞ, Hisse Senetlerinin Değer Tanımları Fiyat Hareketlerinin Açıklanması ve Türkiye’de Hisse Senetleri Piyasası” **Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonometri Anabilim Dalı, İstanbul, 1997, s.18.

⁶⁰ AKIL ve CANPOLAT, a.g.e., s.35.

nominal değere eşit veya üstünde olması gerekir. Türkiye’ de genel olarak şirketler satışa sundukları yeni hisse senetlerini nominal fiyattan satarlar. Ancak şirketin borsa değeri yüksekse hisse senedini yeni çıkaran şirketler hisse senedinin nominal değerinin üzerinde bir emisyon fiyatı belirleyebilirler.⁶¹

5.1.3.Piyasa (Pazar) Fiyatı:

Hisse senedinin piyasada alınıp satıldığı fiyata hisse senedinin piyasa fiyatı denir.⁶² Bir başka anlatımla sermaye piyasasında arz ve talebin kesiştiği noktada oluşan fiyattır. Piyasa koşullarındaki değişmeye bağlı olarak şirketin etkinliğinde herhangi bir değişme olmaksızın hisse senedinin piyasa fiyatında defter değerinin altında veya üstünde değişimler gözlenebilir.

5.1.4.Borsa Fiyatı

Borsada işlem gören şirketlerin borsadaki arz talep koşullarına göre belirlendiği fiyattır. Borsanın işleyişine göre hisse senetlerinin açılış, kapanış, en düşük, en yüksek, ortalama günlük fiyatları da hesaplanmakta ve ilan edilmektedir.⁶³

5.2.Hisse Senedi Değer Kavramı

Hisse senedinin değer tanımlamaları, hisse senedi verimliliğinin saptanması amacıyla ölçümlerde ve analizlerde kullanılmaktadır. Hisse senetlerinin değerlendirilmesi ile ilgili başlıca ve kabul görmüş değerler aşağıda açıklanmıştır.

5.2.1.Net Aktif Değeri

İşletme varlıklarının tamamının satılması ile elde edilecek tutardan işletmenin borçlarının ödenmesi suretiyle geriye kalan tutar olan net aktif değer hisse senetlerine sayısına bölünmesi ile hesaplanmaktadır.

⁶¹ AKTAŞ, a.g.e., s.19.

⁶² AKIL ve CANPOLAT, a.g.e. s.36.

⁶³ Sudi APAK, **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, 1.Baskı, İstanbul: Bilim Teknik Yayın Evi, 1995, s.34.

5.2.2.Defter Değeri(Öz Sermaye Değeri)

Şirketlerin belirli bir dönemdeki bilançosunda yer alan özkaynak toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanan değere öz sermaye değeri denir. Hisse senedinin nominal değerinin 1 TL olduğu düşünülürse, nominal değer hisse senetleri ile çarpımı ödenmiş sermayeyi verir. Ödenmiş sermaye hisse senedi sayısına eşit olacağı için özkaynak toplamının ödenmiş sermayeye bölünmesi ile defter değerine ulaşılmaktadır.

5.2.3.Tasfiye (Likidasyon) Değeri

Anonim şirketlerin sona ermesi infisah ve fesih halleri şirketi sona erdirmekte ve şirketin tasfiyeye girmesini gerekli kılmaktadır. Bir şirketin tasfiye değeri şirketin tüm varlıklarının satılarak şirketin tüm borçlarının ödenmesi durumunda geriye kadar tutar olarak tanımlanabilir. Bu tanımdan hareketle defter değeri ile karıştırmamak gerekmektedir zira tasfiye dönemlerinde şirketin varlıkları değerlerinden daha az miktarda satışa konu olmaktadır. Tasfiye değeri, işletmenin sahip olduğu varlıkların satılmasından elde edilecek tutardan borçların çıkarılması sonucu bulunan net değer hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur.⁶⁴

5.2.4.İşleyen Teşebbüs Değeri

Adından anlaşılabilceği üzere faaliyetlerine devam eden yani işleyen bir şirketin devredilmesi halinde elde edilen tutarın hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilen değerdir.

5.2.5.Gerçek Değer

Gerçek değeri yatırımcıların hisse senedinin performansını ve bekledikleri kazanç oranını göz önünde bulundurarak tespit ettikleri, o hisse senedi için normal buldukları değer olarak da ifade edebiliriz.⁶⁵

⁶⁴ Cevat SARIKAMIŞ, **Sermaye Pazarları**, 4.Baskı, İstanbul: Alfa Yayınları, 2000, s.228.

⁶⁵ Mukaddes TÜRKALP, **Şirketlerin Borçluluk Durumunun Hisse Senedi Fiyatına Etkisi ve IMKB Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008, s.8.

5.2.6.Alternatif Gelir Değeri

Ortaklar tarafından şirkete getirilen sermayenin işletme sermayesi yerine banka faizi veya devlet tahvili gibi başka bir yatırım şeklinde kullanması sonucunda oluşan değer hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilen değere alternatif gelir değeri denir.

6.Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler

Sermaye piyasasında yatırımcılar hisse senedine yatırım yaparken işletme içi ve işletme dışı birçok faktörü dikkate alması gerekmektedir. Yatırımcıların bu faktörleri dikkate almasının temel sebebi söz konusu faktörlerin hareketine göre hisse senedi fiyatları değişiklik göstermektedir. Değişikliklerin bir kısmı hisse senedini olumlu etkileyip fiyatını yükseltirken bir kısmı da hisse senedi olumsuz etkileyip fiyatlarını düşürmektedir. Eğer yatırımcı hisse senedini etkileyen faktörleri göz önünde bulundurmazsa yatırım kararlarında hataya düşebilmesi kaçınılmaz olacaktır.⁶⁶

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörleri şirket içi (mikro) ve şirket dışı (makro) faktörler olarak ikiye ayrılabilir.

6.1.Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Dışı Faktörler

Yatırımcılar tarafından yatırım kararının alınması aşamasında yatırım yapmayı düşündükleri hisse senedinin piyasa değeriyle gerçek değerini karşılaştırmaları önem arz etmektedir. Bir hisse senedinin piyasa değeri arz ve talep koşullarına göre oluşurken hisse senedinin gerçek değeri ulusal ve uluslararası ekonomik çevrede makroekonomik değişkenlerin analizi sonucunda oluşmaktadır. Makroekonomik düzeydeki beklentiler alım ve satım kararlarını dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatlarını etkilemektedir.⁶⁷

Makroekonomik değişkenlerden olan faiz oranları, enflasyon, döviz kuru, para arzı, altın fiyatları, gayrisafi milli hasıla ve kamu harcamalarındaki değişiklikler, siyasi

⁶⁶ Hülya KANALICI, **Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:77, Ankara, 1997, s.37.

⁶⁷ Banu DURUKAN, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi", **İMKB Dergisi**, Cilt. 3 Sayı. 11, İstanbul 1999, s.24.

etkenler vb. faktörler hisse senetlerine etkisi bir çok araştırmaya konu olmuş ve değişkenler arasında doğru yönlü veya ters yönlü ilişkiler bulunmuştur.

6.1.1.Hisse Senetleri ve Faiz Oranlarındaki Arasındaki İlişki

Ekonomide hisse senedi fiyatları ile faiz oranı arasında uzun dönemli ve ters bir ilişkinin varlığı yapılan analizler sonucu kesinlik kazanmıştır.⁶⁸ Hisse senedi fiyatları ve faiz oranları arasında bağlantı kurarken öncelikle tahvillerden bahsetmek gerekmektedir. Hisse senetlerinin alternatif yatırım aracı tahvillerdir. Tahvil bir borçlanma senedi olarak düzenlenmiştir ve şirketlere ek fon ihtiyacı sağlamaktadır. Hisse senetleri ise şirkette sermayeyi temsil ettiği için pay sahiplerine ortaklık hakkı vermektedir. Yatırımcıların karşısında iki finansal yatırım alternatifi bulunmaktadır. Yatırımcılar tahvil alabilir veya bankada mevduat hesabı ile faiz geliri elde edebilir veya hisse senedi satın alarak borsada gelir elde edebilirler.⁶⁹

Tahvillere olan talep, tahvilin faizinin artmasına bağlı olarak artış gösterdiğinde hisse senedi değerlemesinde kullanılan iskonto oranı artar ve yatırımlar hisse senedi piyasasından tahvil piyasasına doğru kayar, hisse senedi fiyatlarını düşürür.⁷⁰ Tahvil faizleri düştüğünde ise yatırımlar hisse senedi piyasasına kayacağından dolayı hisse senedi fiyatları yükselmektedir.

Faiz oranlarındaki artış hisse senetlerinin reel getirilerini azaltmaktadır. Yatırımcılar getirisi daha fazla olan alternatif yatırım araçlarına yöneleceği için hisse senetlerine olan talep azalacak ve hisse senedi fiyatları da talep azalışına bağlı olarak düşecektir. Diğer bir pencereden bakıldığında ise yükselen faizler şirketlerin borçlanma ve benzeri maliyetlerini arttıracığı için kârlılıklarını etkileyecektir. Faiz oranlarının şirket kârları üzerinde yarattığı olumsuz etki ise şirketin hisse senetlerinin fiyatlarını olumsuz etkileyecektir.

⁶⁸ Ali ÖZER, Abdulkadir KAYA ve Nevin ÖZER, “Hisse Senedi Fiyatları ile Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 26, Sayı 1, 2011, s.176.

⁶⁹ <http://www.mahfiogilmez.com/2015/02/borsa-faiz-iliskisi.html>(25.12.2019)

⁷⁰ Thomas HENRY, “Regime Switching In The Relationship Between Equity Returns and Short-term Interest Rates In The UK”, **Journal of Banking and Finance**, Cilt 33, Sayı 2, 2009, s.405-406.

6.1.2.Hisse Senetleri ve Enflasyon Arasındaki İlişki

Enflasyon en genel anlamı ile mal ve hizmetlere ilişkin genel fiyat düzeyinin yükselmesi ve paranın satın alma gücünün düşmesidir. Enflasyon mal ve hizmetlere olan talebin arzdan daha hızlı büyüdüğü talep enflasyonu ve üretim maliyetlerinin arttığı maliyet enflasyonu şeklinde gerçekleşebilir. Enflasyonun hisse senedi fiyatlarına etkisini hakkında farklı görüşler bulunmaktadır.

Fisher'e ait görüşe göre hisse senedi fiyatlarının enflasyondan etkilenmediğini varsayılmaktadır. Görüşe göre, piyasa etkin olduğundan dolayı hisse senedi fiyatları sermayenin verimliliğine ve tasarruf sahiplerinin zaman tercihi gibi gerçek faktörlere göre belirlenmektedir.⁷¹

Hisse senedi fiyatı ile enflasyon arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı bir diğer görüşe göre kabul edilmektedir. Ekonomide enflasyonun uzun süreli ve hızlı yükseldiği dönemlerde yatırımlarda azalma yaşanacak ve satışlardaki azalmayı üretim takip edecektir. Bu sebeple şirketin kazançlarında azalma yaşanacağı için ortaklarına daha az temettü dağıtacak bu ise hisse senetlerinin değerini azaltarak fiyatların düşmesine neden olacaktır.

Fiyatlar genel seviyesinin ekonomide yükselmesi, hisse senetleri fiyatlarını faiz haddi yolu ile tesir etmesi mümkündür. Ekonomide yüksek enflasyonun varlığını kabul ettiğimizde enflasyon ile birlikte faiz oranlarında yükselme yaşanacaktır. Hisse senedi değeri ile faiz oranları arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Dolayısıyla enflasyon dönemlerinde faiz oranlarının hızlı artışı ile hisse senedinin değeri ve piyasa fiyatı azalacaktır.⁷²

Hisse senedi fiyatlarıyla enflasyon arasındaki pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı bir diğer görüş olarak varsayılmaktadır. Enflasyonun ılımlı ve kısa süreli olduğu varsayıldığında satışlarda artış yaşanacak ve şirketin stokları erimesi ile birlikte şirketin

⁷¹ Sedat SÜMELİ, Hisse Senedi Fiyatlandırma Yöntemleri ve Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler: İMKB Üzerine Bir Uygulama, **Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı, 1998, s.144.

⁷² KANALICI, a.g.e.,s.51-52.

kârı artacak ve bu sayede ortaklara dağıtılan temettü artacak bu sayede hisse senetlerinin değeri ve fiyatı yükselecektir.

6.1.3.Hisse Senetleri ve Döviz Kuru Arasındaki İlişki

Ulusal para ile yabancı para arasındaki ulusal ekonomik değerlerin diğer ülkelerle karşılaştırılması için bir değişim oranının mevcut olması gerekir ki bu değişim oranına döviz kuru denir.⁷³Döviz kuru hisse senedi fiyatını etkileyen önemli etkenlerden birisidir. Uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanması bu iki değişken arasındaki ilişkinin önemini daha da arttırmıştır.⁷⁴

Döviz piyasası da diğer piyasalar gibi arz ve talep unsurlarına bağlıdır. Döviz kurundaki yükseliş veya düşüşler hisse senedi fiyatlarında değişikliğe sebep olmaktadır. Döviz ve hisse senetleri birbirine rakip yatırım araçlarıdır. Döviz piyasasında hareketlenme olması durumunda yatırımcılar hisse senetlerini kısmen veya tamamen likit hale getirmek amacıyla hisse senedi piyasasının alternatifi olan döviz piyasasına doğru hareket edeceklerdir. Hisse senedi fiyatlarında döviz kurundaki yükselme nedeniyle düşüş meydana gelecektir.

Döviz piyasasından hareketlilik olmaması durumunda ise hisse senedine olan talep artacak ve bu durum hisse senedinin değerini arttırarak hisse senedinin fiyatında yükselme meydana getirecektir.⁷⁵

6.1.4.Hisse Senetleri ve Para Arzı Arasındaki İlişki

Ekonomideki tüm aktörlerin kısa vadeli ödemelerini gerçekleştirebileceği toplam para, ekonomide dolaşan para miktarı, para arzı olarak tanımlanmaktadır. Para arzındaki değişiklikler hisse senetlerini ekonominin durumuna göre olumlu veya olumsuz yönde etkileyebilir.

⁷³ Osman BARAK, Hisse Senedi Piyasalarında Anomiler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finansal Modeller, İMKB’ de Bir Uygulama, **Doktora Tezi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2006, s.53.

⁷⁴ Önder BÜBERKÖKÜ, “Hisse Senedi Fiyatları ile Döviz Kurları Arasındaki ilişkinin İncelenmesi: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerden Kanıtlar”, **İMKB Dergisi**, Cilt. 13, Sayı. 52, İstanbul 1997, s.2.

⁷⁵ KANALICI, a.g.e., s.53.

Ekonomide genişleyici bir para politikasının izlenmesi durumunda ekonominin canlanması ve halkın elinde tuttuğu nakit akımların miktarını arttıracığı için hisse senedi başta olmak üzere finansal varlıkların talebinde bir artış yaşanması beklenir. Menkul kıymetlere olan talep artacağı için hisse senedinin fiyatının artması da beklenir.⁷⁶

Para arzında meydana gelen değişimler hisse senedi fiyatlarını faiz oranları ve fiyatlar üzerinden de etkileyebilir. Ekonomide para talebi sabitken, para arzındaki artış faiz oranını etkileyerek hisse senedi tutmanın fırsat maliyetini etkiler. Para arzındaki artış enflasyon oranıyla doğru yönlü bir ilişki içerisinde olduğundan hisse senedi talebi azalarak hisse senedi fiyatının düşmesine sebep olur.⁷⁷ Bunun yanı sıra artan faiz ve enflasyon oranı şirket kârları üzerinden olumsuz etki yaratacak ve hisse senedi getirilerinin azalmasına neden olacaktır. Hisse senedi getirilerinin azalması ise hisse senedi talebini azaltarak ilgili hisse senedinin fiyatının düşmesine sebep olacaktır.

6.1.5.Hisse Senetleri ve Gayrisafi Milli Hâsıla Arasındaki İlişki

Bir ülkede bir yıl içerisinde üretilen nihai mal ve hizmetlerin toplamının para ile ifadesine “Gayri Safi Milli Hâsıla” (GSMH) denir. Bir diğer deyişle, GSMH bir ülkede işletmelerin ne kadar mal ve hizmet ürettiğini yani ne kadar üretken olduklarını gösteren üretim düzeyini yansıtmaktadır. GSMH değerinin düşük ya da yüksek olması o ülkedeki işletmelerin üretkenliklerini ölçmek açısından önemli bir ölçüttür.⁷⁸

GSMH artışları hisse senedi fiyatlarını olumlu etkileyebileceği gibi olumsuz da etkileyebilir. GSMH’ da bir artış olduğunu varsaydığımızda ekonomideki çarpan etkisiyle reel gelir artış gösterir. Ekonomide arz esnekliği eğer uygunsa çarpan reel yönde işleyecektir. Reel gelirin artması ile birlikte kişilerin kullanılabilir gelirleri de artış gösterecektir. Kullanılabilir gelirden meydana gelen artış mal ve hizmetlere olan talebi arttıracak ve talepteki değişiklikler şirket kazançları üzerinde pozitif bir etki yaratacaktır. Yaratılan bu pozitif etki ise hisse senedinin piyasa değerini artıracaktır.⁷⁹ Ancak dikkat

⁷⁶ Serpil TÜRKİYILMAZ ve Erkan ÖZATA, “Türkiye’de Para Arzı, Faiz Oranı ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensel İlişkilerin Analizi”, *The Journal of Social Economic Research*, Cilt 8, Sayı 16, 2009, s.492.

⁷⁷ Wing-Keung WONG, Habibullah KHAN ve Jun DU, “Money, Interest Rate and Stock Prices: New evidence from Singapore and the United States”, *Working Paper*, Sayı 7, 2005, s.1-26.

⁷⁸ Hatice YALÇIN, IMKB’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler, *Yüksek Lisans Tezi*, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Anabilim Dalı İşletme Yönetimi Bilim Dalı, İstanbul, 2011, s.62.

⁷⁹ KANALICI, a.g.e., s.48.

edilmesi gereken nokta toplam talebin artmasına bağlı olarak fiyatlar genel seviyesinin yükselmesi faiz oranların yükselmesine sebep olacaktır. Faiz oranlarındaki yükselme ise hisse senetlerine olan talebi düşürecek ve hisse senedi fiyatları üzerinde negatif bir etki yaratacaktır.

6.1.6.Hisse Senetleri ve Kurumlar Vergisi Değişiklikleri Arasındaki İlişki

Gelir vergisi gerçek kişilerin gelirlerini vergilendirirken kurumlar vergisi kurumların gelirlerini vergilendirmektedir. Kurumlar vergisi kurum olarak nitelendirilen bazı tüzel kişilerle tüzel kişiliği olmayan bazı kuruluşların gelirlerini de vergilendirmektedir.⁸⁰ Kurum kazancı, gelir vergisinin konusuna giren unsurlardan oluştuğu için gelir vergisinin konusuna girmeyen unsurları kurumlar elde etse bile vergilendirilmeye tabi tutulmaz. Bir başka değişle gelir vergisinde yer alan gelir unsurları tamamen veya kısmen bir kurum tarafından elde edildiği müddetçe kurumlar vergisine konu olur.⁸¹

Kurumlar vergisi oranının artması veya azalması hisse senetleri fiyatlarını etkilemektedir. Vergi oranının artması şirketin daha fazla vergi ödemesine sebep olacağı için şirket kârını azaltacak ve temettü olarak hisse senedi sahiplerinin daha az kazanmasına sebep olacaktır. Kâr payında meydana gelen bir azalma mevcut yatırımcıyı ve potansiyel yatırımcıyı etkileyerek hisse senedinin talebinde azalmaya sebep olacak ve hisse senedinin değerini olumsuz etkileyecektir.

Kurumlar vergisi oranında olası bir azalma ise şirketin ödeyeceği vergiyi azaltarak kârın şirkette kalmasını sağlayacaktır. Şirkette kalan kârın ortaklara kâr payı olarak dağıtılmasına karar verilirse eğer potansiyel yatırımcıların hisse senetlerine olan talebi artacak ve hisse senedinin değeri olumlu etkilenecektir.

⁸⁰ Osman PEHLİVAN, **Vergi Hukuku**, 1.Baskı, Trabzon: Derya Kitapevi, 2001, s.228.

⁸¹ Erdoğan ÖNER, **Türk Vergi Sistemi**, Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 8.Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2017, s.162.

6.1.7.Hisse Senetleri ve Kamu Harcamaları Arasındaki İlişki

Kamu harcamalarında meydana gelen bir artış veya azalış hisse senedi fiyatlarını olumlu ya da olumsuz etkilemektedir. Kamu harcamalarında meydana gelen bir artış çarpan mekanizması ile reel gelirin artmasını sağlayacaktır. Ekonomideki bir birimlik tüketim harcamasının milli geliri ne kadar artıracığına ilişkin oluşturulan mekanizmaya çarpan mekanizması denir. Yatırım harcamalarındaki bir birimlik artışın milli geliri ne kadar arttıracığına ilişkin katsayıya ise “ çarpan katsayısı” denir.⁸²

Arz esnekliği, üreticilerin fiyat değişimlerine karşı duyarlılığını ölçmek için kullanılan bir kavramdır. Arz esnekliğinin yüksek olması fiyat değişimlerine karşı üreticilerin üretim miktarını büyük ölçüde artırabileceği anlamına gelirken arz esnekliğinin düşük olması ise fiyat arttığı zaman üreticilerin üretimlerini çok az artırabileceğini gösterir.⁸³

Kamu harcamalarının artması ile arz esnekliği yüksek ise çarpan olumlu etkilenecek ve reel gelir artacaktır. Reel gelirin artması ile birlikte kişilerin kullanılabilir gelirleri de artacaktır. Kullanılabilir gelir de tüketime yöneltilirse toplam talep miktarını etkileyerek şirketlerin satış miktarları artıracaktır. Satış miktarlarının artması şirketlerin kârını artıracak ve bu artış söz konusu şirketin hisse senetlerine olan talebi artıracaktır. Hisse senedine talebin artması ile hisse senedi değeri yükselecektir. Ters durum söz konusu olursa kamu harcamalarının azalması bağlantılı olarak şirketin kârını düşürecek ve hisse senedine olan talep azalacak ve hisse senedi değer kaybedecektir.

Bir diğer çerçeveden bakıldığında ise ekonomide arz esnekliğinin düşük olması durumunda ise kamu harcamaları toplam harcamaları artırarak fiyatlar genel seviyesinin ve buna bağlı olarak faiz oranlarının yükselmesine sebep olur. Yükselen faiz oranları hisse senetlerinin fiyatlarının düşmesine yol açacaktır.⁸⁴

⁸² Hüseyin ŞAHİN, **İktisada Giriş**, 7.Baskı, Bursa: Ezgi Kitap Evi, 2006, s349.

⁸³ Kemal YILDIRIM(Ed.), **İktisada Giriş**, 3. Baskı, Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım, 2010, s.79.

⁸⁴ KANALICI, a.g.e.,47.

6.1.8.Hisse Senedi ve Altın Fiyatları Arasındaki İlişki

Ekonomide kıymetli madenlerin en başında gelen altın hisse senetlerine alternatif bir yatırım aracıdır. Kıymetli madenler arasında altının üstün konumda olmasının sebeplerini altının üretim hacminin sınırlı olması, arz yapısının esnek olmaması, aynı veya benzer özelliğe sahip başka bir madenin olmayışı ve rezerv aracı olarak kullanması şeklinde sıralayabiliriz.⁸⁵

Altın fiyatları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki birçok çalışmada ele alınmış ve bu iki yatırım aracı arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığı kabul edilmiştir.⁸⁶ Ekonomide altın fiyatları yükselme eğilimi gösterdiği zaman tasarruf sahipleri yani yatırımcılar tasarruflarını altın olarak değerlendirmeyi tercih ederler. Altın alımına yönelen yatırımcı hisse senedini talebini azalttığı için hisse senedinin değerinde bir düşüş yaşanacaktır. Altın fiyatlarında görülen düşüş eğilimi ise, hisse senedi fiyatlarında yükselmeye sebep olacaktır.

6.1.9.Hisse Senetleri ve Piyasa Psikolojisi Arasındaki İlişki

Ekonomide hisse senedini değerini etkileyen birçok faktörün yanı sıra psikolojik faktörlerde hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Piyasada ekonomik ve siyasi açıdan konjonktürün uygun olduğu zamanlarda borsada bir durgunluk yaşanabilir. Alışılmışın aksine yaşanan bu durumu piyasa psikolojisiyle ilişkilendirebiliriz. Yatırımcıların piyasa hakkında iyimser veya kötümser olmaları beklentileri etkilediği için hisse senedi fiyatları etkilenmektedir. Piyasada “Ayı” ve “Boğa” olarak belirlenen durum piyasa psikolojini yansıtmaktadır.

Ayı piyasası (bear market) terimi “Ayıyı yakalamadan derisini satmak” anlamına gelmektedir. Ayı piyasasında piyasasının genel olarak gelecek hakkında karamsar olduğunu ve düşüş beklediğini belirtir ve düşüşlerin piyasaya hâkim olması durumunda hisse senedi fiyatları değer kaybeder.⁸⁷

⁸⁵ Sevinç AKBULAK ve Yavuz AKBULAK, *Türkiye’de Reel ve Mali Sektör*, 1. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, 2005, s.854.

⁸⁶ Selim BEKÇİOĞLU, “Portföy Korunma Aracı Olarak Altın”, *Yeni İş Dünyası Dergisi*, Cilt 5, Sayı 51, 1984, s.29.

⁸⁷ Milli Eğitim Bakanlığı, Muhasebe ve Finansman, Şirket Analizi, Ankara, 2011, s.14.

Boğa piyasası (bull market) terimi ise “Boğaların boynuzları ile her şeyi kaldırması “ anlamına gelmektedir. Boğa piyasası gelecek hakkındaki iyimserliği göstermektedir. İyimser olan yatırımcı piyasanın yükseleceği düşüncesi ile hareket eder. Bu düşüncede olan yatırımcı piyasa yükselmeden hisse senedi satın alır ve yükseldiği dönemde hisse senedini yüksek fiyattan satar. Boğa piyasası durumunda hisse senetlerinin fiyatlarında yükselme yaşanır.⁸⁸

6.1.10.Hisse Senetleri ve Siyasi Etkenler Arasındaki İlişki

Ekonomide hisse senedi fiyatlarını etkileyen bir diğer faktör ise siyasi risklerdir. Ekonomide yaşanan siyasi istikrarsızlıklar ve özelleştirme beklentileri hisse senetleri üzerindeki duyarlılığı arttırmaktadır. Yapılan çalışmalar, hisse senetleri üzerinde finansal sektörden daha fazla siyasi faktörlerin etkili olduğu sonuçlarını ortaya koymaktadır.⁸⁹

Siyasi risk ile hisse senedi getirileri arasında ilişki konusunda genel düşünce siyasi riskteki azalışların hisse senedi fiyatlarını olumlu etkilediği yönündedir.⁹⁰ Yabancı yatırımcılar için en önemli unsurlardan biri yatırım yapacakları ülkedeki siyasi istikrardır. Siyasi istikrarın olmadığı bir ülkede hisse senedi piyasaları kırılgan ve aşırı duyarlı olmakta ve hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalar çok yüksek olmaktadır. Özellikle ülkede seçim gibi belirsizlikler nedeniyle yatırımcılar hisse senetlerini daha çok riskli görmekte ve hisse senetlerine yerine daha likit olan para piyasası araçlarını tercih etmekte bu durumda hisse senedi fiyatlarını azaltıcı yönde etki yapmaktadır.⁹¹

6.1.11.Hisse Senetleri ve Devlet Müdahaleleri Arasındaki İlişki

Modern devlet anlayışında devletin ekonomik faaliyetleri yönetme ve ekonomik faaliyetlere girişme yöntemleri ile birlikte teşebbüslere teşvikler sağlayarak özendirici

⁸⁸ Milli Eğitim Bakanlığı, Muhasebe ve Finansman, Şirket Analizi, Ankara, 2011, s.15.

⁸⁹ Necat BERBEROĞLU, Sadık ARSLAN ve Muharrem AFŞAR, “Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye’de Hisse senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi”, **Anadolu Üniversitesi. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: X, Sayı: 1-2, Eskişehir, 1992, s.34.

⁹⁰ Sevd YAPRAKLI ve Bener GÜNGÖR, Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma”, **Ankara Üniversitesi SBS Dergisi** Cilt 62, Sayı 2,2007, s.205.

⁹¹ Didem HALABAK, Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri VE Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler, **Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006, s.81.

pozitif yöntemler sağlamaktadır.⁹² Devletin teşebbüslere teşvik sağlamasındaki temel amaç risklerin azaltılması veya ortadan kaldırılmasıdır. Risklerin azalması ve teşviklerin sağlanmasıyla birlikte firmalar rekabet gücü elde etmektedir.

Devlet ayrıca kamu harcamaları ile ekonomiye müdahale etmektedir. Kamu harcamalarında meydana gelen bir artış reel geliri artırır ve bu durum hisse senedinin fiyatını artırıcı yönde etki yaratmaktadır. Bir diğer açıdan bakıldığında ise kamu harcamaları ekonomik büyümeye katkı sağlayarak piyasanın canlanmasına, firma kârlarının artmasına ve böylece firmaların dağıtacağı kar payı miktarının da yükselmesini sağlayacaktır. Kâr payı miktarının yükselmesi ise hisse senedi fiyatlarını olumlu etkileyecektir. Bir diğer açıdan bakıldığında ise kamu harcamalarındaki azalma piyasayı olumsuz etkileyecek ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine sebep olacaktır.⁹³

6.1.12.Hisse Senetleri ve Mevsimsel Değişiklikler Arasındaki İlişki

Hisse senedi fiyatını etkileyen bir diğer önemli etken mevsimsel değişiklikler olarak görülmektedir. Mevsimsel değişiklikler hisse senedi fiyatlarını etkileyerek yükselişe veya düşüşe neden olmaktadır.

Şirketlerin yıllık bilançoları yılın ilk 3 ayında belli olmaktadır. Hisse senedi fiyatlarının yılın bu döneminde genel olarak yükselmeye başladığını görebiliriz. Ayrıca genel kurulda dağıtılacak kâr paylarının mart aylarında kesinlik kazanmasıyla birlikte bu yükseliş nisana kadar devam etmektedir. Kâr paylarının dağıtımdan sonra yaz mevsiminin de etkisiyle birlikte fiyatlarda bir düşme gözlemlenebilir. Eylül ayına doğru ise işletmelerin 6 aylık bilanço rakamlarının belirlenmesi ve yaz mevsiminin de bitmesiyle piyasa tekrar hareketlenmeye başlar ve hisse senedi fiyatları yükselir.⁹⁴

⁹² Gürsel ORER, “Ekonomik Kamu Düzeni ve Devletin Ekonomiye Müdahalesi”, **Dergi Park Dergisi**, Cilt 0 , Sayı 6, 2015, s.371.

⁹³ Mesut ALBENİ ve Yusuf DEMİR, “ Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (IMKB uygulamalı), **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi**, sayı 6, cilt 14, s.1-18.

⁹⁴ Tuğba OKTAY, Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: BİST’de Yer Alan Otomotiv ve İnşaat Sektörleri Üzerine Bir Uygulama, **Yüksek Lisans Tezi**, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Afyonkarahisar, 2013, s.62.

6.2.Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme İçi Faktörler

Hisse senedi fiyatını etkileyen işletmeye bağlı faktörler doğrudan doğruya işletmeye bağlı olan, işletmeden işletmeye farklılık gösteren ve işletmenin kontrolü altında gerçekleşen faktörlerdir.⁹⁵

6.2.1.Hisse Senetleri ve Kurumsal Yönetim Arasındaki İlişki

Kurumsal yönetim firmaların etkili bir biçimde yönetilmesi ile ilgilidir. Kurumsal yönetimin adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk olmak üzere dört temel ilkeye dayanmaktadır. Firmalarda iyi bir kurumsal yönetimin olması kaynak tahsisinde etkinliği artırır, firmaların hayatta kalmalarını sağlayarak önemli paydaşların taahhüdünü yerine getirmek için yeterli gelir elde etmelerini sağlamaktadır.⁹⁶

Kurumsal yönetim ekonomik olarak büyümenin ve verimliliğin artırılması, yatırımcının güveninin kazanılması açısından kilit unsurlardan biridir.⁹⁷ Kurumsal yöntemin varlığı firmalara olan güveni artıracığı için hisse senedine olan talepleri artırır. Hisse senedi taleplerindeki artış ise hisse senedinin piyasa değerini artırmaktadır.

6.2.2.Hisse Senetleri ve Finansal Yapı Arasındaki İlişki

Hisse senetlerini etkileyen bir diğer işletme içi faktör ise işletmenin finansal yapısıdır. Bir şirketteki finansal yapıdan bahsederken aslında o şirketin borç ve sermaye durumundan bahsederiz. Şirketler yatırımlarını finanse ederken öz sermayeden ya da yabancı kaynaklardan yararlanırlar. Şirketler yatırım yaparken yabancı kaynak kullanması sonucunda yatırımdan beklenen kârın bir kısmını faiz ödemelerine ayırmak zorunda kalacaktır ve bu da kârlılığın düşmesine neden olacaktır. Kâr payı beklentisi içerisinde olan yatırımcı ise bu durumdan olumsuz etkileneceği için hisse senedinin fiyatında düşüş gözlemlenecektir.

⁹⁵ Yusuf DEMİR, “Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 6, Sayı 2, 2001, s.110.

⁹⁶ uat TEKER ve Ahmet Hakan YÜKSEL, “Stock Price Reaction For Scoring on Corporate Governance”, **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, Cilt 150, 2004, s.985.

⁹⁷ Seda TURNACIGİL, Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Senedi Getirisi Üzerine Etkisi: Bist’de Bir Araştırma, **Doktora Tezi**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı, 2018, s.3.

İşletmenin borçlarında yükseliş, satışlarında oluşabilecek bir dalgalanma, hammadde fiyatlarında artma yaşanması, rekabetin ileri bir boyut kazanması, sermayenin şirketler için yetersiz kalması ve yöneticilerden kaynaklı olarak ortaya çıkan yönetim hataları finansal risklerin artmasına ve bu nedenle de finansal yapının bozulmasına yol açar. Finansal yapının bozulması ise hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkileyecektir.⁹⁸

Teknolojik üstünlükler, işletmenin ortaya koydukları mal ve hizmetlerin tüketiciler tarafından tercih edilmelerini sağlayacaktır. Ayrıca, teknolojik üstünlükler işletmenin hammadde kaynaklarını denetleyebilme imkânını artırır ve sermaye artışlarının büyük ölçüde öz kaynaklarla gerçekleştirilmesini sağlayarak finansal riskleri azaltır. Finansal risklerde gerçekleşen azalış ise hisse senedi fiyatlarını olumlu etkileyecektir.⁹⁹

6.2.3. Hisse Senetleri ve Sermaye Artırımı Arasındaki İlişki

Şirketlerin fon ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla sermaye artırımı yapmaları ve hisse senedi ihracını gerçekleştirmeleri bir finansman yöntemidir. Sermaye artırımı hisse senedi fiyatlarını olumlu ve olumsuz şekilde etkileyebilir.

Piyasalarda hisse senedi fiyatı hisse senedi talebine ve arzına bağlı olarak oluşmaktadır. Ülkemizde ihraç edilen hisse senetleri nominal bedelli oldukları için bedelli sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatlarına ilk başta artırıcı etkisi vardır. Büyüme potansiyeline sahip olan şirketler sermaye artırım kararı aldıklarında hisse senetlerine olan talep artar ve fiyatlar artan talebe bağlı olarak yükseliş gösterir. Ancak, sermaye artırımı yapacak şirketin hisse senetleri sermaye artırımının yapılmasıyla birlikte artacağı yani toplam arzın artış göstereceği unutulmamalıdır. Piyasada bol miktarda hisse senedi bulunacağı için hisse senedi fiyatları sermaye artırımından sonra düşüş göstermektedir.¹⁰⁰

Hisse senedi sayısının artmasının hisse senedi fiyatları üzerinde düşürücü bir etkisi olduğu kabul edilmektedir. Bedelli sermaye artırımları hisse senetleri talep eğrisinin tam esnek olmadığı durumlarda hisse senetleri üzerinde düşürücü etkiye yol

⁹⁸ KANALICI, a.g.e., s.41.

⁹⁹ KANALICI, a.g.e. s.41

¹⁰⁰ TÜRKALP, a.g.e., s.42.

açmaktadır ve söz konusu bu duruma fiyat baskısı denir.¹⁰¹ Fiyat baskısı hisse senedi piyasalarının tam etkin olmadığı durumlarda geçerlidir.

6.2.4.Hisse Senetleri ve Kâr Dağıtım Politikaları Arasındaki İlişki

Hisse senedi, anonim şirket ortaklarının şirketteki payını gösteren bir menkul kıymettir. Hisse senedi sahipleri, belirli kurallar çerçevesinde şirketin faaliyetleri sonucunda elde edilen kârdan hisseleri oranında kâr payı alır.¹⁰² Şirketler ortaklara yeterli ve istikrarlı kâr dağıtımını yapmayı amaçlarken şirketin büyümesi ve gelişmesi için ihtiyaç duyulan fonların oto finansman yöntemi ile karşılanmasını amaçlayabilir.¹⁰³

Şirketlerin kar dağıtım kararları yatırımcıların kararlarının üzerinde etkisi olduğu için hisse senedi fiyatlarını etkileyen bir faktör olarak ele alınmaktadır. Hissedarlarına düzenli ve yüksek kâr payı ödemesi yapan şirketlere olan ilgisi artmaktadır ve hisse senedi talepleri artış göstermektedir. Hisse senedi talebi hisse senedi fiyatı artışını beraberinde getirmektedir.

Yapılan bir araştırmada kriz döneminden önce sermaye kazancını kâr payı kazancına tercih eden yatırımcılar krizden döneminin geçmesinden sonra kâr payı kârlılığı yüksek olan şirketlere yatırım yapmayı tercih etmişlerdir.¹⁰⁴

6.2.5.Hisse Senetleri ve Şirketin Sektör İçerisindeki Payı Arasındaki İlişki

Bir şirketin sektör içerisindeki payı şirket değerini yakından ilgilendirmektedir. Büyüme eğilimi gösteren sektörde yer alan bir şirketin değeri, küçülme eğilimi gösteren sektörde yer alan bir şirketin değerinden daha yüksektir. Söz konusu şirket değerinin

¹⁰¹ Nükhet ERİŞ, Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımlarının Yatırımcı Davranışları Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma, **Yüksek Lisans Tezi**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 2009, s.37.

¹⁰² ÖNER, a.g.e. s.116.

¹⁰³ Metin ŞABAN ve Yasemin KÖSE, “Anonim Şirketlerde Kar Dağıtım Politikası Üzerindeki Yasal Sınırlamalar”, **Mali Çözüm Dergisi**, Cilt 12, Sayı 61,2002, s.4.

¹⁰⁴ Ayhan KIRBAŞ, “ Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama, **Doktora Tezi**, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Doktora Programı, Ankara, 2015, s.100.

yüksekliği şirketin piyasa değerini olumlu etkileyerek hisse senedi fiyatının yükselmesini sağlayacaktır.¹⁰⁵

6.2.6.Hisse Senetleri ve Şirketin Faaliyet Konusu Arasındaki İlişki

İşletmenin faaliyet konusu hisse senedi fiyatı üzerine olumlu veya olumsuz yansiyabilir. Ülke ekonomisinin yapısı, yasal düzenlemeler, tüketim kalıpları ve sağlanan devlet teşvikleri belirli sektörlerle avantaj sağlamakta ve bu sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kârlarını yükseltmektedir. Kârlılığı yüksek olan bir şirketin ise borsadaki fiyat performansı yüksek olacaktır.¹⁰⁶

Şirketler faaliyetlerine ulusal ve uluslararası ölçekte devam edebilmektedir. Şirketler işletme risklerini azaltmak ve satış hacmini arttırarak gelirini arttırmak için küreselleşmeyi tercih edebilirler. Şirketler faaliyet alanlarında çeşitlendirme yöntemini izleyerek pazar paylarını güçlendirmekte ve bu sayede kendilerini korumaktadırlar. Şirketin faaliyetlerini uluslararası düzeye taşıması durumunda tek bir pazara bağlı kalmadan farklı pazarlarda faaliyet göstererek ülkeye bağlı riski azaltmakta ve dağıtmakta ve pazarını çeşitlendirdiği için gelirini arttırmaktadır. Gelirinin artması ise şirketin hisse senetlerini pozitif etkilemektedir.¹⁰⁷

6.2.7. Hisse Senetleri ve İçerden Öğrenenlerin Ticareti Arasındaki İlişki

İçerden öğrenenlerin ticareti, halka açık şirketlerde hisse senedi fiyatını etkileyebilecek önemli bir bilginin henüz halka açıklanmadan şirket ile özel ilişkisi bulunan veya ilişkisi bulunmasa bile bu bilgiyi elde eden kişinin özel menfaat sağlamak amacıyla kullanmasını ifade etmektedir.¹⁰⁸ Önemli bilgi bir kişinin yatırım kararı verirken dikkat edeceği ve henüz halka sunulmamış bilgiyi ifade etmektedir.¹⁰⁹

¹⁰⁵ Citibank, **Corporate Valuation**, 1990, s.55.

¹⁰⁶ DEMİR, a.g.m. s.113.

¹⁰⁷ Emre Selçuk SARI, Emir OTLUOĞLU ve Çağlar Ozan GÖNÜLLÜ, “ Üretim İşletmelerinde Uluslararasılaşmanın Hisse Senedi Getirisi Üzerine Etkisi: BİST 100 Üzerine Bir Uygulama”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi**, Cilt 28, Sayı 83, Aralık 2017, s.130.

¹⁰⁸ Ümit GÜCENME, **Türkiye’de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler**, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara, 1994, s.55.

¹⁰⁹ Mehmet DURUSOY, “ İnsider Trading’i Yasaklayan Düzenlemelerin Gerekçeleri ve İnsider Trading Sorumluluğunun Temelleri- Amerikan ve İngiliz Yaklaşımları 2”, **Vergi Dünyası Dergisi**, 1992, Nisan , s.28.

Yatırımcının sermaye piyasasından en büyük beklentisi güvendir. Yatırımcıların piyasadaki bilgiye tam, doğru ve zamanında ulaşması yatırımcıda güvenin oluşmasını sağlayacaktır. Asimetrik bilginin var olduğu bir piyasada yatırımcının piyasaya olan güveninin sarsılması kaçınılmazdır. Sermaye piyasalarında şeffaflık esas olmak zorundadır. Bu sebeple haksız kazancın sebebini oluşturan içerden öğrenenlerin ticareti hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilemektedir. ¹¹⁰

6.2.8.Hisse Senetleri ve Finansal Raporlardaki Bilgilerin Kalitesi Arasındaki İlişki

Şirketlerin finansal raporların kalitesinin belirlenmesi hem finansal piyasalar açısından hem de şirketler açısından önem arz etmektedir. ¹¹¹Kaliteli finansal raporlar şirket yöneticiler ile şirket dışındaki paydaşlar yani yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azaltmaktadır. Daha şeffaf raporlama sağlamış olmakla birlikte belirsizlikleri ortadan kaldırarak güven ortamını oluşturur. ¹¹² Ayrıca şirketlerin finansman bulmalarını kolaylaştırır ve firma değerini arttırarak rekabette avantaj oluşturur. Firma değerinin artması ve güven ortamının sağlanması ise hisse senedi fiyatlarına olumlu yansyarak hisse senedi fiyatlarını yükseltecektir. Ancak yüksek kalitede hazırlanan finansal raporlar rakip şirketlere aslında daha fazla bilgi sunacağı için bu şirketler açısından dezavantaj olabileceği de unutulmamalıdır. ¹¹³

¹¹⁰ Fehmi KARASİOĞLU,” İçeriden Öğrenenler Ticareti(İnsider Trading) ve Türkiye’de Muhasebenin Yatırımcılara Bilgi Sağlama Sorumluluğu “, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 3, 1998, s.121.

¹¹¹ Gürol DURAK ve Eymen GÜREL, “Finansal Raporların Kalitesine Etki Eden Ülkeye Özgü Faktörler”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2014, s.96.

¹¹² Ümit GÜCENME GENÇOĞLU ve Yasemin ERTAN, “Muhasebe Kalitesini Etkileyen Faktörler ve Türkiye’deki Durum” **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ocak 2012, s.5.

¹¹³ DURAK ve GÜREL, a.g.m.s. 97.

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYA KAVRAMI VE SERMAYE ARTIRIM İŞLEMLERİ

1.Sermaye Kavramı Hakkında Genel Bilgiler

Sermaye kavramının kökeni Farsça' ya dayanmaktadır ve Farsça' da sermaye "bir borcun anaparası" sözcüğünden alıntıdır. Sermaye kavramı muhasebe, hukuk, iktisat ve ekonomi gibi pozitif bilimlerde sıkça kullanılan bir terimdir ve bu sebeple kullanıldığı her alanda farklı anlamlara gelebilmektedir. Sermaye kavramı TDK' ya göre, bir ticaret işinin kurulması, yürütülmesi için gereken anapara ve paraya çevrilebilir malların tamamı, anamal, başmal, kapital, meta, resülmal¹¹⁴ olarak tanımlanmıştır.

T.T.K.'nun 124. maddesinde "*Ticaret şirketleri; kollektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif şirketlerden ibarettir.*" şeklinde belirtilmiştir. Bir ticaret şirketinin ticaret siciline tescili ile tüzel kişilik doğar. Ticaret şirketleri ortaklarından veya kurucularından bağımsız olarak tüzel kişiliklere sahip olduğu için hak sahibi olup borç altına girebilir. Ticaret siciline tescille tüzel kişilik kazanan ticaret şirketlerinin kendilerine ait mal varlıkları bulunmaktadır. Mal varlığının olması ticaret şirketlerinin amacının gerçekleştirilmesi için olmazsa olmaz bir koşuldur. Ticaret şirketlerinde mal varlığı ortakların şahsi malvarlıklarından bir kısmını şirkete tahsis etmeleri ile mümkün olmaktadır. Bütün ortaklar şirkete mal varlığı getirmek ile yükümlüdür.

T.T.K.'nun 127. maddesinde "*Kanunda aksine hüküm olmadıkça ticaret şirketlerine sermaye olarak para, alacak, kıymetli evrak ve sermaye şirketlerine ait paylar, fikrî mülkiyet hakları, taşınır ve her çeşit taşınmaz, taşınır ve taşınmazların faydalanma ve kullanma hakları, kişisel emek, ticari itibar, ticari işletmeler, haklı olarak kullanılan devredilebilir elektronik ortamlar, alanlar, adlar ve işaretler gibi değerler, maden ruhsatnameleri ve bunun gibi ekonomik değeri olan diğer haklar, devrolunabilen ve nakden değerlendirilebilen her türlü değer, konabilir.*" hükmü

¹¹⁴ Türk Dil Kurumu, http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5c10c5dc3c07f6.34365556, (25.12.2019)

getirilerek ticaret şirketlerine sermaye olarak konulabilecek mal varlığı değerleri sıralanmıştır.

2. Anonim Şirketlerde Sermaye Kavramı

Anonim şirket kavramı T.T.K.'nın 329. maddesinde düzenlenmiştir. Bu madde de “*Anonim şirket, sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir.*” hükmü ile anonim şirketlere genel bir tanımlama getirilmiştir.

Anonim şirketlerde sermaye kavramı ise şirkette pay sahiplerinin ortaklığa getirmeyi taahhüt ettikleri malvarlığının toplamı ve bu malvarlığının nakit olarak ifadesidir ve şirket sözleşmesinde sabit bir tutar olarak yer almaktadır.

Anonim şirkete sermaye olarak getirilebilecek unsurları nakdi ve ayni sermaye olarak bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Anonim şirketlere nakdi sermaye getirmek mümkün olmakla birlikte nakdi sermayenin ödenme esasları T.T.K.'nın 334. maddesinde “*Nakden taahhüt edilen payların itibarî değerlerinin en az yüzde yirmibeşi tescilden önce, gerisi de şirketin tescilini izleyen yirmidört ay içinde ödenir.*” şeklinde belirtilmiştir.

Anonim şirketlere nakdi sermaye olarak getirilebilecek unsurlar T.T.K' nun 342. maddesinde “*Üzerlerinde sınırlı ayni bir hak, haciz ve tedbir bulunmayan, nakden değerlendirilebilen ve devrolunabilen, fikrî mülkiyet hakları ile sanal ortamlar da dâhil, malvarlığı unsurları ayni sermaye olarak konulabilir.*” hükmüne yer verilerek belirtilmiştir. Ayrıca aynı maddenin devamında hizmet edimleri, kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacaklar sermaye olarak getirilemeyeceği vurgulanmıştır.

Ticaret şirketlerine madde hükmünden de anlaşılacağı üzerine taşınır ve taşınmaz ile maddi olmayan ancak mali değeri olan mallar sermaye olarak getirebilir. Üzerinde sınırlı bir ayni hak, haciz ve tedbir bulunan bir ayni değer anonim şirketlere sermaye olarak getirilemez.¹¹⁵ Ticaret şirketlerine fikri ve sınai mülkiyet haklarının da

¹¹⁵ Aytekin ÇELİK, “Anonim Şirketlerde Ayni Sermaye Taahhütlerinin. Yerine Getirilmesine Yönelik İhtiyati Tedbirler”, *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt 4, Sayı 3, 2011, s.35.

sermaye olarak getirilebileceğine dikkat etmek gerekir. Marka, patent, lisans, işletme ruhsatları vb. örnek olarak gösterilebilir.

Ticaret şirketlerine aynı sermaye olarak konulabilecek diğer unsurlar ise hizmet edimleri, kişisel emek ve ticari itibar olarak sayılmıştır. Hizmet edimleri şirkete sermaye koymak isteyen ortağın hizmet ifaları olarak düşünülebilir. Kişisel emek bedeni ve fikri çalışma anlamına gelmektedir.¹¹⁶ Ticari itibar ise sermaye getirmek isteyen ortağın piyasadaki saygınlığını ve değerini ifade etmektedir. Doktrinde iş tecrübesi, piyasa ilgisi, teknik bilgi, müşteri portföyü de kişisel emek ve ticari itibar olarak değerlendirilmiş ve kavramlar genişletilmiştir.¹¹⁷

3. Anonim Şirketlerde Sermaye Getirme Yükümlülüğü ve Yaptırımları

Anonim şirkette ortakların sermaye borcunu yerine getirme borcu aynı sermaye veya nakdi sermaye şeklinde gerçekleşmektedir. T.T.K.’nın 329. maddesinde “*Pay sahipleri, sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile ve şirkete karşı sorumludur.*” hükmü ile pay sahiplerinin sorumluluğuna yer verilmiştir. Bu nedenle, ortak, taahhüt ettiği sermaye miktarında, şirkete karşı borçlu konumundadır. Diğer yandan T.T.K.’nın 130. maddesinde “*Sermaye olarak şirkete alacaklarını devretmiş olan bir ortak, alacaklar şirketçe tahsil edilmiş olmadıkça sermaye koyma borcundan kurtulmaz.*” düzenlemesine yer vermiştir.

Sermaye koyma borcu anonim şirketlerde mutlak zorunlu şarttır. T.T.K.’nın 482. maddesinde “*Sermaye koyma borcunu süresi içinde yerine getirmeyen pay sahibi, ihtara gerek olmaksızın, temerrüt faizi ödemekle yükümlüdür.*” şartı getirilmiştir. İhtara gerek kalmaksızın sermaye koyma borcunu yerine getirmeyen pay sahibi temerrüt faizi ödemekle yükümlüdür. Bu madde hükmü ile sermaye borcunu yerine getirmeyen ortak temerrüde düşmekte ve ortağa karşı icra takibi başlatılarak sermaye borcu ile birlikte temerrüt faizinin tahsiline imkân sağlanmaktadır.

T.T.K.’nın 128. maddesinde “*Şirket, her ortağın sermaye koyma borcunu yerine getirmesini isteyebileceği ve dava edebileceği gibi, yerine getirmede gecikme*

¹¹⁶ Hasan PULAŞLI, *Şirketler Hukuku Genel Esasları*, Ankara: Adalet, 2013, s.54.

¹¹⁷ Mustafa ÇEKER, *Ticaret Hukuku Genel Esasları*, Adana: Karahan, 2014, s.165.

sebebiyle uğradığı zararın tazminini de isteyebilir. Tazminat istemi için ihtar şarttır. Şahıs şirketlerinde bu davayı ortaklar da açabilir.” denilerek sermaye borcunu ödemeyen ortaklara karşı bu borcunu ifa etmesi için şirkete dava açma imkânı tanınmıştır. Ayrıca bu gecikme nedeniyle şirketin bir zararı oluştuysa bu zararın tazmin edilmesini isteme hakkı olduğu da hüküm altında alınmıştır. Yine aynı maddenin devamında ise “Ortaklarca, sermaye olarak konulması taahhüt edilen hakların korunması için, kurucular tarafından ortaklar aleyhine ihtiyati tedbir istenebilir.” hükmüne yer verilerek sermaye taahhütlerinin yerine getirilmesinin sağlanması amacıyla alacağı teminat altına almak amacıyla ihtiyari tedbirlere başvurulabileceği vurgulanmıştır.

T.T.K.’nın 482. maddesinde ayrıca “Yönetim kurulu, mütemerrit pay sahibini, iştirak taahhüdünden ve yaptığı kısmi ödemelerden doğan haklarından yoksun bırakmaya ve söz konusu payı satıp yerine başkasını almaya ve kendisine verilmiş pay senedi varsa bunları iptal etmeye yetkilidir.” hükmü getirilmiştir. Bu hükümle birlikte sermaye taahhütlerinin yerini getirilmesinin sağlanması amacıyla ortaklar üzerinde yaptırımlar ön görülmüştür. Ayrıca şirketin tazminat hakları saklıdır.¹¹⁸

Yukarıdaki açıklamalar dâhilinde T.T.K.’nda sermaye borcunun ödenmesini sağlamak amacıyla getirilen düzenlemeleri 3 başlık altında sırayabiliriz;

- Sermaye taahhüdünü yerine getirmekle yükümlü olan şirket ortağının borcunu zamanında veya hiç ifa etmemesi durumunda şirket sermaye taahhüdünün yerine getirilmesini ve temerrüt faizi ödemesini talep edebilir,
- Şirket sermaye taahhüdünün yerine getirilmemesi durumunda şirket ortağının dava edebilir ve şirketin bu borcun yerine getirilmemesinden kaynaklı bir zararı oluşmuşsa söz konusu zararı talep edebilir,

¹¹⁸ Salih ÇALAL, “Anonim Şirketlerde Ayni Sermayenin Yapısı ve Iskat Usulü”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Sayı 165, Eylül 2017, s.3.

- Yukarıdaki hukuki yollar ile bir çözüme ulaşılmamışsa borcunu ödemeyen şirket ortağını ortaklıktan yoksun bırakabilir veya ortaklıktan çıkarılabilir.

4.Sermaye Sistemleri

Anonim şirketlerde sermaye artırım yöntemleri esas sermaye sistemi ve kayıtlı sermaye sistemi olarak tanımlanmıştır. T.T.K.’nın 332. maddesinin 1. fıkrasında esas sermayenin “*tamamı esas sözleşmede taahhüt edilmiş bulunan sermayeyi*”, kayıtlı sermayenin ise “*sermayenin artırılmasında yönetim kuruluna tanınmış yetki tavanını gösteren sermayeyi*” ifade ettiği belirtilmiştir.

4.1.Esas Sermaye Sistemi

T.T.K.’nın 332. maddesinde “*Tamamı esas sözleşmede taahhüt edilmiş bulunan sermayeyi ifade eden esas sermaye ...*” hükmü ile esas sermayenin tanımı yapılmıştır. Esas sermaye anonim şirketlerde ortakların getirmeyi taahhüt ettikleri mal değeri toplamıdır.¹¹⁹

Esas sermaye sisteminde sermaye terimine ikame olarak ödenmiş sermaye terimi kullanılmaktadır. Bu sistemde kayıtlı sermaye sistemindeki gibi bir sermaye tavanı olmamak ile birlikte sermayeye ihtiyaç duyulması halinde genel kurul toplantısı yapılır ve sermaye artırımı için karar verilir. Şirketin ödenmiş sermayesi sadece genel kurulun karar alacağı zaman ve artırım miktarına göre bir kerede yapılır. Anonim şirketlerde esas sermayenin tamamı kurucular tarafından taahhüt edilir ve payların kaç adedini satın alacaklarını esas sözleşmede belirtirler.

4.2.Kayıtlı Sermaye Sistemi

Kayıtlı sermaye sistemi, esas sermaye sisteminin dezavantajlarını ortadan kaldırmak için getirilen bir düzenlemedir.¹²⁰

¹¹⁹ Erdoğan MOROĞLU, *Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı*, İstanbul, 2003, s. 1.

¹²⁰ Mehmet BAHTİYAR, *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı*, İstanbul, 1996, s.34

SPK'dan izin alınarak tercih edilebilecek bir sistem olan kayıtlı sermaye sistemini anonim şirketler sermaye artırımında formalitenin fazla olması nedeniyle tercih etmektedirler. Esas sermaye sisteminde genel kurul sermaye artırımına karar verebildiği için şirketler için bu durumun dezavantajları bulunmaktadır. Genel kurulun üye sayısının fazla olması ve toplantının olası maliyetleri bu dezavantajlara örnek gösterilebilir. Kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşmede hüküm bulunmak kaydıyla genel kurula ihtiyaç duyulmaksızın yönetim kurulu kararı ile sermaye artırımını yapılabilir veya yönetim kurulu kararı ile hisse senedi ihracı gerçekleştirilebilir. Kayıtlı sermaye sisteminde esas sermaye sisteminden farklı olarak sermaye artırımını yönetim kurulu kararı ile gerçekleştirdiğinden dolayı yöneticiler daha hızlı ve kolay karar alabilmektedirler. Esas sermaye artırımında bir diğer önemli durum ise genel kurulun toplantıya çağrılması için birtakım formalitelerin varlığı ve bunların oluşturacağı maliyetler yer almaktadır. Kayıtlı sermaye sisteminde söz konusu formaliteler ve maliyetler yer almamaktadır.¹²¹

Anonim şirketlerin kayıtlı sermayeye artırımını için halka açık olmayan anonim şirketlerin esas sözleşmesinde veya daha sonra genel kurulun alacağı kararla esas sözleşmeye geçmelerine imkân tanıyan bir düzenleme bulunması şarttır. Anonim şirketler kayıtlı sermaye sistemine geçmekte serbest olmak ile birlikte, kayıtlı sermaye sistemini seçip kuruluş (esas) sözleşmesinde belirli bir tavan sermaye belirleyen şirketler sermaye tutarını ticaret siciline tescil ettirirler ve tescil ettirilen tavan sermaye kadar sermaye artırımını yapabilirler.

Kayıtlı sermaye sisteminde çıkarılan hisse senetleri bedelleri tamamen ödenmedikçe sermaye artırımını yapılamaz ve nakit dışında kıymetler sermaye olarak taahhüt edilemez.

5.Sermaye Artırım Nedenleri

Şirketlerin sermaye artırımları kanundan ve ekonomik konjonktürden kaynaklı zorunlu sebepler olabileceği gibi şirketlerin yatırım ve büyüme isteğinden kaynaklı isteğe bağlı sermaye artırımını şeklinde de gerçekleştirebilir. Şirketin paraya ihtiyaç duyması en

¹²¹ <https://www.dunya.com/gundem/halka-acik-olmayan-anonim-sirketlerde-kayitli-sermaye-sistemi-haberi-192694> (25.12.2019)

başta gelen sebeplerdendir. Özellikle şirket, gelişiminin sağlıklı devam ettirilmesi, projelerin hayata geçirilmesi amacıyla sermaye artırımına gidebilir. Bunun yanı sıra kredi kaynaklarının daralması veya kredi maliyetinin çok yüksek olmasından dolayı sermaye artırımına da gidebilir.¹²²

Sermaye artırımını yapan şirketin hisse senedini elinde bulunduran veya hisse senedini elde etmeyi düşünen yatırımcılar sermaye artırım duyurusunu olumlu ve olumsuz şekilde algılayabilirler ve piyasadaki pozisyonlarını bu doğrultuda şekillendirirler. Şirketin sermaye artırım nedeninin yatırımcı açısından çok iyi analiz edilmesi önemlidir.

5.1.Yeni Fon Temin Etmek Amacı ile Yapılan Sermaye Artırımları

Sermaye artırımının nedenlerinden biri şirketin yeni bir hamle yapmak, yeni bir işletme devralmak, yeni bir teknolojik sisteme geçmek, yeni bir üretim tarzı geliştirmek gibi sebeplerden dolayı ihtiyaç duyulacak ekonomik gücü temin etmek istemesidir.¹²³

Büyüme strateji içerisinde şirketler yeni bir yatırım yapmak, büyüme hedefini gerçekleştirmek amacıyla söz konusu işlemleri hayata geçirebilmeleri için yeni fonlara ihtiyaç duymaktadırlar. Finansal yönetimin çalışma alanlarından biri olan ihtiyaç duyulan fonların finansmanı hangi kaynaklardan yapılacağı sorusu işletme dışındaki kaynaklardan yani borçlanmayla veya işletmenin öz kaynaklarından sağlanabilir cevabıyla yanıt bulmaktadır.

Borçlanma yolu ile finansmanda genellikle fon ihtiyacını karşılamak amacıyla şirketler kısa, orta ve uzun vadeli krediler için bankalara başvurmaktadır. Ekonomin genel seyri içinde ise finansman sağlamak amacıyla yapılacak borçlanma kredi faizleri nedeniyle rasyonel bir seçim olmayabilir.

Fon ihtiyacının özkaynak yolu ile finansmanı ise dağıtılmamış kâr veya içsel kaynakların sermayeye ilavesi gibi şirketin bünyesinde var olan kaynaklar ile hisse senedi ihracı yolu ile kaynak sağlaması gibi dışardan kaynak temin etmek şeklinde

¹²² ŞENER, a.g.e., s.562.

¹²³ Levent BİÇER, *Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye*, İstanbul:Beta Yayınları , 2010, s.25.

gerçekleştirilir. Özkaynak ile finansmanın belirli bir vadesi yoktur ve şirketin kredibilitesini yükseltir. Ekonomide faiz oranlarının yüksekliğini de göz önüne aldığımızda şirketler genellikle özkaynak yolu ile fon ihtiyacını karşılamaktadır. Özkaynak ile finansmanın avantajları olduğu kadar dezavantajları da mevcuttur. Özkaynakların artırılması özellikle küçük şirketlerde yeni ortak girmesi sebebiyle yönetimin ve kontrolün paylaşılması, hisse senedi ihracı sonucunda gelirin daha çok kişi arasında paylaşılmasına, dolayısıyla mevcut yatırımcıların gelirinin düşmesine yol açmaktadır.

5.2.Bir Anonim Ortaklığın Bir Sermaye Ortaklığı ile Birleşmesi

Sermaye artırımının bir diğer önemli nedeni anonim ortaklığın bir sermaye ortaklığıyla, kooperatifle, kollektif veya komandit ortaklıkla devralma suretiyle birleşmesi veya bölünme yolu ile devralınması halidir. Bu durumda, devralan anonim ortaklığın sermayesi arttırılarak, birleşme veya bölünme suretiyle devralınan ortaklığın pay sahiplerine birleşme veya bölünme sözleşmesinde belirtilen oranlarda yeni çıkarılan paylardan verilir.¹²⁴

Sermaye artırımının birleşme nedeni ile yapılması durumunda sermayenin ne kadar artırılabileceği devralınan veya birleşmeye katılan ortakların mal varlığına göre hesaplanmaktadır ve sermaye artırımını aynı sermaye artırımını şeklinde yapılmaktadır.¹²⁵ Ancak dikkat edilmesi gereken bir diğer husus ise ortaklığın devralınan ortaklığın hisse senetlerinin tamamını elinde bulundurduğu durumda ya da kendi hisse senetlerinin sermaye artırımını yapılmasını gerektirmediği durumlarda ayrıca bir sermaye artırımına ihtiyaç duyulmamaktadır.¹²⁶

Anonim ortaklığın bir sermaye ortaklığı ile birleşmesi durumunda esas sözleşme değişikliği sonucunu doğuran sermaye artırım kararının ticaret siciline tescil ettirilmesi gerekmektedir.

¹²⁴ MOROĞLU, a.g.e., s.14.

¹²⁵ Hamdi YASAMAN, **Ortaklıkların Birleşmesi**, İstanbul,1987, s.13.

¹²⁶ YASAMAN, a.g.e., s.358.

5.3. Sermayenin Yetersiz Kalması Sebebiyle Yapılan Sermaye Artırımı

Anonim şirketlerde sermayenin yetersiz kalmasının birden fazla nedeni olabilir. Sermayenin yetersiz kalması bazı durumlarda iyimser bazı durumlarda ise kötümser bir tablo çizer. Örneğin iş hacmini büyümesiyle birlikte sermayenin yetersiz kalması durumu anonim şirketin hacminin büyüdüğüne işaret olarak gösterilebilir ve iyimser olarak algılanabilir. Ancak şirketin sermayesinin zarar sebebiyle yetersiz kalması durumu ise yatırımcılar için kötümser bir senaryo olacaktır.

5.3.1.Sermayenin Zarar Nedeniyle Yetersiz Kalması Durumunda Sermaye Artırımı

Şirketin sermayesinin yetersiz kalması durumunda yönetim kurulu, azalan sermaye nispetinde sermaye artırımına gidebilir ya da mevcut sermaye ile yetinmeye ve faaliyetleri bu şekilde yürütmeye karar verebilir.

Sermayenin korunması ilkesi anonim şirketlerde en önemli ilkelerden biridir. T.T.K.'nın 376. maddesinde teknik iflas durumu düzenlenmektedir. Söz konusu maddenin 1. fıkrası *“Son yıllık bilançodan, sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının yarısının zarar sebebiyle karşılıksız kaldığı anlaşılırsa, yönetim kurulu, genel kurulu hemen toplantıya çağırır ve bu genel kurula uygun gördüğü iyileştirici önlemleri sunar.”* açıklamalarına yer vermektedir. Aynı maddenin 2. fıkrası ise *“Son yıllık bilançoya göre, sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının üçte ikisinin zarar sebebiyle karşılıksız kaldığı anlaşıldığı takdirde, derhâl toplantıya çağrılan genel kurul, sermayenin üçte biri ile yetinme veya sermayenin tamamlanmasına karar vermediği takdirde şirket kendiliğinden sona ereceğine”* hükmeder.

Yukarıda yer verilen açıklama uyarınca; şirketin son yıllık bilançosuna göre sermaye ve kanuni yedek akçeler tutarının 2/3'ünün zarar nedeniyle karşılıksız kalması halinde, yönetim kurulunun çağrısı üzerine genel kurul, “sermayenin üçte biri ile yetinilmesine” ve Kanunun 473. ile 475. maddelerine göre “sermaye azaltımı yapılmasına”, “sermayenin tamamlanmasına” ve “sermayenin artırılmasına” karar verebilir.

Yönetim kurulu genel kurulu hemen toplantıya çağırarak şirketin bulunduğu durumu genel kurula açıklamalı, zararların sebeplerini göstermeli ve sermaye artırımını, iştiraklerin satışı ve bazı üretim birimlerinin veya bölümlerinin kapatılması ya da küçültülmesi gibi iyileştirici önlemleri önermesi gerekir aksi halde yönetim kurulu sorumlu olur.¹²⁷

5.3.2.Şirketlerin Kuruluş Sermayesinin İş Hacminin Büyümesi ile Yetersiz Kalması Durumunda Sermaye Artırımı

Kuruluş sermayesi, anonim şirketlerin kuruluşu sırasında ortaklar tarafından şirkete getirilmesi gereken asgari sermaye tutarını ifade etmektedir. T.T.K.’nın 332. maddesinde en az sermaye tutarları, *“Tamamı esas sözleşmede taahhüt edilmiş bulunan sermayeyi ifade eden esas sermaye ellibin Türk Lirasından ve sermayenin artırılmasında yönetim kuruluna tanınmış yetki tavanını gösteren kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş bulunan halka açık olmayan anonim şirketlerde başlangıç sermayesi yüzbin Türk Lirasından aşağı olamaz.”* şeklinde tanımlanmıştır.

Şirketin iş hacminin büyümesi bilançolarına ve gelir tablolarına yansiyacaktır. İş hacmi genişledikçe ortaklar tarafından şirkete getirilen asgari sermaye zamanla yetersiz hale gelecektir. İş hacmini büyütecek şirketler genellikle yatırım yapma yolunu tercih ederler. Yatırımların finansmanı daha öncede bahsettiğimiz gibi sermaye artırımını veya borçlanma yolu ile yapılabilir. Ortaklar fon ihtiyacını karşılamak için sermaye taahhüt etmek yerine şirkete borç verme eğilimi içerisindeyler. Çünkü şirketin tüzel kişiliğe haiz olması borç verilen tutar üzerinden faiz ödemelerinin gerçekleşmesi anlamına gelecektir. Bu durumun önlenmesi için belirli bir kıstas uygulayarak K.V.K.’nın 12. maddesine *“Kurumların, ortaklarından veya ortaklarla ilişkili olan kişilerden doğrudan veya dolaylı olarak temin ederek işletmede kullandıkları borçların, hesap dönemi içinde herhangi bir tarihte kurumun öz sermayesinin üç katını aşan kısmı, ilgili hesap dönemi için örtülü sermaye sayılır.”* şeklinde hüküm getirilmiştir. Aynı kanunun 11. maddesinde ise *“Kurum kazancının tespitinde örtülü sermaye üzerinden ödenen veya hesaplanan faiz, kur farkları ve benzeri giderlerin indirim konusu yapılamayacağı”* hüküm altına

¹²⁷ Yavuz AKBULAK, “Anonim Şirketlerde Sermayenin Kaybı Sorunu”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Sayı 156, Aralık 2016, s.2.

alınmıştır." Böylece şirketlerin finansman ihtiyacının sağlanması için ortak veya ortaklarla ilişkili kişilerden borçlanma isteğinin etkisi azalmakta ve ortaklar sermaye artırım yolunu tercih etmektedirler.

5.3.3. Sermayenin Enflasyonist Baskı Sebebiyle Yetersiz Kalması Durumunda Sermaye Artırımı

Anonim şirketler kanunen yasak olmayan her türlü ekonomik amaç ve konu için süresi belirsiz olarak kurulan şirketler olarak tanımlayabilir. Piyasada faaliyet gösteren birçok halka açık anonim şirketin kuruluş tarihi geçmiş yıllara dayanmaktadır.

Ekonomileri yıllar boyu en çok etkileyen unsurun enflasyon olmuştur. Enflasyon en genel tanımı ile bir ekonomideki mal ve hizmetlerin fiyatlarında gözlenebilen sürekli ve genel kapsamlı artışı ifade etmektedir.¹²⁸ Bu sebeple şirketlerin sermayesi zaman içerisinde ekonomideki enflasyonist baskıya yenik düşer ve sermayesi yetersiz kalır. Şirketlerin eski alım güçlerine ulaşması ve bu durumun telafisinin sağlanması amacıyla şirketler belirli dönemler itibari ile sermaye artırımına başvururlar.

6.Sermaye Artırım Türleri

Sermaye artırım, şirketin esas sözleşmesinde taahhüt edilen sermaye tutarının iç veya dış kaynaklar kullanılarak artırılmasını anlamına gelmektedir ve sermaye artırımını esas sözleşmede değişiklik yapmayı gerektirmektedir. T.T.K. hükümlerine göre sermaye artırım; sermaye taahhüdü yolu ile sermaye artırım, iç kaynaklardan sermaye artırım ve şarta bağlı sermaye artırım şeklinde tanımlanmıştır. Sermaye artırım konusundaki izin sistemi, organlara tanınan yetki ve artırma usulleri bakımından birbirinden farklılık göstermektedir.

6.1.Sermaye Taahhüdü Yolu ile Sermaye Artırımı

Sermaye taahhüdü yolu ile sermaye artırımında, kişiler aynı veya nakdi sermaye getirme karşılığında sermaye artırımına katılmayı taahhüt ederler ve sermaye artırımını gerçekleştirirler. Dış kaynaklardan sermaye artırımının yapılabilmesi için bilançoda

¹²⁸ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, **Enflasyon ve Fiyat İstikrarı.Raporu**

sermayeye eklenmesine mevzuatın izin verdiği fonların sermayeye dönüştürülerek iç kaynaklardan sermaye artırımının yapılması gerekmektedir.¹²⁹

T.T.K.’nın sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımını esas sermaye sisteminde sermaye artırım ve kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırım olarak ayırma tabi tutulmuştur.

6.1.1.Esas Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı

Esas sermaye sisteminde sermaye taahhüdü yolu ile sermaye artırımını T.T.K.’nın 459. maddesinde düzenlenmiştir. Bu maddede “*Artırılan sermayeyi temsil eden payların tamamı ya değişik esas sözleşmede ya da iştirak taahhütnamelerinde taahhüt edilir.*” hükmü yer almaktadır.

Esas sermaye sisteminde sermaye artırımında şirkette pay sahibi olan veya olmayan kişiler tarafından yeni mal varlığı getirilmesiyle yapılmaktadır. Sermaye artırımını yeni paylar çıkarılması suretiyle yapılabileceği gibi mevcut payların itibari değerlerinin yükseltilmesi ile de yapılabilmektedir. Esas sermaye sisteminde sermaye artırım hakkı sözleşmede düzenlenmesine gerek olmadan kullanılabilir. Esas sermaye sisteminde daha öncede değindiğimiz üzere sermaye artırımına genel kurul karar vermektedir. Esas sermaye sisteminde sermaye artırımını esas sözleşme değişikliğini beraberinde getirmektedir. Sermaye artırım kararı için aranılacak olan oy nisabı ise genel kurul üyelerinin yarısının katıldığı toplantıda oy çokluğu ile alınmaktadır. Esas sözleşmede daha ağır bir nisap öngörülebilmesini kanun koyucu ayrıca açık bırakmıştır. Bu sayede genel kurulun sermaye artırım kararına daha ağır oy nisabı getirilebilir.

6.1.2.Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı

Kayıtlı sermaye sisteminde sermaye taahhüdü yolu ile sermaye artırımını T.T.K.’nın 460.maddesinde düzenlenmiştir. Kayıtlı sermaye kavramı, taahhüt edilen ya da varolan gerçek bir sermaye olmayıp, esas sözleşme gereğince yönetim kurulu tarafından sermaye artırım yetkisinin kullanılabileceği üst sınırı gösteren bir

¹²⁹ Mustafa YAVUZ, “Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımının İç ve Dış Kaynaklardan Eş Zamanlı Olarak Yapılabilmesi”, *Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi*, Sayı 176, Ağustos 2018, s.1.

kavramdır.¹³⁰ Yönetim kurulu kayıtlı sermaye tavanı kadar ve kendisine verilen 5 yıllık süre zarfında sermaye artırımına karar verebilir. Yönetim kurulunun kayıtlı sermaye tavanını aşmasında durumunda, genel kurul esas sözleşmede değişiklik yaparak yeni bir tavan sermaye belirlemesi mümkündür.

Kayıtlı sermaye sisteminde diğer sermaye kavramları ise, şirketin kuruluş aşamasında veya kayıtlı sermaye sistemine geçerken elinde olması gereken sermayeyi ifade eden başlangıç sermayesi ve çıkarılmış payların tamamının itibari değerinin toplamını ifade eden çıkarılmış sermayedir.

Kayıtlı sermaye sistemini esas sermaye sisteminde söz konusu olan sermaye artırımından ayıran temel özelliklerden biri, artırıma karar verme yetkisinin esas sözleşmede belirtilen kayıtlı sermaye tutarı ile sınırlı olmak üzere genel kuruldan alınıp yönetim kuruluna verilmiş olmasıdır.¹³¹

Sermaye artırım işlemleri yönetim kurulu tarafından esas sözleşmenin ilgili maddelerinde değişiklik taslağının hazırlanması ile başlar. Yönetim kurulu sermaye artırım işlemleri ile ilgili olarak bir beyan hazırlamakla yükümlüdür. Ayrıca yönetim kurulu sermaye artırımına dair yönetim kurulu kararını, sözleşmenin yeni şeklini, çıkarılan paylarla ilgili bilgileri ve rüçhan hakların kullandırılmasını ilan eder ve internet sitesinde yayımlar.¹³²

Kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımı hakkı sözleşmede düzenleniş olmak şartı ile kullanılabilir. Esas sermaye sisteminde sermaye artırımı genel kurul kararıyla kullanılabilirken, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararı ile alınmaktadır.

T.T.K.’nın 460. maddesinde “Yönetim kurulu, bu kararında; artırılan sermayenin tutarını, çıkarılacak yeni payların itibarî değerlerini, sayılarını, cinslerini, primli ve imtiyazlı olup olmadıklarını, rüçhan hakkının sınırlandırılıp sınırlandırılmadığını, kullanılma şartları ile süresini belirtir ve bu hususlarla kamuyu aydınlatma ilkesi uyarınca gerekli olan diğer konularda bilgi verir.” Belirtilen

¹³⁰ ŞENER, a.g.e., s.569.

¹³¹ Ayşe SÜMER, **Ticaret Hukuku Ders Kitabı**, 1.Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, 2015, s.10.

¹³² SÜMER, a.g.e., s.236.

düzenleme ile yönetim kurulunun sermaye artırımına ilişkin kamuyu aydınlatma sorumluluğuna yer vermiştir.

6.1.3.Sermaye Artırımında Rüçhan Hakkı

Rüçhan hakkı T.T.K.’nın 461. maddesinde “*Her pay sahibi, yeni çıkarılan payları, mevcut paylarının sermayeye oranına göre, alma hakkını haizdir.*” şeklinde düzenlenmiştir.

Rüçhan hakkından söz edebilmek için, şirketin sermaye artırımına gitmesi gerekmektedir. T.T.K.’nda rüçhan hakkının ortaklar için tanınmasının temel amacı, sermaye artırımına gidilmesi durumunda ortakların mevcut ortaklık durumlarının korunmasıdır.

Rüçhan hakkının sermaye artırımı sırasında kanunda öngörülmesinin temel nedeni pay sahiplerinin şirketteki sermaye oranının korunmak istenmesidir. Rüçhan hakkı bedelsiz sermaye artırımında pay sahiplerinin mevcut paylarının sermayeye oranına göre bedelsiz payları kendiliğinden iktisap durumunda kendini göstermektedir. Artırımın bedelsiz sermaye artırımı şeklinde olması durumunda pay sahipleri yeni payları, mevcut paylarının sermayeye oranına göre alma hakkına sahiptir.¹³³¹³⁴

Rüçhan hakkının devredilmesine kanunen bir engel bulunmamaktadır. Rüçhan hakkının kullanılmasına esas sözleşmede yer alan hükümler dayanak gösterilerek engel olunamaz. Esas sözleşmede nama yazılı payların devredilmesinin sınırlandırılmış olması şirkete rüçhan hakkının kullanılmasını kısıtlama yetkisi vermez.¹³⁵ Esas sözleşmede rüçhan hakkını kaldırmaya veya sınırlamaya olanak veren bir hükmün yer alması rüçhan hakkının temel amacı olan “pay sahiplerinin öncelikli alım hakkı” ilkesine ters düşmektedir.¹³⁶

¹³³ Tekinalp ÜNAL, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, 3.Baskı, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013, s.306.

¹³⁴ <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi/anonim-sirketlerde-ic-kaynaklardan-sermaye-artirimi/> (25.12.2019)

¹³⁵ Burak ADIGÜZEL, “Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlanması veya Kaldırılması”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: 18, Sayı: 1, 2014, s.44.

¹³⁶ Fahri ÖZSUNGUR, “Rüçhan Hakkının Kullanılmaması ve Sermaye Artırımında Pay Taahhütlerinin Kısmen Yerine Getirilmesi Sorunu”, **Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, 2014, s.149.

6.2.İç Kaynaklardan Sermaye Artırımı

T.T.K.’nın 462. maddesine göre “*Esas sözleşme veya genel kurul kararıyla ayrılmış ve belirli bir amaca özgülenmemiş yedek akçeler ile kanuni yedek akçelerin serbestçe kullanılabilen kısımları ve mevzuatın bilançoya konulmasına ve sermayeye eklenmesine izin verdiği fonlar sermayeye dönüştürülerek sermaye iç kaynaklardan artırılabilir.*” şirketler iç kaynaklardan sermaye artırımına gidebilir. Sermaye artırımının iç kaynaklar yolu ile yapılması durumunda pay sahiplerine artırılan miktar kadar paylar bedelsiz olarak verilir.

İç kaynaklardan sermaye artırımında, pay senetleri bedellerinin tamamen ödenmesi şartı aranmaz. Bu yolla sermaye ile yedek akçeler arasındaki orantısızlık ortadan kalkar, pay sahipleri sermaye artırmak için yeniden katılma payı getirmek zorunda kalmazlar. Sermayeye eklenecek olan yedekler, esas sözleşme hükümlerine göre ya da genel kurul kararı ile ayrılan yedek akçeler, yeniden değerlendirme fonu ve iştirak kazançları, dağıtılmayan kârlar olabilir. Kanuni yedeklerin sarf yerleri belli olduğu için sermayeye dönüşme işlemine konu olamazlar.¹³⁷ Kanuni yedek akçeler, ana sözleşme ve genel kurul kararı gereği başka amaçlara tahsis edilen yedek akçeler ve emisyon primleri ise sermayeye ilave edilemeyecek yedek akçelerdir.¹³⁸

6.3.Şarta Bağlı Sermaye Artırımı

Şarta bağlı sermaye artırımını, sermaye artırımını sonrasında ortaya çıkan yeni paylar üzerinden değiştirme veya alım hakkının kullanılmasını içeren bir sermaye artırım yöntemidir.¹³⁹

T.T.K.’nın 463. maddesine göre “*Genel kurul, yeni çıkarılan tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle, şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlara veya çalışanlara, esas sözleşmede değiştirme veya alım haklarını kullanmak*

¹³⁷ SÜMER, a.g.e., s.237.

¹³⁸ Niyazi ÖZPERHİZ, “İç Kaynakların Kullanılması Yolu ile Sermaye Artırımı”, **Vergi Dünyası Dergisi**, 2003, s.1.

¹³⁹ SÜMER, a.g.e., s.237.

yoluyla yeni payları edinmek hakkı sağlamak suretiyle, sermayenin şarta bağlı artırılmasına karar verebilir.” şirketler sermaye artırabilir.

Şarta bağlı sermaye artırımını yapabilmek için esas sözleşmede artırımın şartları ve kurallarını belirleyen bir hüküm yer alması gerekmektedir. Söz konusu bu hüküm yapılacak olan bütün şarta bağlı sermaye artırımlarına uygulanacak genel bir hüküm olarak düşünülmemelidir. Yeni bir şarta bağlı sermaye artırımını için yeni bir esas sözleşme hükmünün kabul edilmesi gerekir. Genel kurul tarafından alınacak karar, bir sermaye artırma kararından ziyade şarta bağlı esas sözleşme değişikliği niteliğindedir. Bu sebeple genel kurul bu yetkisini şirket içinde başka bir kurula devredemez.¹⁴⁰

7. Anonim Şirketlerde Sermayenin Arttırılması

Anonim şirketlerde mali yapıyı güçlendirmek ve yatırımlara kaynak sağlamak için başvuru yollarından biri de esas sermayenin arttırılmasıdır.¹⁴¹

7.1. Sermaye Artırımına İlişkin Genel İlkeler

Anonim şirketlerde sermaye artırımını sırasında uygulanacak prosedürler ve aşamalar mevcuttur. Sermaye artırımının gerçekleştirilmesi için en önemli prosedür önceki sermayenin ödenmiş olmasıdır. Karar mercileri ise esas sermaye sistemine ve kayıtlı sermaye sistemine göre farklılık göstermektedir. Sermaye artırımının gerçekleştirilmesi için izin ve tescil işlemlerinin tamamlanmış olması gerekmektedir.

7.1.1. Önceki Sermayenin Ödenmiş Olması

T.T.K.’nın 456. maddesinin 1. fıkrasında *“İç kaynaklardan yapılan artırım hariç, payların nakdî bedelleri tamamen ödenmediği sürece sermaye artırılamaz. Sermayeye oranla önemli sayılmayan tutarların ödenmemiş olması sermaye artırımını engellemez.”* şeklinde belirtilmiştir.

Kanun maddesinden anlaşılabileceği gibi sermaye artırımının yapılabilmesi için payların nakdi bedellerinin tamamen ödenmesi gerekmektedir, iç kaynaklardan yapılan

¹⁴⁰ Soner ALTAŞ, **Anonim Şirketler**, Güncellenmiş ve Genişletilmiş 5. Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2013, s.551.

¹⁴¹ ASLAN ve ERGÜN, a.g.e., s.206.

artırımlarda önceki sermayenin ödenmiş olup olmadığına bakılmayacaktır. Sermayeye oranla önemli sayılmayan tutarların ödenmemiş olması durumunda ise son maddeyi baz alarak bu koşulun sermaye artırımını için sağlandığı düşünülerek sermaye artırımına gidilebilecektir.

7.1.2. Karar Verecek Organ

T.T.K.’nın 456. maddesinin 1. fıkrasında “*Artırıma, esas sermaye genel kurul; kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu karar verir.*” şeklinde düzenlenmiştir. Kanun maddesinden anlaşılacağı üzere esas sermaye sistemini benimsemiş olan anonim şirketlerde sermaye artırım kararı genel kurul tarafından alınırken, kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş olan anonim şirketlerde sermaye artırım kararı yönetim kurulu tarafından alınmaktadır.

Esas sermaye sisteminde esas sözleşmede daha ağır bir karar nisabı ön görülmemiş ise sermaye artırım kararı ortakların en az dörtte birinin temsil edildiği genel kurul toplantısında mevcut oyların oy çoğunluğu ile alınmaktadır. Esas sermaye sisteminde sermaye artırımını genel kurul kararıyla gerçekleştirmek ve sermaye artırımını esas sözleşme değişikliğini oluşturmaktadır. Sözleşme değişikliği ise yönetim kurulu tarafından onaylanmaktadır. Kayıtlı sermaye sisteminde ise yönetim kurulu oy çoğunluğu ile sermaye artırım kararı alabilmektedir.

7.1.3. Gümrük ve Ticaret Bakanlığı İzni

T.T.K.’nın 333. maddesine göre “*Gümrük ve Ticaret Bakanlığınca yayımlanacak tebliğle, faaliyet alanları belirlenip, ilan edilecek anonim şirketler Gümrük ve Ticaret Bakanlığının izni ile kurulur. Bu şirketlerin esas sözleşme değişiklikleri de aynı bakanlığın iznine bağlıdır.*”

Anonim şirketlerde sermaye artırımını esas sözleşmede değişikliği gerektirdiğinden belirtilen madde uyarınca Gümrük ve Ticaret Bakanlığından izin alınmasını gerektirmektedir.

7.1.4.Sermaye Artırımının Ticaret Siciline Tescil Edilmesi

Ticaret siciline tescil kurucu ve bildirici tescil olarak iki şekilde yapılmaktadır. Kayıtların kurucu etkisi, bir hakkın ya da bir hukuki işlemin doğmasına yol açan yenilik doğurucu bir tescil işlemidir. Kayıtların bildiri etkisinde ise bir hakkın ya da hukuki işlemin doğurduğu sonuçlar tescile bağlı olmayan ancak mevzuat gereğinde 3. kişilerin bilgisine sunulmak üzere tescil edilme işlemidir. Sermaye artırımı ticaret siciline tescil ile hüküm ifade edeceğinden tescil kurucu etkiye sahiptir. Kurucu etkiye sahip tescillerde, kararlar tescil edilmeden önce 3. kişilere karşı hüküm ifade etmeyeceğinden, sermaye artırımı kararının 3. kişilere karşı hüküm ifade etmesi için mutlaka tescil edilmesi gerekmektedir.

Sermaye artırımı kararı esas sermaye sisteminde genel kurul kararı tarihinden itibaren ve kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurul kararı tarihinden itibaren 3 ay içerisinde tescil edilmesi gerekmektedir. Belirtilen süre içerisinde tescilin yapılmaması durumunda alınan karar ve izinler geçersiz sayılacaktır.

7.1.5. Sermaye Artırımında Diğer Sicillere Yaptırılacak Bildirimler

Şirketleri nakdi veya aynı sermaye artırımı gerçekleştirebilir. Aynı sermaye, şirket ortakları tarafından şirketin kuruluşu sırasında veya sermaye artırımı sırasında getirebilir. Bir malvarlığı değeri taşıyan ve devredilebilen eşya ve haklar aynı sermayeyi oluşturmaktadır. Ticaret Sicil Müdürlüğü aynı sermaye olarak getirilen eşya ve hakların şirket adına tescilin gecikmeksizin yapılması amacıyla diğer sicillere bildirimleri yazılı olarak yapar.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASINDA KAMUNUN AYDINLATILMASI

1.Kamunun Aydınlatılması İlkesinin Gerekçesi ve Tarihçesi

Kamuyu aydınlatma ilkesi Anglo-Saxon hukuk sisteminde ortaya çıkmış ve zamanla gelişerek Kıta Avrupası ülkelerinin hukuk sistemlerinde yerini almıştır. Kamuyu aydınlatma ilkesine ABD ve İngiliz hukuk sistemlerden hangisinin kaynaklık ettiği konusunda iki farklı yaklaşım vardır. Ancak yaygın olarak kabul edilen görüş, kamunun aydınlatılması ilkesi 1800'lü yıllarda İngiltere'de ortaya atılmış ve Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act) ile 1993 yılında Amerika'da yasal zemin oluşturulmuştur.¹⁴²

Türkiye'de S.P.K.'u ile yasal zemini hazırlanan kamuyu aydınlatma ilkesi kavram olarak kanunda herhangi bir tanım yapılmamıştır. Kurumsal yönetim ilkeleri, kamunun aydınlatılması amacıyla halka açık anonim şirketler için SPK tarafından ilk olarak 2003 yılında daha sonra 2005 yılında yayınlanmıştır.

Dünyada yaşanan finansal krizler ve şirketlerin muhasebe skandalları yatırımcıların piyasalara ve şirketlere olan güvenenini derinden sarsmıştır. Ekonomideki büyük skandalların arka perdesinde şirketin asıl hak sahibi olan hissedarlar yerine kendi bireysel çıkarlarını korumaları yatıyordu. Bu durum ise yeterli denetim mekanizmalarının yokluğundan kaynaklanıyordu. Bu nedenle şirketlerin daha şeffaf finansal raporlama yapmalarını sağlamak ve denetçilerin daha etik davranışlarda bulunmasını sağlamak amacıyla muhasebe standartlarının oluşturulması ve geliştirilmesi önem kazanmıştır.¹⁴³

2.Kamunun Aydınlatılmasının Amacı ve Önemi

Piyananın etkinliğinin sağlanması ve tam rekabet koşullarının geçerli olabilmesi kamunun aydınlatılma ilkesinin temel amaçlarından sayılmaktadır. Sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişini sağlamak amacıyla sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım

¹⁴² Mustafa İHTİYAR, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, İstanbul, Beta, 2006, s.9,

¹⁴³ Ayşe Nur CANBALOĞLU, *Finans Sektöründe Kamunun Aydınlatılması ve Türkiye Uygulaması*, **Yüksek Lisans Tezi**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2011, s.16.

kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin yatırımcılara zamanında, tam ve doğru bilgilendirilmesi gerekmektedir.¹⁴⁴

Ekonomide finansal sorunlara yol açan birçok faktör bulunmak ile birlikte bu çalışma kapsamında önemli olan piyasalarda mevcut olan asimetrik bilgidir. Asimetrik bilginin en aza indirgenmesi ve sermaye piyasasının daha etkin ve istikrarlı çalışması, güvenin tesis edilmesi için kamunun aydınlatılması önemlilik arz etmektedir.

Tam rekabet piyasasının en önemli özelliklerinden biri şüphesiz tam bilgi koşuludur. Piyasada sağlıklı bir fiyat oluşumunun sağlanması için piyasada olan her şeyin tam, tarafsız, anlaşılır, doğru ve zamanında yatırımcıları yanıltmadan tasarruf sahiplerine, ortaklara ve tüm piyasa aktörlerine duyurulması gerekmektedir. Bunların yanı sıra yatırımcıların, tasarruf sahiplerinin kararlarını etkileyecek bilgileri kamuya aynı anda duyurmaları ile oluşacak güven ortamında atıl kalan fonların maksimum düzeyde ekonomik sisteme girişi sağlanacaktır.¹⁴⁵

Kamunun aydınlatılmasının temel amacı, yatırımcıyı doğacak risklerden korumaktan ziyade özgür irade çerçevesinde bir menkul kıymete yatırım yapma veya yapmama aşamasındaki riskler ile beklentilerini analiz etme aşamasına ilişkin olarak tam, doğru ve zamanında bilgi sunarak risklere karşı bilinçlendirilmesini sağlamaktır. Söz konusu durumda menkul kıymete yatırım yapan kişi, risk ve getiri arasında sorumluluk sahibi olarak etkin bir rol oynamaktadır.¹⁴⁶

Kamunun aydınlatılması ilkesiyle piyasa aktörleri şirketlerin içinde bulunduğu ekonomik durumunu, sahip oldukları bilgiyle varlıklarını ve konumlarını daha iyi yönetmekte ve korumaktadır.¹⁴⁷

Kamunun aydınlatılması ilkesi Türkiye’de kanun ve tebliğler ile desteklenmiştir. S.P.K.’nın 15. maddesinde “*Sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya*

¹⁴⁴ SPK, **Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları**, 2018, s.62.

¹⁴⁵ Orcan ÇÖRTÜK ve Mustafa ERTEN, “Türkiye’de Kamuyu Aydınlatmanın Sermaye Piyasasına Etkisi”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt 45, No 1, 2016, s.66.

¹⁴⁶ Burak PİRGAİP, **Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartlarının Uluslar Arası Denetim Standartları ile Harmonizasyonu** 1.Baskı, Ankara: SPK Yeterlilik Enstitüsü, 2004, s.4.

¹⁴⁷ Kaya ARSLAN, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, 1.Baskı, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s.18.

yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanır.” şeklinde hüküm getirmiştir. Kamunun aydınlatılmasına ilişkin sermaye piyasası kurulu tebliğlerinden biri olan Özel Durum Tebliği sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların kararlarını etkileyecek içsel ve sürekli bilgiler olarak tanımlamıştır.

3.Kamunun Aydınlatılması Kapsamında Kullanılacak Bilgilerin Özellikleri

Finansal piyasalarda güven ortamının oluşmasını sağlamak amacıyla kamuya açıklanan bilgilerin bağımsız denetimden geçmiş olması, tarafsız bir diğer değişle objektif olması gerekmektedir. Ayrıca kamuya açıklanacak bu bilgilerin tam ve eksiksiz sunumu ve karşılaştırılabilir bir düzeyde olması yatırımcının kararlarını almasındaki en büyük etkenlerdendir.

3.1.Bağımsız Denetimden Geçmiş Olma

Halka açık şirketlerin kamuya açıkladıkları bilgilerin bağımsız denetimden geçmiş olması piyasada güven oluşturur. Halka açık şirketlerde bağımsız denetimin amacı finansal tabloların finansal raporlama standartları doğrultusunda bir şirketin finansal durumunu ve faaliyet sonuçlarını tüm önemli yönleriyle gerçeğe uygun ve doğru olduğunun kanıtlanmasıdır. Şeffaf, açık ve anlaşılır bilgi en değerli bilgidir ve bu da ancak bağımsız denetimle mümkündür.¹⁴⁸

S.P.K.’nın 14. maddesinde “İhraççılar düzenleyecekleri finansal tablo ve raporlardan TMS kapsamında Kurulca belirlenenleri, bu Kanun uyarınca listeye alınan bağımsız denetim kuruluşlarına, TDS çerçevesinde bilgilerin gerçeği doğru ve dürüst bir biçimde yansıtması ilkesine uygunluğu bakımından inceleyerek bir bağımsız denetim raporu almak zorundadırlar.” şeklinde hüküm getirilerek bağımsız denetimi halka açık anonim şirketler için zorunlu hale getirilmiştir. İlgili maddenin devamında ise “Kurulca düzenlenmesi istenilen finansal tablo ve raporlar ile bağımsız denetime tabi olunması durumunda bağımsız denetim raporu, Kurulca belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde

¹⁴⁸ Gizem MIZRAK, “ Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim”, *Anadolu Bil Yükkokulu Dergisi*, Sayı 43, 2016, s.10.

kamuya duyurulur.” şeklinde hüküm getirilerek ayrıca bağımsız denetim raporlarının kamu ile paylaşılması zorunlu hale getirilmiştir.

Kanun halka açık anonim şirketler için bağımsız denetimi zorunlu hale getirirken ayrıca bağımsız denetim yapan kişi ve kuruluşlara da sorumluluk yükleyerek piyasada güvenin pekişmesine yardımcı olmuştur. S.P.K.’nın 63. maddesinin 1. fıkrasında *“Bağımsız denetim kuruluşları, görevlerinin kapsamıyla sınırlı olmak üzere, denetledikleri finansal tablo ve raporların mevzuata uygun olarak denetlenmemesi nedeniyle doğabilecek zararlardan raporu imzalayanlarla birlikte sorumludur. Bağımsız denetim kuruluşları ile derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları, faaliyetleri neticesinde düzenledikleri raporlarda yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler dolayısıyla neden oldukları zararlardan sorumludurlar.”* şeklinde belirtilmiştir.

3.2.Tarafsız Olma

Halka açık anonim şirketlerde kamuya açıklanacak bilgilerin şirketin gerçek durumunu yansıtan objektif belgelere dayandırılması ve tarafsız ve önyargısız olması gerekmektedir. Açıklanacak bilgilerin menfaat gruplarından bir grubun lehine diğer bir grubun aleyhine olacak şekilde yansıtılmaması yani hiçbir menfaat grubunun çıkarlarının gözetilmemesi gerekir.

Muhasebe kavramı ve tarafsızlık kavramı iç içe geçmiş olgulardır. Muhasebe kayıtlarının gerçek durumu gösteren, usulüne uygun olarak hazırlanmış objektif belgelere dayandırılması ve muhasebe kayıtlarına ilişkin yöntemlerin seçiminde tarafsız ve ön yargısız davranılmasını ifade etmektedir.¹⁴⁹

3.3.Tam Açıklama

Halka açık anonim şirketlerde kamuya açıklanacak olan bilgilerin yatırımcıların doğru karar almasını sağlayacak şekilde tam açıklanmış olması gerekmektedir. Mali

¹⁴⁹ <https://www.ismmmo.org.tr/Mevzuat/I-Muhasebenin-Temel-Kavramlari---4003> (25.12.2019)

tablolardan yararlanacak kişi ve kuruluşların doğru karar vermelerini sağlamak maksadıyla yeterli, açık ve anlaşılır olmasını ifade eder.¹⁵⁰

Yatırımcıların doğru karar almasına yardımcı olmak amacıyla bilgilerin eksiksiz bir şekilde açıklanmasının yanı sıra mali tabloların kalemleri kapsamında yer almayan ancak yatırımcının kararlarını etkileyebilecek, gerçekleşmesi muhtemel olan olaylarında açıklanması bu kavram gereğince gereklidir.¹⁵¹ Şirketin taraf olduğu davalar ve bu davaların muhtemel sonuçlarının da yatırımcılara aktarılması gereği bu kavram ile yakından ilgilidir.

3.4.Karşılaştırılabilirlik

Şirketlerin belirli bir zaman içerisindeki finansal durumunun takibinin sağlanabilmesi için şirketlerin finansal tablolarının karşılaştırılabilir olması gerekmektedir. Kamuya sunulacak olan finansal tabloların mukayese edebilir olması yatırımcıların şirketin yükseliş trendlerini anlamasına yardımcı olacaktır.

Yatırımcılar şirketin finansal durumunu dönem bazında incelemek isteyebileceği gibi ayrıca aynı sektörde yer alan şirketlerinde finansal tablolarını karşılaştırma ihtiyacı duyabilirler. Yatırımcılar bir şirketi diğer bir şirketle karşılaştırmak suretiyle şirketlerin kendine özgü finansal durumunu ve finansal durumundaki değişimleri ve faaliyet sonuçlarını değerlendirme imkânına sahip olması gerekir. Piyasalarda yatırımcılara karşılaştırılabilir bilgi sunulması yatırımcıların piyasaya girişlerini cazip hale getirecektir.

3.5. Bilginin Esaslı Olması

Şirketler, şirket içinde var olan her bilgiyi halka arz etmek zorunda değildirler. Önemli olan yatırımcının kararlarını etkileyecek önemli nitelikteki olaylar ile kamunun

¹⁵⁰ <https://www.ismmmo.org.tr/Mevzuat/I-Muhasebenin-Temel-Kavramlari---4003> (25.12.2019)

¹⁵¹ <https://www.ismmmo.org.tr/Mevzuat/I-Muhasebenin-Temel-Kavramlari---4003> (25.12.2019)

aydınlatılmasıdır. Bir bilginin kamu ile paylaşılmaması veya yanlış olarak ifade edilmesi finansal bilgi kullanıcılarının kararını etkiliyorsa esaslı olarak kabul edilebilir.¹⁵²

Bir diğer tanımlama ile ihraççı ya da finansal araçla ilgili olması şartıyla hisse senedi fiyatını etkileyen ve kesin olan bilgiler esaslı bilgi olarak kabul görmektedir.¹⁵³

4.Kamunun Aydınlatılmasında Taraflar

Piyasalarda kamunun aydınlatılmasında tarafları finansal ya da finansal olmayan raporları yayımlamakla yükümlü olan taraf ve yayınlanan raporlardan menfaat elde eden taraflar olarak ikiye ayırabiliriz. Ayrıca bazı taraflar kamuya açıklanması gereken şirket bilgilerin yayımlanmasında yükümlü taraf olarak bulunurken hem de menfaat elde eden taraf olarak da bulunabilirler.

4.1.Kamunun Aydınlatılmasında Yükümlü Olan Taraflar

Kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde kamuyu bilgilendirme konusunda sorumlu olan kişileri şirketin üst düzey yöneticileri ve ortakları, bağımsız denetçiler, işlem yapan taraflar, düzenleme ve denetleme yetkisi olan otoriteler ve aracı kuruluşlar olarak sıralayabiliriz.¹⁵⁴

Kamunun aydınlatılmasında yükümlü olan taraflardan şirket yöneticileri ve ortakları bağımsız denetimden geçmiş ve kamuya yansıtılmış bilgilerin doğruluğundan, eksiksiz oluşundan ve güvenilirliğinden sorumludurlar.

Bağımsız denetim kuruluşları ve bağımsız denetçiler belirli bir dönemde denetledikleri finansal tablo, bilgi ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları bağımsız denetim raporlarından hukuken sorumludurlar. Ancak bu sorumluktan bahsedebilmek

¹⁵² Nurten ERDOĞAN, “Muhasebe Denetiminde Niteliksel Önemliliğin Gerekliliği”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 31, 2006, s.113.

¹⁵³ Şebnem Meral BAKKALCI, “Avrupa Birliğinde İçerden Öğrenenlerin Ticareti ile İlgili Hukuki Düzenlemeler”, **Dergi Park Akademik**, Ocak 2009, s.55.

¹⁵⁴ Veliye YANLI, **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul, Beta, 2005,s.143.

için sözleşmeden veya kanundan doğan bir yükümlülüğün ihlal edilmesi gerekmektedir.¹⁵⁵

Sermaye piyasalarında işlem gören ve kamuya açıklama yapmakla yükümlü olan bir diğer kuruluş ise bankalardır. Kamuyu aydınlatma ilkesiyle halka açık bankalar tarafından hisse senetlerinin değerini etkileyebilecek her türlü bilginin, önemli olay ve gelişmelerin yatırımcılara, şirket ortaklarına ve ilgililere zamanında açıklanması gerekmektedir.¹⁵⁶

Düzenleme ve denetleme yetkisine sahip otoriteler tarafından da kamunun aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirilmesi gerekmektedir. Çünkü sermaye piyasasında işlem gören şirketler mali tablolarını ve raporlarını zaman zaman yetkili otoritelere iletirler ve otoriteler kendilerine sunulan bilgileri kamu ile paylaşmak yükümlülüğü altındadır.¹⁵⁷

Faaliyetlerini sürdüren aracı kuruluşlar ise hukuki ve mali durumlarını kamu ile paylaşma yükümlülüğü altındadır. Aracı kuruluşlar tarafından düzenlenecek olan kamuyu aydınlatma formu ile amaç yatırımcıların bilgilendirilmesinin sağlanmasıdır.¹⁵⁸

4.2.Kamunun Aydınlatılmasında Menfaat Grupları

Şirket bilgilerini kamuya sunmakla yükümlü olan kişilerin sunduğu bilgilerden yararlanacak olanları ise şirket içi ve şirket dışı çevre olarak ikiye ayırabiliriz.

Şirket içerisinde ortaya çıkan finansal ya da finansal olmayan bilgiler önce şirket içerisinde daha sonrada şirket dışında ilan edilmektedir. En önemli nokta bu bilgilerin hiçbir menfaat grubunu gözetmeksizin kamu yararına piyasalara sunulmasıdır.

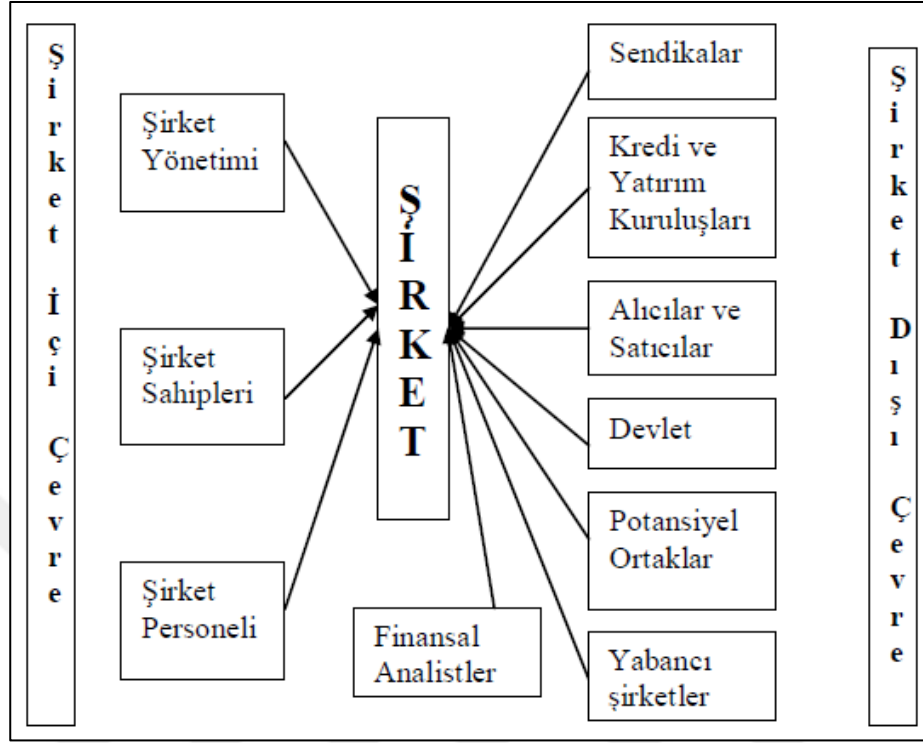
¹⁵⁵ Mehmet Ali ESROY ve Emine Ebru ERSOY, “Ticaret Kanunu Kapsamında Sermaye Şirketlerinde Bağımsız Denetim”, **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt 8, Sayı 2, 2017, s.21-52.

¹⁵⁶ Zeynep OR, “Bankaların Halka Açılması ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü”, **Hukuk ve İktisat Araştırma Dergisi**, Cilt 3, Sayı 1, 2011, s.44.

¹⁵⁷ CANBAOĞLU, a.g.e., s.22.

¹⁵⁸ Aracı Kuruluşların Kamuyu Aydınlatma Esaslarına İlişkin Tebliğ, Seri 5, Numara, 77.

Şekil 1. Kamuya Sunulan Bilgilerin Kullanıcıları



Kaynakça: Yusuf Çukacı, “Kamuyu Aydınlatmada Muhasebe Meslek Elemanının Etik Anlayışı ve İzmir İlinde Bir Uygulama” , **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2006 cilt:8, sayı:1, s.96.

Şirket içi çevresinde şirket sahipleri, şirket yönetimi ve şirket personeli olarak 3 taraf yer almaktadır.¹⁵⁹ Halka açık anonim şirketlere iştirak eden şirket sahipleri, yatırımlarını artırma veya yatırımdan vazgeçme gibi durumlarda karar alabilmek için faaliyet gösteren diğer şirketlerle ile karşılaştırılabilir finansal veya finansal olmayan bilgilere ihtiyaç duyarlar. Yatırım yapılan şirketin faaliyet dönemi boyunca nasıl bir performans gösterdiği hakkında bilgi edinmek isterler.

Şirket yöneticileri şirketin hedeflerinin belirlenmesi ve belirlenen hedefler doğrultusunda şirketin koordinasyonun yürütülmesi, şirket için önemli nitelik arz edecek kararların alınması ve alınan kararların uygulanması aşamasında şirket içindeki finansal veya finansal olmayan bilgilerin doğruluğundan emin olmak isterler. Şirket yöneticileri

¹⁵⁹ ÇUKACU, a.g.e., s.96.

kamunun aydınlatılması çerçevesinde yükümlülüğü olmakla birlikte, şirket için kararlar alırken finansal tablo ve raporlardan faydalanmaktadırlar.

Şirket personelinin şirketin piyasa değeri, şirketin kârlılığı ve şirketin gelişmesi hakkında bilgi sahibi olması çalışma motivasyonunu artıracaktır.

Şirket dışı çevresinde potansiyel yatırımcılar, kredi ve yatırım kuruluşları, alıcılar ve satıcılar, devlet, sendikalar ve Türkiye’de yatırım yapmak isteyen yabancı şirketler yer almaktadır.¹⁶⁰

Yatırımcılar finansal piyasaların temel aktörlerini oluştururlar. Finansal piyasaların gelişmesi için yatırımcıların piyasalara katılım oranı önem arz etmektedir. Kamunun aydınlatılması ile yatırımcıların menfaatleri korunmakta, piyasaya fon ve şirketlere sermaye girişi sağlanmakta ve piyasalara olan güven artmaktadır. Yatırımcıların piyasaya olan güvenin artması ise piyasalara katılım oranını artıracaktır. Kamuyu aydınlatmanın zayıf olması durumunda yatırımcıların piyasaya olan güveni zedelenir ve dolayısıyla yersiz ve açık olmayan bilgiler sermaye piyasalarının işleyişine zarar verir.¹⁶¹

Devlet fon tedarik eden yatırımların haklarının güvence altına alınması konusunda SPK, BDDK vb. kuruluşları yürütmekle yükümlüdür. Devletin piyasalarda güveni sağlaması yükümlülüğünün yanında devletin menfaatleri bulunmaktadır. Devlet şirketleri belirli alanlara teşvik etmek, şirketlerin etkin ve verimli alanlara yatırım yapmalarını sağlamak amacıyla piyasada oluşan bilgilere ihtiyaç duymaktadır.

Kredi ve yatırım kuruluşlarında şirketlere finansman sağlayacak kişiler gelecekteki nakit akışları ve şirketin kredibilitesinin tespiti açısından finansal ve finansal olmayan şirket bilgilerine ihtiyaç duyarlar. Finansal bilgilerin doğruluğundan şüphe duyulması kredi ve yatırım kuruluşları için risk arz etmektedir.

¹⁶⁰ ÇUKACU, a.g.e., s.96.

¹⁶¹ Aysel GÜNDOĞDU, Serpil KILIÇ DEPREN, Mustafa Tevfik KARTAL, “Türkiye’de Yatırımcı Hakları ve Yatırımcıların Korunmasına Yönelik Bir Araştırma”, **Finans ve Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt 2, Sayı 1, 2017, s.25.

Sendikalar kamunun aydınlatılması çerçevesinde işçilerin haklarının korunması açısından ihtiyaç duyulan bilgilere ulaşmak istemektedirler.

Türkiye’de yatırım yapmak isteyen uluslararası şirket ise yatırımlarını yönlendireceği sektör ve alanlar için doğru ve tam bilgiye ulaşmak isterler. Uluslararası şirketler piyasaya güven veren ve şeffaf olan şirketlere yatırım yapmayı tercih ederler.¹⁶²

5.Kamuyu Aydınlatma Platformunda Bildirim Tipleri

Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler, kamuyu aydınlatmak amacıyla yapacakları bildirimleri 3 tipten birini kullanarak yapmak zorundadırlar.

a) SPK'nın 'Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği' kapsamında finansal raporlarını,

b) SPK'nın 'Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği' kapsamında özel durum açıklamalarını,

c) SPK, BİST ve MKK düzenlemeleri kapsamında kamuya açıklanması gereken diğer hususları¹⁶³

5.1.Finansal Tabloların Kamuya Açıklanması

Finansal raporlar finansal tablolar, yönetim kurulu faaliyet raporları ve sorumluluk beyanları olarak üç kalem altında incelenmektedir. Finansal tablolar ise dipnotlarıyla birlikte finansal durum tablosu, kapsamlı gelir tablosu, nakit akış tablosu ve özkaynak değişim tablosunu kapsamaktadır.¹⁶⁴

Finansal raporlarını kamuya açıklamakla yükümlü taraflar sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören işletmeler, portföy yönetim şirketleri, yatırım kuruluşları olarak düzenlenmiştir.¹⁶⁵ Finansal raporları

¹⁶² Haluk DUMAN, Kamunun Aydınlatılması İlkesi Kapsamında Kazanç Yönetimi Uygulamalarının Finansal Raporlama Kalitesi ve Şirket Performansı Üzerine Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama, **Doktora Tezi**, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finans Bilim Dalı, Konya, 2018, .s.24.

¹⁶³ Bildirim Tipleri, <https://www.kap.org.tr/tr/menu-icerik/KAP-Hakkinda/Genel-Bilgi> , (21.12.2019)

¹⁶⁴ Finansal Raporlar, <https://www.kap.org.tr/tr/menu-icerik/KAP-Hakkinda/Genel-Bilgi>, (21.12.2019)

¹⁶⁵ Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği, 12. Madde.

kamuya açıklamakla yükümlü taraflar ilgili raporları dönemsel olarak düzenledikleri için kamuya bildirimini de dönemsel olarak yapmaktadırlar.

Finansal raporlarını kamuya aydınlatma platformuna bildiren ihraççılar ayrıca finansal raporları kullanacak piyasa aktörlerinin söz konusu finansal raporlara ulaşması için internet sitelerinde ayrıca ilan etmek ve 5 yıl süre ile saklamak zorundadırlar.

5.2.Özel Durumların Kamuya Açıklanması

Özel durum açıklamaları içsel bilgileri ve sürekli bilgileri kapsamaktadır. Özel durum açıklamaları piyasa aktörlerinin karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olması gerekmektedir.

İçsel bilgi sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgiyi, sürekli bilgi ise, içsel bilgi tanımı dışında kalan tüm bilgi, olay ve gelişmeler ifade eder.¹⁶⁶Kamuya duyurulmamış ve içsel bilgilere erişimi olan kişiler bu bilgileri ile piyasada işlem yapamazlar. Piyasada işlem yapmaları halinde ise söz konusu durum S.P.K.’nın 106. maddesinin 1. fıkrası uyarınca *“Doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında, ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri vermek, verdiği emri değiştirmek, iptal etmek ve bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temin etmek bilgi suiistimalidir.”* Kanun maddesinden suçun oluşumu için birçok unsurun varlığının birlikte arandığı görülmektedir. Bilgi suiistimali suçunun işlenebilmesi için; kullanılan bilgilerin sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikte olması, henüz kamuya açıklanmamış yani içsel bilgiler olması ve bu bilgilerin kullanılması suretiyle kendisine veya bir başkasına menfaat temin edilmiş olması gerekmektedir.

Özel durum açıklamalarından bir diğeri ise sürekli bilgilerdir ve sürekli bilgiler, şirketin sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler, şirketin kendi

¹⁶⁶ ÇÖRTÜK ve ERTEN, a.g.m., s.70.

paylarının iktisabı, şirketin toplam oy hakları ve sermaye tutarındaki değişiklikler, ilave bilgiler, ortaklık haklarının kullanımına ilişkin bilgileri ve borçlanma araçlarına ilişkin bilgileri kapsamaktadır.¹⁶⁷

5.3.Diğer Bildirimler

SPK, BİST ve MKK düzenlemeleri kapsamında sermaye piyasası araçları Borsa İstanbul'da işlem gören ortaklıklar ve katılma payları işlem gören borsa yatırım fonları tarafından kamuya açıklanan bildirimlerdir.¹⁶⁸ Söz konusu bu bildirimler izahname, esas sözleşme ve değişiklikleri, bölünme ve birleşme duyuruları, kar dağıtım duyuruları vb. bildirimlerden oluşmaktadır.

6.Piyasa Şirket Bilgilerinin Öğrenilmesi

Yatırımcılar, şirketler hakkındaki bilgi ihtiyacını piyasalardaki dört kanal üzerinden karşılamaktadır.¹⁶⁹ Bunlar;

a)Şirketler hem zorunlu açıklamalarını hem de isteğe bağlı açıklamalarını SPK aracılığıyla ve kendi internet siteleri üzerinden açıklamada bulunabilirler,

b)Şirketlerin bilgi açıklamaları konularında seçici olduğu durumlarda telefon ya da birebir görüşme yolu ile bilgi aktarımı yapabilirler,

c)Yatırım şirketleri, aracı kurumlar ve analistler tarafından yapılan analiz sonuçlarının kamuya açıklanması yoluyla elde edilebilir,

d)Şirket içindeki özel bilgilerin şirket dışına aktarılması (insider training)

¹⁶⁷ Kamuyu Aydınlatma, <http://www.borsaistanbul.com/sirketler/sirketlerin-yukumlulukleri/pay-piyasasi/kamuyu-aydinlatma> (21.12.2019)

¹⁶⁸ Diğer Bildirimler, <https://www.kap.org.tr/tr/menu-icerik/KAP-Hakkinda/Genel-Bilgi> , (24.12.2018)

¹⁶⁹ Haluk DUMAN, “Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB’de Bir Uygulama”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 2011, s.108.

7. Kamuyu Aydınlatmanın Etkileri

Kamuyu aydınlatmanın genel ekonomi, piyasaların işleyişi ve yatırımcılar için önemli avantajları olmakla birlikte bazı durumlarda şirket bilgilerinin kamuya açıklanması şirketler için dezavantaj yaratabilir.

Etkin çalışan bir kamuyu aydınlatma sistemi piyasaların şeffaflık düzeyinin artmasına yardımcı olarak piyasalarda asimetrik bilginin oluşmasını engelleyecek veya piyasalarda var olan asimetrik bilginin ortadan kaldırılmasında etkin bir rol oynayacaktır. Piyasalarda şeffaflığın artması eksik ya da yanlış bilgidan ortaya çıkabilecek risklerin önlenmesini, maliyetlerin düşürülmesini, yüksek işlem hacmiyle beraber yüksek likiditenin oluşmasını sağlayacaktır.¹⁷⁰ Bu durumda ise sermaye piyasaları yatırım için güvenli bir zemin oluşturacak yurt içinden ve yurt dışından yatırımcılar için cazip hale gelecektir. Yurt dışından ve yurt içinden fonların ekonomiye kazandırılması büyüme ve kalkınmayı destekleyecektir.¹⁷¹

Kamuyu aydınlatma sistemi yatırımcıların şirketler arasında kıyaslama yapmasına imkân sağlayarak daha bilinçli kararlar almasını ve daha sağlıklı portföy oluşturmaya imkân vermektedir. Bunun sonucunda piyasa derinleşmekte ve fiyatların doğru oluşması sağlanmaktadır.¹⁷²

Piyasalarda kamunun aydınlatılması ilkesi ile beraber şeffaflık derecesi arttıkça şirketin ve yöneticilerin yatırımcılar karşısında güvenilirliğinin artacağı göz ardı edilemez. Ancak şeffaflığın en büyük dezavantajı rekabetçi ortamı etkilemesidir. Piyasalardaki şeffaflık sayesinde rakipler şirket ile ilgili daha fazla bilgiye sahip olacaktır.¹⁷³

Şirketlerin finansal göstergelerinin ve özel durum açıklamalarının iyi olmadığı zamanlarda ise kamuya açıklanan bilgiler yatırımcılarının kararlarını olumsuz şekilde etkilemesinden dolayı hisse senedi talep miktarını etkileyecektir. Bu çerçevede talep miktarının azalması şirketin hisse senedi fiyatlarına doğrudan olumsuz yansıyacaktır.

¹⁷⁰ CANBALOĞLU, a.g.e., s.26.

¹⁷¹ ÇÖRTÜK ve ERTEN, a.g.m., s.75.

¹⁷² ÇÖRTÜK ve ERTEN, a.g.m., s.75

¹⁷³ CANBALOĞLU, a.g.e.,s.27.

Piyasada yapılan araştırmalar şirketin kötü haberleri iyi haberlere kıyas ile kamuya daha geç açıkladıklarını ortaya koymuştur.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

OLAY ETÜDÜ YÖNTEMİ

1.Araştırmanın Önemi ve Amacı

Sermaye piyasalarında etkin bir fiyat oluşumunda şeffaflık ilkesi önemlilik arz etmektedir. Piyasada şeffaflığın oluşabilmesi kamunun aydınlatılması ilkesi ile sağlanmaktadır. Sermaye piyasalarında işlem yapan piyasa aktörlerinin temel problemi ise piyasaların düzeni ve işleyişi ile yakından ilgilidir. Piyasanın etkin çalışmaması, piyasa aktörlerinin piyasada yer alan bilgilere zamanında ve aynı anda erişememesine neden olmaktadır. Söz konusu durumda sermaye piyasalarında etkin bir fiyat oluşumu için şeffaflığın sağlanması ve kamunun aydınlatılması gerekmektedir.

Şirketlerin sermaye artırım duyuruları hisse senetlerine olan talepleri etkilediği için hisse senedinin piyasa değerini etkileyeceği yatırımcılar tarafından düşünülebilir. Ancak, etkin piyasalar hipotezine göre kamuya açıklanan bilgiler hisse senetlerinin fiyatlarına hemen yansıdığı için hisse senetlerinin o andaki fiyatı kamuya açıklanan bilgilerin etkisini içermektedir. Bu sebeple etkin piyasalar hipotezine göre piyasadaki yatırımcıların kamuya açıklanan bilgiler sayesinde normal getiriden başka bir getiri elde etmemesi beklenmektedir.

Bu çalışma kamuya açıklanan bedelli veya bedelsiz sermaye artırımlarının kamuya duyurulduğu tarih itibari ile şirketin hisse senedi fiyatlarında anormal bir fiyat hareketi yaratıp yaratmadığının belirlenmesi noktasında önem taşımaktadır. Piyasanın etkinliğinin araştırılması özellikle piyasanın yarı güçlü formda etkin olup olmadığının belirlenmesi ve anormal bir fiyat hareketi yaratması durumunda hangi günlerde ve hangi yöne doğru bir hareket yarattığının belirlenmesi noktasında önem taşımaktadır. Piyasanın etkinliğinin sorgulanması, yatırımcıların şeffaf bir piyasada işlem yapmasının sağlanması ve piyasada güvenin oluşturulması açısından önem kazanmaktadır.

Yarı güçlü formda etkin bir piyasada kamuya açıklanan bilgilerin, şirketin hisse senedi fiyatlarında anormal bir hareket yaratmaması beklenmektedir. Çünkü etkin piyasalar hipotezine göre kamuya açıklanan bilgiler hisse senedinin fiyatlarına anında yansımakta, hisse senedinin o anki fiyatı kamuya açıklanan bilgilerin etkisini

içermektedir. Dolayısıyla yatırımcıların kamuya açıklanmış bilgiler dolayısıyla anormal bir getiri elde etmesi mümkün gözükmemektedir. Bu çalışmanın amacı ise kamuya açıklanan bir bilgi niteliğinde olan sermaye artırımının kamuya duyurulduğu tarih etrafında ilgili şirketin hisse senedi fiyatlarında anormal bir fiyat hareketi yaratıp yaratmadığının analiz edilmesidir.

2.Araştırma Kapsamı ve Sınırlamaları

Çalışma kapsamında kullanılacak veriler BİST 100 endeksinde yer alan ve 2014-2018 tarihleri arasında sermaye artırımını yapan şirketlerin tümünden oluşmaktadır. BİST 100 endeksi çerçevesinde yapılan çalışmada toplam 34 şirketin 70 bedelli ve bedelsiz sermaye artırım duyurusu çalışmaya dâhil edilmiştir.

Örneklem seçiminde özellik arz eden durumları belirtmek gerekirse;

- BİST 100 endeksinde yer alan finans kesimi dışındaki şirketler analiz kapsamında incelenmiştir.
- Sermaye artırımına karar veren ve KAP’da yayımlayan şirketlerin söz konusu sermaye artışına SPK’dan onay alamaması durumunda sermaye artırım kararını düzeltmeleri gerekmektedir. Söz konusu düzeltmeler durumunda sermaye artırım duyuru tarihi olarak kullandığımız veriler ilk gerçekleştirilen sermaye artırım duyuru tarihine dayanmaktadır.
- Sermaye artırımına karar veren ve KAP’da yayımlayan şirketlerin sermaye artırım miktarlarında güncellemeye gitmek için tekrar bir duyuru yayımladığı durumlarda ise sermaye artırım duyuru tarihi olarak kullandığımız veriler ilk gerçekleştirilen sermaye artırım duyuru tarihine dayanmaktadır.
- Araştırma kapsamında bazı şirketler yıl içerisinde birden fazla sermaye artırımını gerçekleştirdiği için yapılacak analizde duyuru tarihlerinin birbirini etkilememesi adına 3 aylık bir dönem kıstas alınmıştır ve bu sebeple 3 aydan daha kısa sürede sermaye artırımını peş peşe yapan şirketlerin sermaye artırım duyuruları veri analizlerimizin kapsamı dışında bırakılmıştır.

- Olay etüdü yönteminde tahmin penceresi (-90, -6) gün olarak belirlendiği için geçmiş dönem piyasa fiyat hareketlerine ulaşamayan şirketlerin sermaye artırım duyuru tarihleri analiz kapsamı dışında bırakılmıştır.

Yapılan açıklamalar çerçevesinde BİST 100 kapsamında örneklem belirlenmiştir. Belirlenen 34 şirketin 70 adet sermaye artırım duyurusu olay etüdü yöntemi ile incelenmiştir.

3.Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasaların temeli olan tesadüfi yürüyüş hipotezi, etkin olan bir piyasada her türlü bilginin piyasalara aktarıldığını ve aktarılan bilgilerin piyasa aktörleri tarafından değerlendirildiği, hisse senedinin herhangi bir andaki fiyatının hisse senedinin gerçek değerine eşit olduğunu ifade etmektedir. Menkul kıymetlerin fiyat dalgalanmalarının geçmiş fiyatlarından tamamen bağımsız olarak değişmesi durumunda piyasalarda tesadüfi yürüyüşün olduğu kabul edilir.¹⁷⁴

Etkin bir sermaye piyasasında, menkul kıymet fiyatlarına menkul kıymetlerle ilgili her türlü bilginin yansıtıldığı literatürde kabul edilmektedir. Etkin bir sermaye piyasasında hisse senedinin fiyatı, piyasaya aktarılmış bilgiler ışığında oluşmaktadır. Eğer her türlü bilgi piyasaya aktarılmış ve piyasaya aktarılan bilgiler yatırımcılar tarafından değerlendirilmişse, hisse senedinin fiyatı hisse senedinin gerçek değerini yansıtacaktır.¹⁷⁵

Bir diğer anlatım ile etkin bir sermaye piyasasında hisse senedinin cari piyasa fiyatının piyasaya yeni bilgiler ulaştıkça hemen bu duruma göre ayarlandığını ifade etmektedir. Cari piyasa fiyatının hisse senedi hakkındaki tüm bilgileri içerdiğini ve bu bilgilerin fiyata yansıdığı durumu ifade etmektedir.¹⁷⁶ Bir piyasa etkin ise her bilgi her yatırımcıya aynı anda ulaştığını, fiyatlara aynı anda yansıdığını ve bu sebeple

¹⁷⁴ Nuray ERGÜL, Türk ve Amerikan Enerji Piyasalarında Piyasa Etkinliğinin Test Edilmesi, **Maliye Finans Yazıları**, Sayı 86, Ocak 2010, s.102.

¹⁷⁵ KANALICI, a.g.e., s.24

¹⁷⁶ Güner KONURALP, **Sermaye Piyasaları**, 2. Baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2005, s.303.

yatırımcıların borsada sürekli olarak anormal bir kazanç sağlayamayacağı sonuçlarına ulaşılır.

Hisse senetlerinin fiyat oynaklığının değişimini anlamaya yönelik yapılan ilk çalışmalardan biri Maurice Kendall'a ait olan çalışmadır.¹⁷⁷ Yapılan araştırmanın sonucunda hisse senedi fiyatlarının tümüyle rastlantısal olduğu, geçmiş dönemdeki fiyat hareketlerinden bağımsız olarak hareket ettiği ve fiyatların önceden tahmin edilebilecek bir yol izlemediği sonuçlarına ulaşılmıştır. Ancak söz konusu çalışmada fiyatların önceden tahmin edilebilecek bir yol izlediği sonucuna ulaşılsaydı bu sonuç yatırımcıların ve portföy yöneticilerinin aşırı kârlar elde edebileceği anlamına gelecekti.

1970 yılında Fama'nın yayımladığı bir makalede Etkin Piyasa Hipotezini adil bir oyun (fair game) olarak tanımlarken, aynı makalede etkinlik formlarını zayıf-etkinlik, yarı kuvvetli etkinlik, kuvvetli etkinlik olarak tanımlamıştır.¹⁷⁸

3.1.Zayıf Formda Etkinlik

Finansal varlığın tarihsel tüm bilgilerinin finansal varlığın fiyatına yansıdığı piyasalar olarak kabul edilir. Zayıf formda etkinliğin mevcut olduğu bir piyasada finansal varlığın gelecekteki fiyat tahminini finansal varlığın geçmişteki fiyat hareketlerini analiz ederek yapmak mümkün değildir. Menkul kıymet fiyatları arz ve talebe göre belirlenir ve menkul kıymet fiyatları geçmiş tüm fiyat bilgilerini yansıtır.

Zayıf formda etkin piyasada teknik analiz yatırımcının anormal bir getiri elde etmesini olanaksız hale getirmektedir. Her ne kadar teknik analiz zayıf formda etkin bir piyasada işlevsiz kalsa da temel analizin belirli bir düzeyde avantaj sağlayacağı görüşü literatürde hâkimdir.

¹⁷⁷ M. G. KENDALL and A. Bradford HILL, "The Analysis of Economic Time Series, Part 1: Prices", **Journal of the Royal Statistical Society. Series A**, Vol 116, No 1, 1953, s.11-34.

¹⁷⁸ Eugene Francis FAMA, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", **The Journal of Finance**, Vol 25, No 2, 1970, s.383-417.

3.2.Yarı Kuvvetli Formda Etkinlik

Yarı kuvvetli formda etkin piyasalar, hem tarihsel tüm bilgilerin hem de zayıf formda etkinlikten farklı olarak kamuya verilmiş mevcut tüm bilgilerin finansal varlıkların fiyatlarına yansıdığı piyasalar olarak kabul edilir.

Yarı kuvvetli formda etkin piyasada zayıf formda etkin bir piyasadaki gibi teknik analiz işlevsiz kalmaktadır. Ayrıca yarı kuvvetli forma zayıf formda etkin bir piyasadan farklı olarak teknik analiz de yatırımcılara anormal getiri sağlama imkânından uzaktır. Yarı kuvvetli formda etkin olan bir piyasada, yatırımcıların finansal varlıkların piyasa getirisi üzerinde bir getiri elde etmesi için kamuya açıklanacak bir bilginin kamuya aktarılmadan önce öğrenilmesi ve kullanılması gerekmektedir.¹⁷⁹

3.3.Kuvvetli Formda Etkinlik

Güçlü formda etkin bir piyasada finansal varlık fiyatlarına, kamuya açıklanan, açıklanmayan ve özel tüm bilgiler yansıtılmaktadır.¹⁸⁰ Kuvvetli etkin piyasalarda menkul kıymetlerin fiyatlarının kamuya açıklanmamış yeni bilgilere göre değişmediği kabul edildiği gibi piyasadaki hiçbir aktörün özel bilgilere diğer aktörlerden önce ulaşamayacağı da kabul edilmiştir.

Kuvvetli etkin piyasalarda kamuya açıklanan bilgilerin yanı sıra kamuya açıklanmamış firma içi bilgilerinde menkul kıymetlerin fiyatlarına yansımış olduğu kabul edilir. Bu nedenle hiçbir yatırımcının normalin üstünde bir gelir elde etmemesi mümkün gözükmemektedir.

4.Olay Etüdü Yöntemi

Bu çalışmada bedelli veya bedelsiz sermaye artırım duyurularının hisse senetlerinin piyasa değerine etkisi olay etüdü yöntemi kullanılarak incelenecektir. Olay etüdü, “Şirkete özgü belli bir tip eylemin, olayın veya durumun, bu durumdan etkilenen

¹⁷⁹ Recep BİLDİK., *Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma*, İMKB Yayınları, Mart Mat. Sanatlar Ltd. Şti., İstanbul ,2000, s.7

¹⁸⁰ BİLDİK, a.g.e.,s.7

şirketlerin pay senetlerinin getirileri üzerinde yarattığı etkiyi ölçmeyi amaçlayan çalışmalardır.” şeklinde tanımlanmıştır.¹⁸¹

Piyasada beklenen bir durum veya olayın kamuya ilk duyurulduğu tarih etrafında ortalamanın üzerinde bir getirinin elde edilip edilemeyeceğinin analizi olay etüdü yöntemi ile araştırılmaktadır. Olay etüdü yöntemini kavrayabilmek için öncelikle piyasadaki beklenmeyen durumların açıklanması gerekmektedir. Piyasada bekleyen durumları yeni pay senedi ihracı ve ilk halka arzlar, şirket birleşme ve devralmaları, kâr payı dağıtımları, hisse senedi bölünmeleri, finansal tabloların açıklanması, sermaye artırımı veya azaltım kararları olarak sıralayabiliriz.

Şirketle ilgili kamuya açıklanan bilgilerin, hisse fiyatı üzerinde anormal bir harekete neden olmayacağı etkin piyasa kuramı ile bağlantılıdır. Etkin olan bir piyasada bir durumun gerçekleşmesinden sonra hisse senedi fiyatlarının anında piyasayı etkileyen bilgilere bağlı olarak ayarlanacağını ve hiçbir yatırıncının anormal bir getiri elde etmeyeceğini yani kamuya açıklanan bilgilerin fiyatlara hemen yansıtacağı ve yeniden denge bir fiyat oluşturacağı anlamına gelmektedir. Olay etüdü yönteminde fiyatların kamuya açıklanan bilgileri kapsayıp kapsamadığı incelenerek, anormal bir getiri sağlayıp sağlamayacağı test edilmeye çalışılmaktadır.

Olay etüdü yönteminde kamuya açıklanan bilgilerin hisse senedinin piyasa fiyatını etkileyip etkilemediği konusunda sonuçlar üretirken ayrıca hisse senedi fiyatının hangi yönde ve hızda tepki verdiği ölçülmektedir.¹⁸²

4.1.Literatür İncelemesi

Olay etüdü yöntemi genel olarak bakıldığında herhangi bir olayın etkisini anlamayı amaçlayan bir yöntemdir. Bu yöneme konu olan olay ekonomide yayınlanan güncel bir durum veya firmayı etkileyen bir haber olması gerekmektedir.¹⁸³ Örneğin,

¹⁸¹Handan YOLSAL “Nakit Kâr Payı Dağıtımının Pay Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir olay Çalışması” KOÇ, İdil Özlem (Ed.), Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı, (s.131-165) 1.Baskı: İstanbul, Nobel Akademik Yayıncılık,2016.

¹⁸² Yusuf KADERLİ ve Sezgin DEMİR, “Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirisi Üzerine Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı 91, 2009, s.47-49.

¹⁸³ Yusuf KADERLİ ve Hatice BAŞKAYA, “Halka Açık Firmalarda Sermaye Artırımı Duyurularının Hisse Senedi Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, **Aydın İktisat Fakültesi Dergisi**, Cilt 2, Sayı 1, 2017, s.31.

firmaların devir ve birleşme duyuruları, yatırım kararı duyuruları, kar dağıtım kararı duyuruları, bedelli veya bedelsiz sermaye artırım kararı duyuları olay etüdü yönteminin konusunu oluşturabilir.

Olay etüdü yöntemiyle finans piyasalarında yayınlanmış ilk çalışma 1993 yılında Dolley tarafından yapılmıştır. Dolley tarafından gerçekleştirilen çalışmada firmaların hisse senedi bölünmelerinin fiyata etkileri bölünme zamanındaki nominal fiyat değişimleri baz alınarak incelenmiştir.¹⁸⁴

1968 yılında Ball ve Brown tarafından ve 1969 yılında Fama, Fisher, Jehsen ve Roll tarafından yapılan çalışma ile şuan kullandığımız olay etüdü metodolojisi ortaya atılmıştır. Ball ve Brown firma kazançlarının duyurulmasının hisse senedi fiyatlarına etkisi üzerine çalışırken, Fama, Fisher, Jensen ve Roll ise 1927- 1959 seneleri arasında New York Borsası'nda hisse senedi bölünmelerinin fiyatlara olan etkisi üzerinde çalışmışlardır.¹⁸⁵

Türkiye'de ise olay etüdü yöntemi birçok çalışmanın konusunu oluşturmuştur. Kıymaz 1996 yılında yaptığı çalışmada imalat sektöründe halka ilk arz edilen hisse senetlerinin performanslarını olay etüdü yöntemi ile incelemiştir.¹⁸⁶

Özer ve Yücel tarafından 2001 yılında yapılan çalışmada ise 1990-1996 yılları arasında sermaye artırımında bulunarak hisse ihracını gerçekleştiren şirketler arasında bir örneklem oluşturulmuştur. Hisse senedi ihraç tarihi etrafındaki anormal fiyat hareketleri ve bu fiyat hareketlerinin getiri üzerindeki etkisi açıklanmaya çalışılmıştır. Sonuç olarak özellikle ihraç gününde normalin üstünde bir hisse getirisi elde edildiği sonuçlarına ulaşılmıştır.¹⁸⁷

Mandacı 2004 yılında hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin birleşme ve satın alma kararlarının kamuya duyurulmasından önceki ve sonraki on günlük dönem

¹⁸⁴KADERLİ ve DEMİR, a.g.m, s.48.

¹⁸⁵ John Y. CAMPBELL, Andrew W. LO ve A. Craig MACKINLAY, **The Econometrics of Financial Markets**, Princeton University Press,1997, s.149-150.

¹⁸⁶ Halil KIYMAZ, “ Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları: BİST İmalat Sektörü Uygulaması”, **Sermaye Piyasası ve BİST Üzerine Çalışmalar İşletme ve Finans Yayınları**, No 4, Ankara, s.119-143, 1996.

¹⁸⁷ Gökhan ÖZER ve Rahmi YÜCEL, “İ MKB' de Hisse Senedi İhraç Tarihi Etrafındaki Anormal Fiyat Hareketleri”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Şubat 2001, s.1-15.

içerisinde, yatırımcılarına normalüstü getiri sağlayıp sağlamadığı incelenmiştir. Çalışmada birleşme duyurusundan önceki birinci ve ikinci günler ile sonraki ilk günde istatistiksel anlamlılığa sahip normal üstü bir getiri elde edilirken özellikle birleşmeden önceki dönemler için istatistiksel anlamlılığı yüksek kümülatif anormal getirilere rastlanmıştır. Anormal getirilerin varlığı piyasada içerden öğrenenlerin var olduğunu ve İMKB’ nin yarı güçlü etkin bir formda olmadığı şeklinde yorumlanmıştır.¹⁸⁸

Öztürk, Bekçioğlu ve Kaderli 2014 yılında kurulan işbirliklerinin hisse senetleri üzerine etkisini olay etüdü yöntemi ile incelemiş ve olaylardan hareketle ülkemizde hisse senedi piyasasında normal getiriden daha fazla bir getiri sağlanabileceği sonuçlarına ulaşmıştır.¹⁸⁹

Barak ve Demireli 2006 yılında yayımlanan çalışmalarında şirketlerin kar dağıtım kararları ile hisse senedi performansı arasında pozitif ilişki bulmuştur.¹⁹⁰

Yörük ve Ban 2016 yılında yaptığı çalışmada birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşen 8 gıda şirketinin normalüstü bir getiri elde edilip edilemeyeceği araştırmışlar ve anormal getirinin birleşme öncesi ve sonrası t-5/t+5 döneminde küçükte olsa gerçekleştiğini vurgulamışlardır.¹⁹¹

Çukur ve Eryiğit tarafından 2016 yılında yapılan çalışmada bankacılık sektöründe gerçekleşen birleşme ve devralma olaylarının borsadaki etkisini olay çalışması yöntemi ile incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre birleşme ve devralma haberlerinin kamuya açıklanması genellikle borsada olumlu karşılanmış, pozitif ve anlamlı normalüstü bir getiri ortaya çıkmıştır.¹⁹²

¹⁸⁸ Pınar Evrim MANDACI, “ Şirketlerin Birleşme Ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 19, Sayı 225, 2004, s.118-124.

¹⁸⁹ Selim BEKÇİOĞLU, Mustafa ÖZTÜRK ve Yusuf KADERLİ, “ Kurulan İşbirliklerinin İMKB'ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi”, **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, Sayı 21, 2004, s. 43-48.

¹⁹⁰ Osman BARAK ve Erhan DEMİRELİ, “İMKB'de Gözlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi”, 10. Ulusal Finans Sempozyumu, 1-4 Kasım 2006, İzmir.

¹⁹¹ Nevin YÖRÜK ve Ünsal BAN, “ Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 30, 2006, s.88-101.

¹⁹² Sadık ÇUKUR ve Resul ERYİĞİT, “Banka Birleşme v Devralma Olaylarının Borsadaki Etkisi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 21, Sayı 243, 2006, s.96,107.

Adaoğlu 2006 yılında, 1994-1999 yılları arasında olumlu haber olarak nitelendirdiği bedelsiz sermaye artırım kararı duyurularının yapıldığı gün ve sonraki 5 gün pozitif kümülatif normalüstü getiri elde edilse bile istatistiksel olarak bir anlamlılığa ulaşamamıştır.¹⁹³

Kaderli tarafından 2007 yılında yapılan çalışmada ihracat bağlantılarının kamuya açıklanmasının şirketin hisse senedi fiyatlarına etkisini olay etüdü yöntemi ile incelenmiş ve piyasanın etkinliği hakkında bilgi sahibi olunmaya çalışılmıştır. Analiz sonucunda piyasanın henüz yarı güçlü formda dahi etkin olmadığını ve piyasada kamuya açıklanan özel bilgilerden yararlanılarak normalüstü getiriler elde etmenin mümkün olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır.¹⁹⁴

Bayazıtlı, Kaderli ve Gürel 2008 yılında yaptığı çalışmada şirketlerin kâr payı duyurularının, şirketlerin hisse senedi getirilerine etkisi olay çalışması ile incelenmiş ve kâr payı duyurularından yararlanılarak anormal getirilerin elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır.¹⁹⁵

Ural ve Balaylar 2008 yılında yaptıkları çalışmada 2006-2007 yılları arasında gerçekleşen büyük banka birleşmelerini konu edinmiş ve iki noktada incelemeye tabi tutmuşlardır. İlki birleşme görüşmelerinin başlanması, diğeri ise hisse senedi devir sözleşmesinin imzalanması olarak ayırım yapılmıştır. Analiz sonucunda birleşme ve satın alma faaliyet duyurularının hisse senedi getirileri üzerine anormal bir getiri sağladığı sonuçlarına ulaşılmıştır.¹⁹⁶

¹⁹³ Cahit ADAOĞLU, “ Market Reaction to ‘Sweetened’ and ‘Unsweetened’ Rights and Offerings in an Emerging European Stock Market”, **Journal of Multinational Financial Management**, Sayı 16, 2006, s.249-268.

¹⁹⁴ Yusuf KADERLİ, “ Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 36, Ekim 2007, s.144-154.

¹⁹⁵ Ercan BAYAZITLI, Yusuf KADERLİ ve EYMEN GÜREL, “ Kâr Payı Dağıtma Duyurularının Firmaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB’YE Kayıtlı, Tas Ve Toprağa Dayalı Sanayide Faaliyet Gösteren Bazı Firmalar Üzerinde Bir Olay Etüdü Çalışması”, **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, Sayı 26, Ekim 2018, s.1-16.

¹⁹⁶ Mert URAL ve Nilgün ACAR BALAYLAR, “ Türk Bankacılık Sektöründe Konsolidasyonların Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkilerinin Analizi”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt 45, Sayı 524, 2008, s.15-28.

Kaderli ve Demir 2009 yılında yaptıkları çalışmada yatırım kararı duyurularının şirketlerin hisse senedi getirilerini nasıl etkilediğini analiz etmişlerdir. Analiz sonunca hisse senedi getirilerinin olumlu yönde etkilediği sonuçlarına ulaşılmıştır.¹⁹⁷

Sakarya tarafından 2011 yılında ise, 2009 yılında iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu alan şirketler olay etüdü yöntemi ile incelenmiştir. Analiz sonucunda normalüstü getirilerin elde edilebileceği tespit edilmiştir ve piyasanın yarı güçlü formda bile etkin olmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır.¹⁹⁸

Çakır ve Gülcan tarafından 2012 yılında yapılan çalışmada ise hisse senetleri borsada işlem gören ve finans sektörü dışındaki şirketlerin birleşme ve devralma duyurularının hisse senedi getirisine etkisi olduğu yönünde sonuçlara ulaşılmıştır.¹⁹⁹

Küçüksille ve Mizrahi 2015 yılında hisse senetleri borsada işlem gören ve 2012-2014 yılları arasında sermaye artırımını yapan şirketlerin bedelsiz sermaye artırım duyurularının şirketlerin hisse senedi performansına etkisini olay etüdü yöntemi ile inceleyerek piyasanın yarı etkin güçlü yapıda olup olmadığı test edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda aynı zamanda olay penceresi içerisinde farklı periyotlarda anlamlı kümülatif anormal pozitif getiriler elde edilmiştir. Bu bulgulardan hareketle incelenen dönem içerisinde hisse senetlerinin bedelsiz sermaye artırım duyurularından etkilendiği ve piyasasının yarı güçlü bir yapıda olmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır.²⁰⁰

Kaderli ve Başkaya 2017 yılında şirketlerin bedelli veya bedelsiz sermaye artırımına ilişkin duyurularının şirketin hisse senedi performansına etkisini olay etüdü yöntemi ile incelemişlerdir. Sermaye artırım duyurularının hisse senetleri fiyatlarını etkilediği ve kısa vadede hisse senetlerinin gittikçe artan düzeyde anormal getiri sağladığı sonuçlarına ulaşmışlardır.²⁰¹

¹⁹⁷ KADERLİ ve DEMİR, a.g.m. s.46-65.

¹⁹⁸ Şakir SAKARYA, “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 7, Sayı 13, 2011, s.147-162.

¹⁹⁹ Hafize MEDER ÇAKIR ve Zehra GÜLCAN, “Şirket Birleşme ve Devralmaların Hisse Senetlerine Etkisi”, **Mali Çözüm Dergisi**, Eylül-Ekim 2012, s.78-108.

²⁰⁰ Engin KÜÇÜKSİLLE ve Rozi MİZRAHİ, “ Bedelsiz Sermaye Artırımı Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerlerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği”, **Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi**, Sayı 25, Ağustos 2015, s.129-149.

²⁰¹ KADERLİ ve BAŞKAYA, a.g.m. s.28-42.

Sakarya, Yazgan ve Yıldırım 2017 yılında yaptıkları çalışmada 2011-2015 yılları arasında kurumsal yönetim endeksinde bulunan 58 firma üzerinde analiz yapmışlar ve duyurunun gerçekleştiği tarihten 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasında şirketlerin normalüstü getiriler elde edemeyeceğini ve piyasasının yarı güçlü formda etkin olduğu sonuçlarına ulaşmışlardır.²⁰²

Sakarya, Çalış ve Kayacan 2018 yılında yapılan çalışmada, hisse senetleri borsada işlem gören ve 2016 yılında temettü ödemesi yapan çimento şirketleri incelenmiştir. Temettü ödeme duyurularının ilgili firmaların hisse senedi fiyatlarını etkilediği tespit edilmiştir.²⁰³

4.2.Verilerin Analizi ve Yorumlanması

4.2.1. Beklenen Getirilerin Hesaplanması

Olay etüdünün gerçekleştirilmesi için BİST 100 endeksinin beklenen getirisi (R_m) ve her şirket için hisse senedinin beklenen getirisinin (R_i) hesaplanması gerekmektedir. Beklenen getirinin hesaplanmasında, hisse senedinin fiyat hareketleri üssel şekilde arttığı için zaman serisi kapsamında ele alınarak, logaritmik getiriler tercih edilmiştir. Bu kapsamda aşağıdaki formül ile hesaplama yapılmıştır.

$$R_i = \ln (P_i / P_{i-1})$$

P_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki kapanış fiyatı

P_{it-1} : i hisse senedinin t-1 zamanındaki kapanış fiyatı

Yatırımcıların hisse senetlerinden beklediği getiriler BİST 100 endeksi ve 70 şirket için ayrı ayrı hesaplandıktan sonra olay etüdü yöntemi gerçekleştirilmiştir.

²⁰² Şakir SAKARYA, Kemal Faruk YAZGAN, Hasan Hüseyin YILDIRIM, “ Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme”, **Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi**, Cilt 18, Sayı 40,Ağustos 2017,s.55-76.

²⁰³ Şakir SAKARYA, Nevzat ÇALIŞ ve Mehmet Arif KAYACAN, “ Temettü Ödeme Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, **Sakarya İktisat Dergisi**, Cilt 7, Sayı 2, 2018, s.92-106.

4.2.2.Olay Etüdü Yönteminin Açıklanması

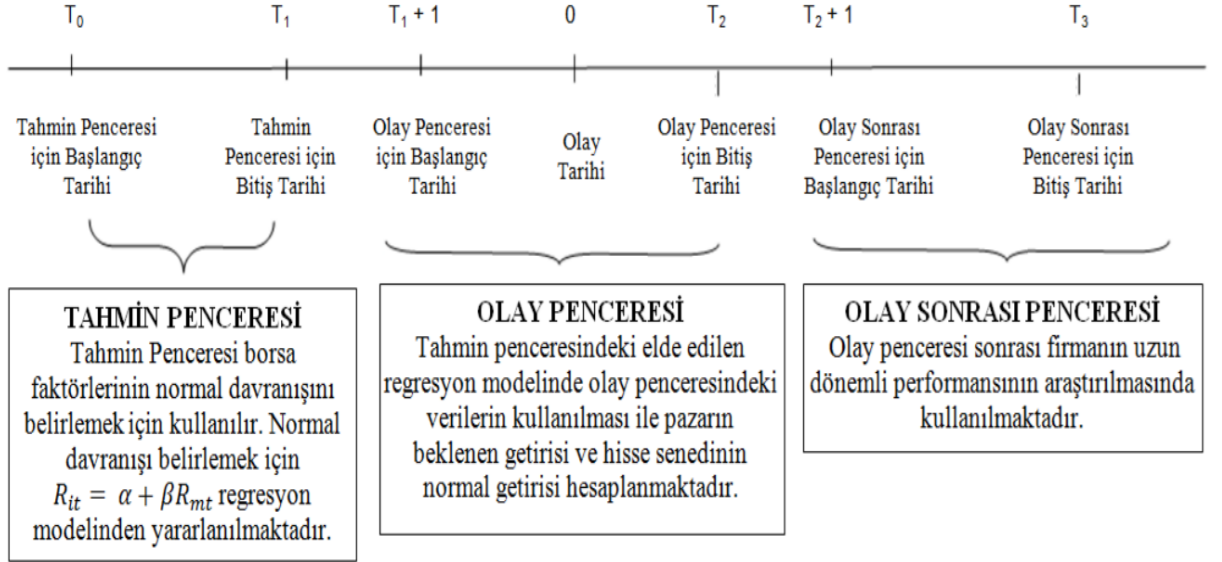
Olay etüdü yönteminin temel amacı beklenmedik bir olayın veya durumun kamuya duyurulduğu tarih etrafında anormal bir getirinin sağlanıp sağlanamayacağının tespitinin yapılmasıdır. Bu amaçla, olay etüdünde şirkete özgü olay veya durumun tanımlanması yapılması gereken ilk iş olarak kabul edilmektedir. Buradaki söz konusu olay ve durumun piyasanın beklenmediği bir olay ve durum olması gerekmektedir çünkü beklenen bir olayın beklenen getirisinden anormal bir getiri beklemeye çalışmak anlamsız olacaktır. Olay etüdü yöntemine konu olabilecek şirkete özgü durumları kâr dağıtım kararları, devir ve birleşme duyuruları, yatırım kararı duyuruları, bedelli veya bedelsiz sermaye artırımı kararı duyuruları olarak sıralayabiliriz.

Hisse senedinin piyasa fiyatında meydana gelen değişikliği saptamak için seçilen şirkete özgü olay veya durumun duyuru tarihinden belli bir dönem öncesine kadar incelemeye alınır ve söz konusu bu döneme “tahmin dönemi” denir. Hisse senedi fiyatlarında olası değişikliklerin beklendiği ve duyuru tarihinden hemen öncesi veya hemen sonrası arasındaki döneme ise “olay dönemi” denir. Olay etüdü birden çok şirketin fiyat hareketlerinin belirlenmiş tahmin ve olay dönemi kapsamında araştırılmasını amaçlamaktadır.²⁰⁴

Bu çalışmada seçilen BİST100 şirketlerinin sermaye artırımı duyurularının hisse senedi getirilerine olan etkilerinin araştırılması için Olay Etüdü (Event Study) yöntemi kullanılacaktır. Söz konusu bu aşamalar aşağıdaki şemada ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

²⁰⁴ KOÇ(Ed.), a.g.e., s.141.

Şekil 2. Olay Etüdünün Zaman Çizelgesi



Kaynak: Benninga, S. (2008). Financial Modelling, (Third Edition), London: The MIT Press. s:372 Aktaran: Şakir SAKARYA, Kemal Faruk YAZGAN, Hasan Hüseyin YILDIRIM, “Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme”, *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, Cilt 18, Sayı 40, Ağustos 2017, s.67.

0 noktası: olayın meydana geldiği ve kamuya duyurulduğu an

$\{ T_0, T_1 \}$: aralığı tahmin penceresi

$\{ T_{1+1}, T_0 \}$: aralığı olay penceresi

$\{ T_{2+1}, T_3 \}$: aralığı olay sonrası penceresi

Olay etüdünde tahmin dönemi ve olay penceresi çakışmamasından dolayı tahmin döneminde normal getirilerin tahmini yapılırken, olay penceresinde olaydan etkilenen getirilerin işleme dâhil edilmesi engellenir.²⁰⁵

Olay etüdünde yapılması gereken olay penceresinin belirlenmesidir. Olay penceresi araştırılan konuya göre $(-1,+1)$, $(-5,+5)$, $(-10,+10)$, $(-20,+20)$ ve daha fazla gün öncesi veya sonrası şeklinde oluşturulabilir. Ancak burada unutulmaması gereken

²⁰⁵ KOÇ(Ed), a.g.e., s.142.

ekonomide hisse senetleri fiyatlarını etkileyen birden çok faktör olduğu için olay dönemini kısa bir dönem olarak seçmek ve analizi yapılacak şirketleri belli bir sektör ile kısıtlamak olay etüdü yöntemi sonucunda ulaşılabacak sonuçları daha güvenilir olmasını sağlamaktadır.

Olay penceresinin belirlenmesinin ardından tahmin penceresinin de olay penceresi ile çakışmayan bir dönem olarak belirlenmesi gerekmektedir.

Olay etüdü yönteminde ilk aşama hipotezlerin kurulmasıdır. Hipotezlerin kurulması için Kümülatif Anormal Getirilerin hesaplanması gerekmektedir. Anormal Getiriler, olay veya durumların kamuya duyurulmaması halinde elde edilebilecek olan normal getirilerden yüksek veya düşük olan getirilerdir.²⁰⁶ Kümülatif Anormal Getiriler ise Anormal Getirilerin toplamından oluşmaktadır. Kümülatif Anormal Getiriler ile oluşturulacak hipotez aşağıdaki belirtildiği şekildedir;

$H_0 = CAR = 0$ ise “Şirketlere özgü olay veya durumlara ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerin hisse senedi getirilerine hiçbir etkisi yoktur.” şeklinde ifade edilebilir.

$H_A = CAR > 0$ ise “Şirketlere özgü olay veya durumlara ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerin hisse senedi getirilerine etkisi vardır.” şeklinde ifade edilebilir ve bu hipotezin kabul edilmesi ile piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığını varsayımı kabul edilmektedir.

Olay etüdü yönteminin ikinci aşama ise hisse senedinin Anormal Getirilerinin (Abnormal Return-AAR) hesaplanmasıdır. Anormal getiri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır;

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

AR_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki anormal getiri oranı

R_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki gözlenen getiri oranı

²⁰⁶ SAKARYA, a.g.m.154

$E(R_{it})$; i hisse senedinin t zamanındaki tahmini getiri oranı

i hisse senedinin t zamanındaki tahmini getiri oranı ise aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır;

$$E(R_{it}) = a_i + B_i * R_{mt}$$

R_{mt} : Piyasa portföyünün tahmin dönemi üzerinden hesaplanan getirisi

a_i : Regresyonda yer alan sabit kat sayı

B_i : Regresyonda yer alan bağımsız değişkenin kat sayısı

Olay etüdü yönteminde üçüncü aşama ise olayın duyurulduğu tarihten önceki ve sonraki günlerde Ortalama Anormal Getiri(Avarage Abnormal Return-AAR) ve Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return) hesaplanmasıdır. Ortalama Anormal Getiri her şirket için hesaplanan anormal getirilerin şirket sayısına bölünmesi ile elde edilir ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır;

$$AAR_{it} = \sum_{i=1} (1/N) AR_{it}$$

Olayın önceden tahmin edilme olasılığını dikkate alabilmek için ise kümülatif anormal getirilerin hesaplanması gerekmektedir. Kümülatif Anormal Getiriler (Cumulative Abnormal Return- CAR) ise anormal getiriler toplanarak elde edilmektedir ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır;

$$CAR_{it} = \sum_{i=1} AR_{it}$$

Hesaplanan anormal getirilerin anlamlılığının test edilmesi gerekmektedir. Olay etüdü yönteminde dördüncü aşama ise anormal getirilerin anlamlılık testlerini gerçekleştirmektedir. Anlamlılık derecelerini sınamak için geliştirilen ve parametrik testlerden biri olan t testi Brown-Warner tarafından geliştirilmiştir. Olay etüdü

yöntemimizde AR' ların istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının test edilmesi amacıyla Brown ve Warner'ın makalesinde anlatılan test istatistiği kullanılmıştır.²⁰⁷

Bu test olay günündeki anormal getirilerin ortalamasını standart sapmasına oranlaması ile gerçekleştirilmektedir ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır;

$$t_{BW} = AAR_{t=0} / s(AAR_t)$$

Denklemin paydasında yer alan anormal getirilerin ortalamasının standart sapması aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır;

$$s(AAR_t) = \frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=t}^N \frac{1}{L_1-1} \sum_{i=1}^T (AR_{it} - \sum_{t=t_0+1}^{T1} \frac{AR_{it}}{L_1})^2}$$

L_1 : Tahmin penceresinin uzunluğu

N : Örneklem sayısı

Olay etüdü yönteminde kullanılan bir diğer t testi ise Patell tarafından geliştirilmiştir.²⁰⁸ Standartlaştırılmış kalıntılara uygulanan bu teste çalışmada yer alan şirketlerin tümü ayrı ayrı analiz edilerek anormal getiriler tahmin edilen regresyonların öngörü varyansının kareköküne (standart sapma) oranlanarak gerçekleştirilmiştir. Standartlaştırılmış anormal getiriler aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır;

$$SAR_{it} = AR_{it} / SF_{it}$$

Denklemin paydasından yer alan tahmin edilen regresyonların öngörü varyansının karekökü aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır;

$$SF_{it} = S_i \sqrt{1 + \frac{1}{L_1}} + \frac{(R_{mt} - R_{mort})^2}{\sum_{t=1}^{L_1} (R_{mt} - R_{mort})^2}$$

²⁰⁷ Stephen James BROWN and James Byron WARNER “Measuring security price performance” **Journal of Financial Economics**, 8(3):205-258, 1980.

²⁰⁸ J.A. PATELL, “Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior Empirical Test”, **Journal of Accounting Research**, 14, 246-276. , 1976.

S_i : tahmin dönemi üzerinden piyasa modelinde hesaplanan kalıntıların standart sapması olarak tanımlanır ve aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$S_i: \sqrt{\frac{\sum_{t=0}^{T_1} \hat{e}_i t^2}{L_1 - 2}}$$

R_{mt} : Piyasa portföyünün tahmin dönemi üzerinden hesaplanan getirisi

R_{mort} : Piyasa portföyünün tahmin dönemi üzerinden hesaplanan ortalama getirisi

L_1 : tahmin penceresi uzunluğu

Bu açıklamalar çerçevesinde standartlaştırılmış kalıntılar üzerinden hesaplanan Patell t testi aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır;

$$t_{patell} = \frac{\sum_{i=1}^N SAR_i}{\sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{L_1 - 2}{L_1 - 4}}}$$

Anlamlılık sınaması t değerlerinden hareketle %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde sınayabiliriz.

4.2.3.Duyuru Tarihinin ve Tahmin ve Olay Penceresinin Belirlenmesi

Olay etüdü yönteminin kullanılabilmesi için olayın, olay zamanının ve olay penceresinin tanımlanması gerekmektedir.²⁰⁹ Çalışma da incelemeye konu olan olay “şirketlerin sermaye artırım kararları” olay zamanı ise “sermaye artırım kararlarının kamuya aydınlatma platformunda duyurulduğu tarih” olarak belirlenmiştir. Olay etüdü çalışmalarında olayın gerçekleştiği tarih yerine, olayın piyasada duyulur duyulmaz hisse senedi fiyatlarına yansıtacağı düşüncesiyle, kamuya duyurulduğu tarih dikkate alınmaktadır. Olay penceresi olarak da olayın duyurulduğu tarihten 5 gün öncesi ile 5 gün sonrası olarak belirlenmiştir.

²⁰⁹ SAKARYA, a.g.m., s.153.

Bedelli veya bedelsiz sermaye artırımın kararların kamuya duyurulması ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişki incelenirken bir diğer önemli dönem ise tahmin dönemidir. Çalışma kapsamında analizde (-90 , -6) tahmin dönemi olarak varsayılacaktır.

4.2.4.Oluşturulan Hipotez

Etkin piyasalar hipotezine göre piyasasının yarı güçlü formda etkin olabilmesi için yatırımcıların bedelli veya bedelsiz sermaye artırım kararı duyurusunun yapıldığı tarih etrafında anormal bir getiri elde etmemesi gerekir.

Etkin piyasalar hipotezi altında oluşturduğumuz hipotezlere aşağıda yer verilmiştir;

$H_0 = CAR_t = 0$ ise “Şirketlerin bedelli veya bedelsiz sermaye artırım duyurularının, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine hiçbir etkisi yoktur. Piyasa yarı güçlü formda etkindir.”

$H_A = CAR_t \neq 0$ ise “Şirketlerin bedelli veya bedelsiz sermaye artırım duyurularının, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine etkisi vardır. Piyasa yarı güçlü formda etkin değildir.”

4.2.5.Analiz ve Yorum

Sermaye artırım duyurularının hisse senetlerine etkisini olay etüdü yöntemi ile BİST 100 endeksi kapsamında incelenmiştir. 2014-2018 yılları arasında sermaye artırım kararı veren şirketler ve şirketlerin hisse senedi isimleri aşağıdaki tabloda yıllar itibari ile gösterilmiştir. Belirlenen tarihler arasında örneklem yolu ile seçilen 34 şirketin toplamda 70 sermaye artırım duyurusu incelenmiştir.

Olay etüdü yöntemi kapsamında 70 sermaye artırım duyurusu için şirketlerin ayrı ayrı anormal getirileri (AR), ortalama anormal getiriler (AAR) ve kümülatif anormal getiriler (CAR) hesaplanmıştır. Ayrıca Brown-Warner tarafından geliştirilen t_{bw} testleri ile AR' ların anlamlılık sınamaları yapılmıştır ve aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 1. Olay Penceresinde Anormal Getiriler, Ortalama Anormal Getiriler, Kümülatif Anormal Getiriler ile Brown ve Warner t Testi

Olay Dönemi	AR	AAR	CAR	t _{BW}
-5	-0,13248	-0,00189	-0,13248	-0,09604
-4	0,04310	0,00062	-0,08938	0,03124
-3	-0,09598	-0,00137	-0,18536	-0,06958
-2	0,21562	0,00308	0,03026	0,15630
-1	0,54267	0,00775	0,57293	0,39339
0	-0,54260	-0,00775	0,03034	-0,39333
1	-0,49011	-0,00700	-0,45977	-0,35528
2	-0,51781	-0,00740	-0,97759	-0,37537
3	-0,56749	-0,00811	-1,54507	-0,41137
4	-0,30867	-0,00441	-1,85375	-0,22376
5	-0,03505	-0,00050	-1,88880	-0,02541

Yapılan analizler sonucunda anormal getirilerin anlamlılıklarını sınamak için elde edilen t istatistikleri %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde incelenmiştir. Tablo 1’ den görülebileceği üzere sermaye artırımı duyuru günü olan 0. günde bütün anlam düzeylerinde anormal getiri yoktur şeklindeki sıfır hipotezi reddedilemez. Şirketlerin bedelli veya bedelsiz sermaye artırımı duyurularının, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine hiçbir etkisi yoktur. Piyasa yarı güçlü formda etkindir. Olay penceresinde 11 günün her birine uygulanan t testleri ise olay günü ile aynı sonucu vermekte ve bütün anlam düzeylerinde sıfır hipotezi yine reddedilememektedir. Bu sonuçlardan yola çıkarak yatırımcılar hisse senedi duyuruları sayesinde piyasada aşırı getiri elde etme imkânı yoktur.

Brown ve Warner tarafından geliştirilen t testinde olayın bütün şirketler üzerinde aynı etkiye sahip olduğu kabul edilmektedir. Patell testinde ise olayın neden olduğu varyans artışları dikkate alınmamaktadır. Standartlaştırılmış anormal getirilere dayanan ve Patell tarafından ortaya atılan t testinin yapılması amacıyla Standartlaştırılmış Anormal Getiriler(SAR), Standartlaştırılmış Ortalama Anormal Getiriler (ASAR),

Standartlaştırılmış Kümülatif Getiriler (CSAR) hesaplanmış ve Patell t sonuçları aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 2. Olay Penceresinde Standartlaştırılmış Anormal Getiriler, Standartlaştırılmış Ortalama Anormal Getiriler ve Standartlaştırılmış Kümülatif Anormal Getiriler ile Patell t Testi

Olay Penceresi	SAR	ASAR	CSAR	t _{Patell}
-5	-4,02610	-0,05752	-4,02610	-0,47531
-4	3,20111	0,04573	-0,82499	0,37791
-3	0,27234	0,00389	-0,55265	0,03215
-2	11,06382	0,15805	10,51117	1,30615
-1	14,84330	0,21205	25,35447	1,75234***
0	-8,27032	-0,11815	17,08415	-0,97636
1	-6,18425	-0,08835	10,89991	-0,73009
2	-18,45345	-0,26362	-7,55354	-2,17854**
3	-15,20246	-0,21718	-22,75600	-1,79475***
4	-4,47153	-0,06388	-27,22754	-0,52789
5	0,74710	0,01067	-26,48043	0,08820

*, **, ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir. %1 güven aralığı için 2,33; %5 güven aralığı için 1,96 ve %10 güven aralığı için 1,64 olarak kabul edilir.

Yapılan analizler sonucunda anormal getirilerin anlamlılıklarını sınamak için elde edilen t istatistikleri %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde incelenmiştir. Tablo 2’de görülebileceği üzere olay penceresinde 11 günün her birine uygulanan standartlaştırılmış getirilere dayanan Patell t testi bütün anlam düzeylerinde incelenmiştir. Patell t testi, Brown-Warner t testinden farklı olarak %10 anlamlılık düzeyinde olay gününden bir gün önce ve olay gününden sonra 3. günde H_0 hipotezi reddedilmiştir. Ayrıca %5 anlamlılık düzeyinde olay gününden sonra 2. günde H_0 hipotezi reddedilmiştir. Alternatif hipotezin kabul edildiği bu durumda ise belirlenen günler için şirketlerin bedelli veya bedelsiz sermaye artırımı duyurularının, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine etkisinin olduğu yönünde sonuçlara ulaşılmıştır. Diğer günler için ise tüm anlamlılık düzeylerinde H_0 hipotezi reddedilememiştir. Şirketlerin bedelli veya

bedelsiz sermaye artırım duyurularının, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine hiçbir etkisinin olmadığı yönünde sonuçlara ulaşılmıştır.

Çalışmada farklı bir perspektiften bakılmasını da sağlamak amacıyla farklı olay pencereleri de ayrıca incelenmiştir. Olay dönemini de içeren (-5,+5) penceresi olay gününden beş gün önce olay gününden beş gün sonra için analiz yapmaktadır. Bir diğer olay gününü içeren (-1,+1) penceresi ise olaydan bir gün önce ve olaydan bir gün sonrasının analizi yapmaktadır. Bir diğer olay penceresi (-5,-1) ise olaydan bir gün önce ve beş gün önce etkinin olup olmadığının araştırılması için tasarlanmıştır. Ayrıca son olarak olaydan sonra bir etkinin olup olmadığının tespit edilmesi amacıyla (+1,+5) olay penceresinden yararlanılmış ve olaydan bir gün sonra ve beş gün sonra etkinin olup olmadığı araştırılmıştır.

Tablo 3.Farklı Pencerelerde Brown ve Warner t Testi ve Patell t Testi ile Anlamlılık Sınaması

Olay Penceresi	CAR	t _{BW}	SAR	Patell
(-5,-1)	0,00818	0,18574	0,36221	0,01912
(-1,+1)	-0,00700	-0,20509	0,00555	0,00038
(+1,+5)	-0,02742	-0,62216	-0,62235	-0,03286
(-5,+5)	-0,02698	-0,41283	-0,37829	-0,01347

Tablo 3' de görülebileceği üzere Brown ve Warner t testi ve Patell t testi sonuçlarına göre %1,%5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde olaydan beş gün önce ve olaydan bir gün önce (-5,-1) anlamlı anormal getiriler sağlanamamaktadır. Olay gününü de kapsayan olaydan bir gün önce ve olaydan bir gün sonra (-1,+1) olay penceresinde ve olaydan beş gün önce ve olaydan 5 gün sonra (-5,+5) olay penceresinde anormal getiriler de istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Aynı şekilde olaydan bir gün sonra ve olaydan 5 gün sonra (+1,+5) olay penceresinin de de getirilerin anlamsız olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu sonuçlardan hareketle anormal getiriler testlere göre istatistiksel olarak tüm pencereler açısından anlamsız çıkmıştır.

Farklı olay pencerelerine yapılan sonuçları 2 şekilde yorumlamak mümkündür. İlk olarak olay öncesi çerçevesinde incelememiz gerekmektedir. Olay öncesinde sermaye artırımına ilişkin piyasada herhangi bir bilgi sızıntısı yoktur. Yani yatırımcılar sermaye artırımına ilişkin bilgi sahibi değildirler. İkinci olarak ise olay sonrası çerçevesinden incelememiz gerekmektedir. Olay sonrasında ise hisse senedi fiyatlarının sermaye artırım duyurularına göre hızlı bir şekilde ayarlandığını ve fiyatlara doğru bir şekilde yansıdığını varsayabiliriz. İncelenen dönemdeki hisse senedi fiyatları piyasaları etkileyebilecek olan bilgilerin tümünü içermektedir. Piyasada bilgi sızıntısının söz konusu olmaması ve piyasaların yeni bilgilere göre hemen ayarlanabilmesi yatırımcıların normalüstü kâr elde etme imkânını ortadan kaldırmaktadır.

SONUÇ

Yatırımcılar için sermaye artırım işlemleri hisse senetlerini etkileyen önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Yatırımcılar, bir sermaye artırım kararını incelerken şirketin hangi sebeple sermaye artırımını yaptığını analiz etmektedir. Şirketleri sermaye artırımına yönlendiren çeşitli nedenler olabilir. Şirketin sermaye artırım nedeni, hisse senedi fiyatlarına pozitif veya negatif yansıması yatırımcıların beklentileri açısından önem arz etmektedir.

Etkin piyasalar hipotezi, piyasa aktörleri tarafından piyasalara aktarılan her türlü bilginin değerlendirilmesinden dolayı hisse senedinin herhangi bir andaki fiyatının hisse senedinin gerçek değerine eşit olduğunu varsaymaktadır. Etkin bir sermaye piyasasında hisse senedinin fiyatı piyasaya aktarılmış bilgiler ışığında belirlenir. Etkin olan bir sermaye piyasasında hisse senedi fiyatını etkileyebilecek olan önemli bilgiler piyasalara geldikçe hisse senedi fiyatlarının bu duruma göre anında tam olarak ayarlandığını ifade etmektedir. Bir diğer ifadeyle hisse senedi fiyatının hisse senedi hakkındaki tüm bilgileri içerdiğini ve bu bilgilerin fiyata yansıdığı durumu ifade etmektedir.

Sermaye piyasalarını etkileyebilecek önemli olaylardan birisi hiç kuşkusuz şirketlerin yapmış oldukları sermaye artırım kararlarıdır. Etkin piyasalar hipotezine göre en azından piyasaların yarı güçlü formda etkin olabilmesi için yatırımcıların bedelli veya bedelsiz sermaye artırım kararı duyurusunun yapıldığı tarih etrafında anormal bir getiri elde etmemesi gerekir. Yatırımcıların sermaye artırım kararı duyurusu sayesinde hisse senetlerinden aşırı kâr elde etme imkânının olup olmadığı ve piyasanın etkinlik düzeyi bu çalışma kapsamında incelenmiştir. Yatırımcılar açısından piyasa getirisinden bağımsız bir şekilde anormal getiri sağlama imkânının olup olmadığı, eğer böyle bir getiri söz konusu ise özellikle hangi günlerde yoğunlaşmanın yaşandığı olay etüdü yöntemi ile tespit edilmeye çalışılmıştır.

Bu bağlamda 2014-2018 yılları arasında sermaye artırımını yapan BİST 100 endeksi kapsamında yer alan finans kuruluşları dışındaki 34 şirket ele alınmış ve 70 bedelli ve bedelsiz sermaye artırım kararı duyuruları incelenmiştir. Hisse senedi fiyatları ile bedelli ve bedelsiz sermaye artırım duyuları arasındaki ilişki incelenmiştir.

Olay etüdü yöntemi kapsamında sermaye artırımı kararı duyuru tarihi “0” olarak ele alınmış ve olay dönemi (-5,+5), (-5,-1),(-1+1) ve (+1,+5) olarak incelenmiştir. Tahmin dönemi ise olaydan önce (-90, -6) olarak belirlenmiştir. Anormal getiriler, ortalama anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler hesaplanmış ve Brown ve Warner t testi ile anlamlılık sınavına tabi tutulmuştur. Brown ve Warner t testi sonucunda %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde, olay penceresinde 11 günün her birine uygulanan t testleri bütün anlam düzeylerinde, anormal getiriler istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır ve H_0 hipotezi reddedilememiştir. Şirketlerin bedelli veya bedelsiz sermaye artırımı duyurularının, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine hiçbir etkisi yoktur. Piyasa yarı güçlü formda etkindir, sonuçlarına ulaşılmıştır. . Bu sonuçlardan yola çıkarak yatırımcılar hisse senedi duyuruları sayesinde piyasada aşırı getiri elde etme imkânı yoktur.

Brown ve Warner tarafından geliştirilen t testinde olayın bütün şirketler üzerinde aynı etkiye sahip olduğu kabul edilmektedir. Patell testinde ise olayın neden olduğu varyans artışları dikkate alınmamaktadır. Patell t testinin uygulanması amacıyla anormal getirilere standartlaştırılma uygulanmış ve standartlaştırılmış anormal getiriler, standartlaştırılmış ortalama anormal getiriler ve standartlaştırılmış kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Standartlaştırılmış anormal getirilere Patell t testi uygulanmıştır. Patell t testi, Brown-Warner t testinden farklı olarak, farklı anlam düzeylerinde olay gününden bir gün önce ve olay gününden sonra ikinci ve üçüncü günlerde H_0 hipotezi reddedilmiştir. Alternatif hipotezin kabul edildiği bu durumda ise belirlenen günler için şirketlerin bedelli veya bedelsiz sermaye artırımı duyurularının, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine etkisinin olduğu ve piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı yönünde sonuçlara ulaşılmıştır. Diğer günlerde ise %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde anormal getiriler istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Analiz sonucunda genel olarak şirketlerin bedelli veya bedelsiz sermaye artırımı duyurularının şirketlerin hisse senedi fiyatlarını etkilemediği veya hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek olan güncel ve önemli bilgilerin hisse senedi fiyatlarına hemen yansıdığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Piyasanın hisse senedini etkileyecek önemli bilgileri içerdiğini ve bu sebeple hiçbir yatırımcının normalüstü bir aşırı getiri elde edemeyeceği bulgularına ulaşılmıştır.

Şirketin hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların en önemli beklentisi güven ve istikrar olduğu için ekonomide bu durumun sağlanması yatırımcılar için önemlidir. Bu çalışma yatırımcıların şeffaf bir piyasada işlem yapmasının sağlanması ve piyasada güvenin oluşturulması açısından önemlidir. Piyasanın etkinliğinin araştırılması özellikle piyasanın yarı güçlü formda etkin olup olmadığının belirlenmesi ve anormal bir fiyat hareketi yaratması durumunda hangi günlerde ve hangi yöne doğru bir hareket yarattığının belirlenmesi noktasında bu çalışanın sonuçları yatırımcılar için önem arz etmektedir. Yatırımcılar, bu çalışmanın sonuçlarını değerlendirip en etkin ve risksiz yatırım portföyünü oluşturabilecekleri gibi sermaye artırım kararı duyurularının piyasayı nasıl etkilediğine dair sonuçlara ulaşabilirler.

Çalışmada örneklem kapsamımızın finans kuruluşları dışında BİST 100 endeksinde yer alan 34 şirkete belirli yıllar ve kıstaslar çerçevesinde oluşturulduğuna dikkat edilmelidir. Parametrik olan testlerden sadece Brown ve Warner t testi ile Patell t testi olay etüdü yönteminde anlamlılık sınamasında kullanılmıştır. Patell t testi için farklı anlam düzeylerinde olay gününden bir gün önce ve olay gününden sonra ikinci ve üçüncü günlerde H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu durumda belirlenen günler için şirketlerin bedelli veya bedelsiz sermaye artırım duyurularının, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine etkisinin olduğu ve piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı yönünde sonuçlara ulaşılmış olsa da, Patell t testi ve Brown- Warner t testinde diğer günler için H_0 hipotezi reddedilememiştir. Piyasanın etkinliğinden tam olarak söz edebilmek için örneklem sayısı çoğaltılmalı veya parametrik ve parametrik olmayan başka anlamlılık testleri yapılmalı ve son olarak sonuçlar tekrar karşılaştırılmalıdır.

EKLER

Ek 1

SIRA	SERMAYE ARTIRIMI YAPAN ŞİRKETLER	HİS. SEN. İSİMLERİ	DUYURU TARİHLERİ
1	GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	GOZDE	13.01.2014
2	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	ISFIN	16.04.2014
3	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	SİSE	15.05.2014
4	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.	TRKCAM	23.05.2014
5	TUKAS GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	TUKAS	23.06.2014
6	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SAN. VE TİC. A.Ş.	KRDMD	4.07.2014
7	AVOD KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ SAN. TİC. A.Ş.	AVOD	31.07.2014
8	GERSAN ELEKTRİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	GEREL	2.10.2014
9	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.	AFYON	21.11.2014
10	ODAS ELEKTRİK ÜRETİM SANATİ TİCARET A.Ş.	ODAS	12.02.2015
11	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	ISFIN	1.04.2015
12	HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HLGYO	17.04.2015
13	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	SİSE	14.05.2015
14	BEŞİKTAŞ FUTBOL YATIRIM SAN. VE TİC. A.Ş.	BJKAS	22.05.2015
15	SODA SANAYİİ A.Ş.	SODA	25.05.2015
16	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.	TRKCAM	25.05.2015
17	ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	ZOREN	6.07.2015
18	ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	ZOREN	6.07.2015
19	GERSAN ELEKTRİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	GEREL	10.07.2015
20	AVOD KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ SAN. TİC. A.Ş.	AVOD	17.11.2015
21	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.	PETKM	9.12.2015
22	FENERBAHÇE FUTBOL A.Ş.	FENER	15.01.2016
23	ASELSAN A.Ş.	ASELS	24.03.2016
24	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	ENKAI	31.03.2016
25	HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HLGYO	6.04.2016
26	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	ISFIN	7.04.2016
27	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	KARSN	18.04.2016
28	VERUS HOLDİNG A.Ş.	VERUS	19.04.2016
29	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	SASA	5.05.2016
30	SODA SANAYİİ A.Ş.	SODA	25.05.2016
31	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.	TRKCAM	25.05.2016
32	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	SİSE	30.05.2016
33	ECZACIBAŞI İLAÇ SİNAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SAN. VE TİC. A.Ş.	ECILS	23.06.2016
34	GSD HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	GSDHO	23.06.2016

35	ODAS ELEKTRİK ÜRETİM SANATİ TİCARET A.Ş.	ODAS	16.02.2017
36	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	SASA	20.02.2017
37	GALATASARAY SPORTİF SİNAİ VE TİCARİ YATIRIMLAR A.Ş.	GSRAY	7.03.2017
38	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLYHO	14.03.2017
39	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	ENKAI	31.03.2017
40	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	ISFIN	5.04.2017
41	ANADOLU CAM SAN. VE TİC. LTD. ŞTİ.	ANACM	26.05.2017
42	SODA SANAYİİ A.Ş.	SODA	26.05.2017
43	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	SİSE	26.05.2017
44	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.	TRKCAM	26.05.2017
45	HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HLGYO	22.06.2017
46	METRO TİCARİ VE MALİ YATIRIMLAR ORTAKLIĞI HOLDİNG A.Ş.	METRO	9.08.2017
47	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KERTV	22.09.2017
48	İHLAS GAYRİMENKUL PROJE GELİŞTİRME VE TİCARET A.Ş.	IHLGM	10.10.2017
49	TORUNLAR GAYRİMENKULYATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	TRGYO	6.11.2017
50	GALATASARAY SPORTİF SİNAİ VE TİCARİ YATIRIMLAR A.Ş.	GSRAY	14.11.2017
51	BERA HOLDİNG A.Ş.	BERA	20.12.2017
52	YATAŞ YATAK YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	YATAS	27.03.2018
53	ASELSAN A.Ş.	ASELS	2.04.2018
54	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	ISFIN	6.04.2018
55	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	ENKAI	12.04.2018
56	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KERTV	13.04.2018
57	GERSAN ELEKTRİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	GEREL	18.04.2018
58	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	SASA	18.04.2018
59	HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HLGYO	27.04.2018
60	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.	PETKM	16.05.2018
61	SODA SANAYİİ A.Ş.	SODA	29.05.2018
62	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.	TRKCAM	30.05.2018
63	AVOD KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ SAN. TİC. A.Ş.	AVOD	6.06.2018
64	ALARKO HOLDİNG A.Ş.	ALARK	20.06.2018
65	FENERBAHÇE FUTBOL A.Ş.	FENER	29.06.2018
66	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	GOLTS	9.11.2018
67	ODAS ELEKTRİK ÜRETİM SANATİ TİCARET A.Ş.	ODAS	14.12.2018
68	İHLAS GAYRİMENKUL PROJE GELİŞTİRME VE TİCARET A.Ş.	IHLGM	27.12.2018
69	AVOD KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ SAN. TİC. A.Ş.	AVOD	31.12.2018
70	GERSAN ELEKTRİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	GEREL	31.12.2018

KAYNAKÇA

ADAOĞLU, Cahit. “ Market Reaction to ‘Sweetened’ and ‘Unsweetened’ Rights and Offerings in an Emerging European Stock Market”, **Journal of Multinational Financial Management**, Sayı 16, 2006.

ADIGÜZEL, Burak. “Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlanması veya Kaldırılması”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: 18, Sayı: 1, 2014.

AKBULAK, Sevinç ve Yavuz AKBULAK. **Türkiye’de Reel ve Mali Sektör**, 1. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, 2005.

AKBULAK, Yavuz. “Anonim Şirketlerde Sermayenin Kaybı Sorunu”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Sayı 156, Aralık 2016.

AKIL Mustafa ve Erdal CANPOLAT, **Menkul Sermaye İratları ve Borsa Kazançlarının Vergilendirilmesi**, 1.Baskı, İstanbul: Kurtiş Matbaacılık, 2001.

AKTAŞ, Zeynep. Hisse Senetlerinin Değer Tanımları Fiyat Hareketlerinin Açıklanması ve Türkiye’de Hisse Senetleri Piyasası” **Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonometri Anabilim Dalı, İstanbul, 1997.

ALBENİ, Mesut ve Yusuf DEMİR. “ Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB uygulamalı), **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi**, sayı 6, cilt 14.

ALTAŞ, Soner. **Anonim Şirketler**, Güncellenmiş ve Genişletilmiş 5. Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2013.

Aracı Kuruluşların Kamuyu Aydınlatma Esaslarına İlişkin Tebliğ, Seri 5, Numara, 77.

ARSLAN, Kaya. **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, 1.Baskı, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2001.

ARSLANLI, Halil. **Anonim Şirketler, II-III Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller**, İstanbul 1960.

APAK, Sudi. **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1993.

APAK, Sudi. **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, 1.Baskı, İstanbul: Bilim Teknik Yayın Evi, 1995.

ASLAN, İsmail Yılmaz ve Mevci ERGÜN. **Ticaret Hukuku**, 4.Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2009.

AYDIN, Nurhan. **Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar**, 1.Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınevi, 2004.

BAHTİYAR, Mehmet. **Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı**, İstanbul, 1996.

BAKKALCI, Şebnem Meral .”Avrupa Birliğinde İçerden Öğrenenlerin Ticareti ile İlgili Hukuki Düzenlemeler “, Dergi Park Akademik, Ocak 2009.

BARAK, Osman. Hisse Senedi Piyasalarında Anomiler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finansal Modeller, İMKB’ de Bir Uygulama, **Doktora Tezi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2006.

BARAK, Osman ve Erhan DEMİRELİ. “İMKB’de Gözlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi”, 10. Ulusal Finans Sempozyumu, İzmir, 1-4 Kasım 2006.

BAYAZITLI, Ercan, Yusuf KADERLİ ve EYMEN GÜREL, “Kâr Payı Dağıtma Duyurularının Firmaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB’YE Kayıtlı, Tas Ve Toprağa Dayalı Sanayide Faaliyet Gösteren Bazı Firmalar Üzerinde Bir Olay Etüdü Çalışması”, **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, Sayı 26, Ekim 2018.

BEKÇİOĞLU, Selim. “ Portföy Korunma Aracı Olarak Altın”, **Yeni İş Dünyası Dergisi**, Cilt 5, Sayı 51, 1984.

BENNİNGA, S. (2008). Financial Modelling, (Third Edition), London: The MIT Press. s:372 Aktaran: Şakir SAKARYA, Kemal Faruk YAZGAN, Hasan Hüseyin YILDIRIM, “ Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme”, Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi, Cilt 18, Sayı 40,Ağustos 2017.

BEKÇİOĞLU, Selim, Mustafa ÖZTÜRK ve Yusuf KADERLİ. “ Kurulan İşbirliklerinin İMKB'ye Kayıtlı İzocam,Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi”, **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, Sayı 21, 2004.

BERBEROĞLU, Necat. Sadık ARSLAN ve Muharrem AFŞAR, “Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye’de Hisse senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi”, **Anadolu Üniversitesi. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: X, Sayı: 1-2, Eskişehir, 1992.

BİÇER, Levent. **Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye**, İstanbul:Beta Yayınları , 2010.

BİLDİK, Recep. **Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma**, İMKB Yayınları, Mart Mat. Sanatlar Ltd. Şti., İstanbul, 2000.

BROWN Stephen James and James Byron WARNER “Measuring security price performance” Journal of Financial Economics, 8(3):1980.

BÜBERKÖKÜ, Önder. “Hisse Senedi Fiyatları ile Döviz Kurları Arasındaki ilişkinin İncelenmesi: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerden Kanıtlar”, **İMKB Dergisi**, Cilt. 13, Sayı. 52, İstanbul, 1997.

CAMPBELL, John Y., Andrew W. LO ve A. Craig MACKINLAY, **The Econometrics of Financial Markets**, Princeton University Press,1997.

CANBALOĞLU, Ayşe Nur. Finans Sektöründe Kamunun Aydınlatılması ve Türkiye Uygulaması, **Yüksek Lisans Tezi**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2011.

CANOĞLU, Mehmet Ali. “İhraç Primi Vergisel Yönü”,**Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Temmuz 2005.

CİTİBANK, **Corporate Valuation**, 1990.

ÇAKIR, Sunay, Ferhat YALIN ve Begench YANGİBAYEV, Hisse Senedi Piyasası, **Dönem Projesi**, Kırıkkale Üniversitesi, Mayıs 2014.

ÇALAL, Salih. “Anonim Şirketlerde Ayni Sermayenin Yapısı ve Iskat Usulü”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Sayı 165, Eylül 2017.

ÇEKER, Mustafa. **Ticaret Hukuku Genel Esasları**, Adana: Karahan, 2014.

ÇELİK, Aytekin, “Anonim Şirketlerde Ayni Sermaye Taahhütlerinin. Yerine Getirilmesine Yönelik İhtiyati Tedbirler”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt 4, Sayı 3, 2011.

ÇOŞKUN, Metin. **Finansal Piyasalar**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 2002.

ÇÖRTÜK, Orcan ve Mustafa ERTEN. “Türkiye’de Kamuyu Aydınlatmanın Sermaye Piyasasına Etkisi”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt 45, No 1, 2016.

ÇUKACU, Yusuf, “Kamuyu Aydınlatmada Muhasebe Meslek Elemanının Etik Anlayışı ve İzmir İlinde Bir Uygulama” , Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 8, Sayı 1, 2006.

ÇUKUR, Sadık ve Resul ERYİĞİT, “Banka Birleşme v Devralma Olaylarının Borsadaki Etkisi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 21, Sayı 243, 2006.

DEHA YAYINLARI, Ticaret ve Borçlar Hukuku, Güncelleştirilmiş 7. Baskı, 2017.

DEMİR, Yusuf. “Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 6, Sayı 2, 2001.

DUMAN, Haluk. Kamunun Aydınlatılması İlkesi Kapsamında Kazanç Yönetimi Uygulamalarının Finansal Raporlama Kalitesi ve Şirket Performansı Üzerine Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama, **Doktora Tezi**, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finans Bilim Dalı, Konya, 2018.

DUMAN, Haluk. “Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB’de Bir Uygulama”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 2011.

DURAK, Gürol ve Eymen GÜREL, “Finansal Raporların Kalitesine Etki Eden Ülkeye Özgü Faktörler”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2014.

DURUKAN, Banu. “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, **İMKB Dergisi**, Cilt. 3 Sayı. 11, İstanbul 1999.

DURUSOY, Mehmet. “İnsider Trading’i Yasaklayan Düzenlemelerin Gerekçeleri ve İnsider Trading Sorumluluğunun Temelleri- Amerikan ve İngiliz Yaklaşımları 2”, **Vergi Dünyası Dergisi**, 1992.

DOMANIÇ, Hayri. **Türk Ticaret Hukuku Şerhi**, Cilt 1, İstanbul, 1988.

ERDOĞAN, Nurten. “Muhasebe Denetiminde Niteliksel Önemliliğin Gerekliliği”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 31, 2006.

ERİŞ, Nükhet. Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımlarının Yatırımcı Davranışları Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma, **Yüksek Lisans Tezi**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 2009.

ERTUĞRUL, Murat “ Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt 3 Sayı 2, 2008.

ESROY, Mehmet Ali ve Emine Ebru ERSOY. “Ticaret Kanunu Kapsamında Sermaye Şirketlerinde Bağımsız Denetim”, **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt 8, Sayı, 2, 2017.

ERGÜL, Nuray. Türk ve Amerikan Enerji Piyasalarında Piyasa Etkinliğinin Test Edilmesi, **Maliye Finans Yazıları**, Sayı 86, Ocak 2010.

ERİŞ, Gönen. **Anonim Şirketler Hukuku**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 1995.

FAMA, Eugene Francis. “ Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **The Journal of Finance**, Vol 25, No 2, 1970.

GÜCENME GENÇOĞLU, Ümit ve Yasemin ERTAN. “Muhasebe Kalitesini Etkileyen Faktörler ve Türkiye’deki Durum” **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ocak 2012.

GÜCENME, Ümit. **Türkiye’de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler**, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara, 1994.

GÜNDOĞDU, Aysel ve Serpil KILIÇ DEPREN, Mustafa Tefik KARTAL, “Türkiye’de Yatırımcı Hakları ve Yatırımcıların Korunmasına Yönelik Bir Araştırma”, **Finans ve Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt 2, Sayı 1, 2017.

HALABAK, Didem. Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri VE Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler, **Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.

HENRY, Thomas. “ Regime Switching In The Relationship Between Equity Returns and Short-term Interest Rates In The UK”, **Journal of Banking and Finance** , Cilt 33, Sayı 2, 2009.

İHTİYAR, Mustafa **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul, Beta, 2006.

KADERLİ, Yusuf ve Sezgin DEMİR, “Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirisi Üzerine Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı 91, 2009.

KADERLİ, Yusuf ve Hatice BAŞKAYA, “Halka Açık Firmalarda Sermaye Artırımı Duyurularının Hisse Senedi Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, **Aydın İktisat Fakültesi Dergisi**, Cilt 2, Sayı 1, 2017.

KADERLİ, Yusuf. “Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 36, Ekim 2007.

KANALICI, Hülya. **Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:77, Ankara, 1997.

KARAPINAR, Aydın ve Rıdvan BAYIRLI, Hasan BAL ve Diğerleri, **Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim: SPK Lisanslama Sınavlarına Hazırlık**, 8.Baskı, Ankara: Özbaran Ofset Matbaacılık, 2007.

KARAPINAR, Aydın, Rıdvan BAYIRLI, Hasan BAL ve Diğerleri. **Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim: SPK Lisanslama Sınavlarına Hazırlık**, 4.Baskı, Ankara: Özbaran Ofset Matbaacılık, 2009.

KARASİOĞLU, Fehmi. “İçeriden Öğrenenler Ticareti(İnsider Trading) ve Türkiye’de Muhasebenin Yatırımcılara Bilgi Sağlama Sorumluluğu”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 3, 1998.

KARSLI, Muharrem. **Sermaye Piyasası “ Borsa” Menkul Kıymetler**, 4. Baskı, İstanbul: IMKB Yayınları, 1994.

KARYAĞDI, Nazmi. **Kâr Dağıtımı ve Vergilendirilmesi**, Güncelleştirilmiş ve Geliştirilmiş 2. Baskı, İstanbul: Maliye Hesap Uzmanları Derneği, 2002.

KAYA, Atakan. Kar Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama, **Yüksek Lisans Tezi**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finansman Programı, İzmir, 2014.

KAYA, Arslan. **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Ankara, 2001

KENDALL, M. G. and A. Bradford HİLL.” The Analysis of Economic Time Series, Part 1: Prices” , **Journal of the Royal Statistical Society. Series A**, Vol 116, No 1,1953.

KENDİGELEN, Abuzer. **Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, 1.Baskı, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 1999.

KIRBAŞ, Ayhan. “ Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama, **Doktora Tezi**, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Doktora Programı, Ankara, 2015.

KIYMAZ, Halil. “ Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları: BİST İmalat Sektörü Uygulaması”, **Sermaye Piyasası ve BİST Üzerine Çalışmalar İşletme ve Finans Yayınları**, No 4, Ankara, 1996.

KONDAK, Nuray. **Finansal Pazarlara Giriş Menkul Kıymet Pazarlarının Gelişimi**, Finansal Araçlar ve Kurumları, 1. Baskı, İstanbul: Der Yayınları, 1998.

KONURALP, Güner. **Sermaye Piyasaları**, 2. Baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2005.

KÜÇÜKSİLLE, Engin ve Rozi MİZRAHİ, “ Bedelsiz Sermaye Artırımı Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerlerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği”, **Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi**, Sayı 25, Ağustos 2015.

MAÇ Mehmet ve Cüneyt BÜYÜKYAKA, “Anonim Şirketlerde Hisse Devrinin Geçerli Olması İçin Gerekli Hukuki Şartlar ve İşlemler”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Sayı 79, Ekim 2010.

MANDACI,Pınar Evrim.” Şirketlerin Birleşme Ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 19, Sayı 225, 2004.

MEDER ÇAKIR, Hafize ve Zehra GÜLCAN, “Şirket Birleşme ve Devralmaların Hisse Senetlerine Etkisi”, **Mali Çözüm Dergisi**, Eylül-Ekim 2012.

MIZRAK, Gizem. “ Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim”, **Anadolu Bil Yüksekokulu Dergisi**, Sayı 43, 2016.

Milli Eğitim Bakanlığı, **Muhasebe ve Finansman - Şirket Analizi**, Ankara, 2011.

Milli Eğitim Bakanlığı, **Muhasebe ve Finansman - Sermaye Piyasası Faaliyetleri**, Ankara, 2011.

MOROLOĞLU, Erdoğan. **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, 3. Baskı, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2015.

MOROĞLU, Erdoğan. **Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı**, İstanbul, 2003.

MÜNYAS, Turgay. **Türkiye’de Sermaye Piyasasının Yapısı ve İşleyişi**, 1. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayınevi, 2015.

OKTAY, Tuğba. Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: BİST’de Yer Alan Otomotiv ve İnşaat Sektörleri Üzerine Bir Uygulama, **Yüksek Lisans Tezi**, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Afyonkarahisar, 2013.

OR, Zeynep.” Bankaların Halka Açılması ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü”, **Hukuk ve İktisat Araştırma Dergisi**, Cilt 3, Sayı 1, 2011.

ORER, Gürsel. “ Ekonomik Kamu Düzeni ve Devletin Ekonomiye Müdahalesi”, **Dergi Park Dergisi**, Cilt 0, Sayı 6, 2015.

ÖNER, Erdoğan. **Türk Vergi Sistemi**, Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 8.Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2017.

ÖZDEMİR, Emre, Türk Sermaye Piyasasında Menkul Değerler Analizi ve Piyasa Zamanlaması Etkinliğinin Ölçülmesi, **Yüksek Lisans Tezi**, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finansman Anabilim Dalı, Ankara, 2007.

ÖZER, Ali ve Abdulkadir KAYA ve Nevin ÖZER. “ Hisse Senedi Fiyatları ile Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 26, Sayı 1, 2011.

ÖZER, Gökhan ve Rahmi YÜCEL. “İ MKB' de Hisse Senedi İhraç Tarihi Etrafındaki Anormal Fiyat Hareketleri”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Şubat 2001.

ÖZPERHİZ, Niyazi. “İç Kaynakların Kullanılması Yolu ile Sermaye Artırımı”, **Vergi Dünyası Dergisi**, 2003.

ÖZSUNGUR, Fahri. “ Rüçhan Hakkının Kullanılmaması ve Sermaye Artırımında Pay Taahhütlerinin Kısmen Yerine Getirilmesi Sorunu, **Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, 2014.

PASLI, Ali. **Anonim Ortaklıklarda Özel Denetçi Tayini**, Cilt 1, İstanbul, 2013.

PATELL, J.A. Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior Empirical Test. Journal of Accounting Research, 14, 1976.

PEHLİVAN, Osman. **Vergi Hukuku**, 1.Baskı, Trabzon: Derya Kitapevi, 2001.

PİRGAİP, Burak. **Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartlarının Uluslar Arası Denetim Standartları ile Harmonizasyonu**, 1.Baskı, Ankara: SPK Yeterlilik Enstitüsü, 2004.

PULAŞLI, Hasan. **Şirketler Hukuku Genel Esasları**, Ankara: Adalet, 2013.

SAKARYA, Şakir. Kemal Faruk YAZGAN, Hasan Hüseyin YILDIRIM, “ Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme”, **Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi**, Cilt 18, Sayı 40,Ağustos 2017.

SAKARYA, Şakir, Nevzat ÇALIŞ ve Mehmet Arif KAYACAN, “ Temettü Ödeme Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, **Sakarya İktisat Dergisi**, Cilt 7, Sayı 2, 2018.

SAKARYA, Şakir. “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 7, Sayı 13, 2011.

SARI, Emre Selçuk, Emir OTLUOĞLU ve Çağlar Ozan GÖNÜLLÜ. “ Üretim İşletmelerinde Uluslararasılaşmanın Hisse Senedi Getirisi Üzerine Etkisi: BİST 100 Üzerine Bir Uygulama”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi**, Cilt 28, Sayı 83, Aralık 2017.

SARIKAMIŞ, Cevat. **Sermaye Pazarları**, 4.Baskı, İstanbul: Alfa Yayınları, 2000.

SARIKAMIŞ, Cevat. “ Borsadaki Durgunluğun Nedenleri Üzerine Düşünceler”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl 9, Sayı 105, 1987.

SAVAŞ, Mustafa Enes. Anonim Ortaklıklarda Oyda İmtiyaz, **Yüksek Lisans Tezi**, Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, İstanbul, 2018.

Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği, 12. Madde.

SPK, **Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları**, 2018.

SÜMELİ, Sedat. Hisse Senedi Fiyatlandırma Yöntemleri ve Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler: İMKB Üzerine Bir Uygulama, **Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı, 1998.

ŞABAN, Metin ve Yasemin KÖSE. “Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtım Politikası Üzerindeki Yasal Sınırlamalar”, **Mali Çözüm Dergisi**, Cilt 12, Sayı 61, 2002.

ŞAHİN, Hüseyin. **İktisada Giriş**, 7.Baskı, Bursa: Ezgi Kitap Evi, 2006.

ŞENER, Oruç Hami. **Ortaklıklar Hukuku**, Gözden Geçirilmiş 2.Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2015.

SÜMER, Ayşe. **Ticaret Hukuku Ders Kitabı**, 1.Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, 2015.

TEKER, Suat ve Ahmet Hakan YÜKSEL.”Stock Price Reaction For Scoring on Corporate Governance”, **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, Cilt 150, 2004.

TEVFİK, Arman. **Hisse Senedi Değerlemesi**, 1. Baskı, İstanbul: Çevik Maatbacılık, 2005.

TUNA, Ergun. **Ticaret Hukuku Prensipleri Cilt III Kıymetli Evrak**, 1.Baskı, İstanbul: Yatırım Maatbası, 2013.

TUNCER, Selahattin. **Türkiye’de Sermaye Piyasası**, İstanbul: Okan Yayıncılık, 1985.

TURAN, Gökçen. “SPK m.24’e İstinaden Ayrılma Hakkını Kullanan Ortak Ayrıca T.T.K.’nın m.202/2’ye Dayanarak Dava Açabilir mi?”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt 75, Sayı 2.

TURNACIGİL, Seda. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Senedi Getirisi Üzerine Etkisi: Bist’de Bir Araştırma, **Doktora Tezi**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı, 2018.

TÜRKALP, Mukaddes. Şirketlerin Borçluluk Durumunun Hisse Senedi Fiyatına Etkisi ve IMKB Üzerine Bir Uygulama, **Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, **Enflasyon ve Fiyat İstikrarı Raporu**.

TÜRKYILMAZ, Serpil ve Erkan ÖZATA. “Türkiye’de Para Arzı, Faiz Oranı ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensel İlişkilerin Analizi”, **The Journal of Social Economic Research**, Cilt 8, Sayı 16, 2009.

URAL, Mert ve Nilgün ACAR BALAYLAR. “ Türk Bankacılık Sektöründe Konsolidasyonların Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkilerinin Analizi”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt 45, Sayı 524, 2008.

ÜNAL, Tekinalp. **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, 3.Baskı, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013.

WONG, Habibullah KHAN ve Jun DU. “Money, Interest Rate and Stock Prices: New evidence from Singapore and the United States, **Working Paper**, Sayı 7, 2005.

YALÇIN, Hatice. IMKB’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler, **Yüksek Lisans Tezi**, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Anabilim Dalı İşletme Yönetimi Bilim Dalı, İstanbul, 2011.

YANLI, Veliye. **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul, Beta, 2005.

YANLI, Veliye. “Pay Sahibinin Genel Kurulda Temsili” **Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hukuk Yüksek Lisans Programı, İstanbul, 2015.; Aktaran: Stephen H. Dover, Voting Rights and the

Right to Vote, The Second Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable Shareholder Rights and Equitable Treatment, 28-30 Mart 2001. <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1821828.pdf> (E.T. 19.11.2014)

YAPRAKLI, Sevde ve Bener GÜNGÖR. “Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma”, **Ankara Üniversitesi SBS Dergisi** Cilt 62, Sayı 2,2007.

YASAMAN, Hamdi. **Ortaklıkların Birleşmesi**, İstanbul,1987.

YAVUZ, Mustafa. “Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımının İç ve Dış Kaynaklardan Eş Zamanlı Olarak Yapılabilmesi”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Sayı 176, Ağustos 2018.

YILDIRIM, Kemal. **İktisada Giriş**, 3. Baskı, Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım, 2010.

YILMAZ, Çağatay. Ticaret Hukukunda Ticari Sır ve Korunması, **Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal BilimlerEnstitüsü Ekonomi Hukuk Yüksek Lisans Programı, İstanbul, 1995.

YOLSAL, Handan “Nakit Kâr Payı Dağıtımının Pay Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir olay Çalışması” KOÇ, İdil Özlem (Ed.), **Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı**, (s.131-165) 1.Baskı: İstanbul, Nobel Akademik Yayıncılık,2016.

YÖRÜK, Nevin ve Ünsal BAN, “ Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 30, 2006.

İnternet Kaynakları

<https://ekonomihukuk.com/mikro-iktisat/arz-talep-piyasa-dengesi/>

http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5c10c5dc3c07f6.34365556

<http://www.ticaretkanunu.net/konu/kar-payi/>

<http://www.ticaretkanunu.net/makale-15/>

<http://www.ticaretkanunu.net/genel-kurul-toplantisina-katilma-zorunlu-olanlar-ile-toplantiya-katilma-hakki-olanlar/>

<https://www.dunya.com/kose-yazisi/yeni-turk-ticaret-kanunu039nda-azinlik-pay-sahiplerinin-haklari/12072>

<http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi/anonim-sirketlerde-genel-kurul-kararlarinin-iptali-ve-etki-kurali/>

[http://www.mahfiegilmez.com/2015/02/borsa-faiz-iliskisi.html\(13/10.2019\)](http://www.mahfiegilmez.com/2015/02/borsa-faiz-iliskisi.html(13/10.2019))

[https://www.ismmmo.org.tr/Mevzuat/I-Muhasebenin-Temel-Kavramlari---4003,](https://www.ismmmo.org.tr/Mevzuat/I-Muhasebenin-Temel-Kavramlari---4003)

<http://www.borsaistanbul.com/sirketler/sirketlerin-yukumlulukleri/pay-piyasasi/kamuyu-aydinlatma>

<https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-cesitleri>

<https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-sahibinin-haklari>

<https://www.dunya.com/gundem/halka-acik-olmayan-anonim-sirketlerde-kayitli-sermaye-sistemi-haberi-192694>

<https://www.paraborsa.net/i/hisse-senedi-nedir/>

<http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi/anonim-sirketlerde-ic-kaynaklardan-sermaye-artirimi/>

Bildirim Tipleri, <https://www.kap.org.tr/tr/menu-icerik/KAP-Hakkinda/Genel-Bilgi>

Finansal Raporlar, <https://www.kap.org.tr/tr/menu-icerik/KAP-Hakkinda/Genel-Bilgi>

Diğer Bildirimler, <https://www.kap.org.tr/tr/menu-icerik/KAP-Hakkinda/Genel-Bilgi>

<https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler>