

İÇ KAYNAKLARDAN SERMAYE ARTIRIMI VE SERMAYE PİYASALARINA ETKİLERİ

Doç. Dr. Ekrem YILDIZ*

Atatürk Üniversitesi,

İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Öğretim Üyesi

Giriş

Son yıllarda Türkiye'de sermaye piyasaları ile ilgili önemli gelişmeler olmuştur. Yasal ve kurumsal alt yapı hızlı bir değişim ve gelişim gösterirken bütün taraflarıyla piyasanın da bu gelişime olumlu tepki gösterdiği söylenebilir. Yatırımcıların sermaye piyasalarının yatırım araçlarına özellikle hisse senetlerine olan ilgisi, bu araçlar ve özellikleri konusunda büyük bir bilgi gereksiniminin var olduğunu göstermiştir. Bu bağlamda gerek ekonomi basınında gerekse günlük gazetelerde genel olarak piyasa, şirketler, kurum ve araçlar konusunda haber ve yorumlar giderek artmaktadır.

Sermaye artırımı hisse senedi yatırımcısı için genellikle hisse sayısının artması sonucunu doğurduğu için, üzerinde en çok durulan konular arasında yer almaktadır. Borsaya olan yoğun ilgi ve yeniden değerlemenin sürekli hale getirilmesi şirketlerin büyük oranlı sermaye artırımlarına gitmeleri sonucu doğurmuştur. Diğer yandan yüksek oranlı enflasyonun da etkisiyle şirketler, ortaya çıkan işletme sermayesi gereksinimlerini bir ölçüde bu sermaye artışlarıyla giderme yoluna gitmektedir.

Sermaye artırımlarının; özellikle de bedelsiz sermaye artırımlarının yatırımcılar tarafından taşıdığı önemin ötesinde algılanması ve bazı yanlış yorumlar yapılması-ya da yatırımcıların bu şekilde yönlendirilmesi—bu konuyu ele almamızın başlıca nedenini oluşturmaktadır. Sermaye artırımı konusu ele alınırken önce nitelik ve anlam olarak sermaye artırımının ne olduğu açıklanmaya çalışılmıştır. Burada nakdi veya bedelli sermaye artırımını ve etkilerine de kısaca değinirken, asıl konumuzu oluşturan bedelsiz veya iç kaynaklardan sermaye artırımını bir ölçüde ayrıntılı olarak incelenmiştir. İki kısım olarak düzenlediğimiz çalışmanın ikinci kısmında bedelsiz sermaye artırımlarının şirketler ve hisse senetleri üzerindeki etkileri tartışılmıştır. Konular ele alınırken teorik çerçeve yanında örneklerle açıklama yoluna gidilmiştir. Yeniden değerlemenin yapılmaya başlandığı 1983 yılından 1990 yılı başına kadar İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında kayıtlı şirketlerin bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları belirlenerek yorumlanmaya çalışılmıştır. Sermaye artırımları ve etkileri konusunda yatırımcıların olumlu yönde bilgilenebilmesine az da olsa katkı sağlarsa çalışma amacına ulaşmış sayılacaktır.

1. Genel olarak Sermaye ve Sermaye Artırım Yolları

1.1. Genel Olarak Sermaye Yapısı

Sermaye kavramı genel olarak firmaların yararlandığı tüm kaynakları ifade etmektedir⁽¹⁾. Firmalar genel olarak, başlıca iki kaynaktan gereksinim duyduğu fonları sağlar: Bunlar, firma dışından sağlanan yabancı kaynaklar (borçlar) ile, firma sahipleri ve ortaklar tarafından sağlanan ve/veya faaliyet dönemleri içinde firma tarafından yaratılan öz kaynaklardır.

Finans yöneticileri sözü edilen iki ana sermaye kaynağına ilişkin olarak çeşitli temel kararları alma durumundadırlar. Bunların başında eğer firma yabancı kaynaktan yararlanacaksa optimal sermaye yapısı, diğer deyişle optimal borç-öz sermaye bileşimini belirlemek gelir. Kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar arasında, faiz beklentileri ve likidite gereksinimleri de göz önünde tutularak nasıl bir optimal bileşim sağlanacağı finans yöneticisinin bir başka sorunu olarak karşımıza çıkar. Öz sermaye

(1) Oktay Güvemli, İşletmelerde Finans Yönetimi, Cilt: 1 İstanbul 1984, s. 106.

kaynağından yararlanılacak ise, bunun ne kadarının oto-finansman yolu ile ne kadarının yeni sermaye artışı yoluyla sağlanacağı da bir başka temel konudur. Alınacak kararların amacı optimal sermaye yapısına ulaşmak ve böylece ortalama sermaye maliyetini en düşük düzeye indirmek ve firmanın hisse senetlerinin pazar fiyatlarını artırarak firmanın pazar değerini en yüksek düzeye çıkarmaktır⁽²⁾.

Finans biliminin temel konularından olan sermaye yapısı ve bununla ilgili analiz ve kararlar konumuzun kapsamı dışında olduğu için yalnızca değinmekle yetiniyoruz. Genellikle öz kaynakların bir unsuru olan iç kaynaklardan sermaye artırımı ve bunun etkileri asıl konumuzu oluşturduğu için aşağıda bu konu ele alınmaktadır.

1.2. Sermaye Artırım Yolları

Anonim ortaklık şeklinde kurulmuş olan firmalar, uzun vadeli plan ve projelerini gerçekleştirmek; örneğin yeni yatırımlar veya genişleme yatırımları yapmak için sermaye artırımına gidebilirler. Sermaye artırımını, ilk bakışta işletmenin sahip veya ortakları tarafından kurum varlıklarına yeni varlıklar eklenmesini ifade etmektedir. Ancak her sermaye artırımında yeni nakdi veya aynı varlıkların işletmeye eklenmesi söz konusu olmayabilir. Firmalar varlıklarına dışardan yeni bir ekleme yapmaksızın sahip olduğu iç kaynakların bir kısmını ya da tamamını sermayeye dönüştürmek suretiyle de sermaye artırımını yapılabilir. Buna göre sermaye artırımını iki kategori içinde ele almak mümkündür:

– Ortak ya da üçüncü kişilere yeni hisse senedi çıkararak bedellerini tahsil etme şeklindeki sermaye artırımları (Nakdi veya bedelli sermaye artırımını).

– İç kaynaklarda mevcut olan fonların sermayeye eklenmesi ve buna karşılık firmanın ortak veya sahiplerine ek hisse senetleri verilmesi şeklindeki sermaye artırımları (Bedelsiz sermaye artırımını).

Bu iki ana kategoriden ilki kısaca açıklanacak, konumuzu oluşturan bedelsiz sermaye artırımını ve etkileri ise ayrıntılı olarak incelenecektir.

1.2.1. Nakdi veya Bedelli Sermaye Yatırımı

Sermaye artırımının normal şekli olan bu yolda firmanın sermayesi yeni hisse senetleri ihraç edilip, bedelleri tahsil edilerek artırılmaktadır. Bu şekilde sermaye artırımını konusunda yasal sınırlamalar ve koşullar

(2) Öztin Akgüç, *Finansal Yönetim*, (Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 5. Baskı) İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, Muhasebe Enstitüsü Yayını No: 56, İstanbul, 1989, s. 433-434.

söz konusudur. Bu sınırlama ve koşullar Türk Ticaret Kanunu (TTK) ile sermaye Piyasası Kanununda (SSP) düzenlenmiştir. Yapılacak işlemler ve izlenecek yol oldukça fazla zaman alıcı işlemlerdir. Önem arzeden özellikler olarak sermaye artırımına giden ortaklığın sermayesinin tamamen ödenmiş olması, sermaye artırım kararının genel kurul tarafından alınabilmesi menkul varlıklarını halka arzeden veya etmiş sayılan ortaklıkların⁽³⁾ Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alması hususları sayılabilir.

Sermayesi küçük hisselerle bölünmüş, ortak sayısı fazla şirketlerde sermaye artışı için genel kurulun toplanması ve karar için yeterli sayıda iştirakın sağlanması güçlük yarattığı için Sermaye Piyasası Kanunu, belli koşullarla ortaklıkların kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilmesine olanak tanıyan bir düzenleme yapmıştır. Bu sistemi kabul eden anonim ortaklıklar Türk Ticaret Kanunu'nun ilgili hükümlerine bağlı kalmaksızın şirketin sermayesini yönetim kurulu kararı ile belirlenen kayıtlı sermaye tavanına kadar artırabilmektedir.

Nakdi sermaye artırımında çıkarılan yeni hisse senetleri öncelikle eski ortaklara satılmak üzere çıkarılmaktadır. Esasen eski ortakların yasal süresi içinde, yeni hisse senetlerini almada öncelikleri vardır. Rüçhan veya ön-alım hakkı olarak bilinen bu hak genel kurulun esas sermayenin artırılışına ilişkin kararında aksine bir karar olmadıkça, eski ortaklara yeni çıkarılacak hisse senetlerinden sermayedeki payları ile orantılı olarak satılmaya önceliği sağlar (TTK m. 394). Sermaye Piyasası Kanununa göre, kayıtlı sermaye sistemini benimseyen ortaklıklarda esas sözleşmede hüküm bulunmak koşulu ile yönetim kurulu da bu hakkı sınırlandırıcı karar alabilir (SPK m. 12).

Rüçhan hakkı tanınmasının şirket açısından yararı, ortaklığı yabancı üçüncü kişilerin ortak olması ve yönetimi etkilemelerinin önüne geçilebilmesidir. Ortak açısından yararı ise şirketteki sermayeye katılma oranını koruma olanağını bu hakla elde etmiş olmasıdır. Ön alım hakkının tanınmasının bir başka önemli nedeni de şirketin hisse senetlerinin piyasa değerlerinin ihraç fiyatından yüksek olması halinde üçüncü kişilerin düşük bir bedel ödeyerek şirketteki zenginliklere sahip olmasının önüne geçilmesidir. Böyle karşılıksız bir devrin önüne geçmek için eski ortağın ya ön alım hakkını kullanarak yeni hisse senetlerini satın alması ya da bu

(3) Menkul Varlıklarını halka arz yoluyla satan anonim ortaklıklarla, ortak sayısı 100'ü aşan anonim ortaklıklar, Türk Ticaret Kanunu ile birlikte Sermaye Piyasası Kanununa da tabidirler.

hakkını üçüncü kişilere satabilmesi gerekmektedir⁽⁴⁾. Hakkın satılması halinde şirketin hissesini alacak yeni ortak bir taraftan ihraç fiyatı ile hisse senedini satın alırken; diğer yandan eski ortağa ödemede bulunarak şirkette biriken servet için de bir bedel ödemiş olmaktadır. Bu hakkın bir değer ifade etmesi için ortaklığın hisse senetlerinin piyasa fiyatı ile yeni çıkarılacak hisselerin ihraç fiyatı arasında olumlu bir farkın olması gerektiği tekrar vurgulanmalıdır.

$$R = \frac{P_0 - S}{N + 1}$$

Rüçhan hakkının teorik değeri aşağıdaki formül aracılığı ile hesaplanabilir:

Formülde P_0 hisse senetlerinin piyasa fiyatını, S yeni hisse senetlerinin ihraç fiyatını, N yeni bir hisse senedi satın almak için gerekli hisse senedi sayısını, R ise rüçhan hakkının değerini göstermektedir.

Örneğin bir ortaklık, hisse senetlerinin piyasa değeri 15.000 TL. iken 1000 TL. nominal değerli hisselerini 10.000 TL. fiyatla satıyor ve mevcut her 3 hisse senedi için bir yeni hisse alma hakkı sağlıyorsa ön alım hakkının değeri:

$$R = \frac{15.000 - 10.000}{3 + 1} = 1250 \text{ TL. olur.}$$

Eski ortak tarafından ön alım hakkı kullanılarak yeni hisse senetlerinin alınması halinde sermaye artırımını sonrasında sahip olunan hisse senetlerinin toplam değeri:

$$\begin{array}{l} 3 \text{ eski hisse} \times 15.000 = 45.000 \text{ TL.} \\ 1 \text{ yeni hisse} \times 10.000 = 10.000 \text{ TL.} \\ \hline 55.000 \text{ TL. olur.} \end{array}$$

Sermaye artırımından sonra teorik olarak hisse senetlerinin fiyatı 13.750 TL. (55.000: 4) ye düşer. Buna göre üçüncü kişiler örnekteki ortaklığın hisse senetlerini bir süre sonra 13.750 TL. ye borsadan alabile-

(4) Atilla Gönenli, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 3. Baskı, Finans Enstitüsü Yayınları No: 3, İstanbul, 1979, s. 566.

ceklerdir. Kullanılma süresi içinde eski ortak tarafından önalım hakkının üçüncü kişilere satılması halinde, yeni yatırımcı, 10.000 TL. hisse senedi için ödemede bulunacak; bu yeni hisseyi alma hakkını sağlayan üç kişi hisse senedine sahip ortağa ise 3750 TL. (3x 1250) ödeyecektir. Ön alım hakkının satılması durumunda eski ortağın sahip olduğu toplam 3 hissenin değeri her ne kadar 41.250 TL. (13.750X 3) ye düşecek ise de üçüncü kişiden alacağı 3750 TL. nakit ile yine eski durumunu koruyacaktır.

Sermaye artırımını eğer daha fazla büyüme ve kâr artışı doğuracaksa hisse senetlerinin piyasa fiyatları üzerindeki olumsuz etkisi sınırlı kalacaktır⁽⁵⁾.

1.2.2. İç Kaynaklardan Sermaye Artırım Yolları

İç kaynaklardan yapılan sermaye artışı, firmaların gerçek anlamda sermayelerini artırmayan ancak bilançonun pasifinde mevcut olan; yasal ve ekonomik yönden aktarılabilen öz sermaye unsuru fonların sermayeye eklenmesiyle gerçekleştirilir. Bu ekleme sonucunda meydana gelen artışa karşılık mevcut ortaklara ek hisse senetleri verilmektedir. Bu yeni hisse senetleri için ortaklar herhangi bir bedel ödemediği için bedelsiz hisse senedi adı verilmektedir. Ancak bu hisseler söylendiği gibi bedelsiz değildir. Çünkü bedelleri ortaklar tarafından iç kaynaklardaki payları oranında önceden ödenmiştir. Bu şekilde yapılan sermaye artırımları sonucu düzenlenen ek hisse senetleri doğal olarak şirketin eski ortaklarındır. Dolayısıyla nakdi sermaye artırımlarındaki benzer bir rüçhan hakkı söz konusu değildir. Bu hak sınırlandırılmayacağı gibi, ortaklar bu haktan yoksun da bırakılamaz⁽⁶⁾.

İç kaynaklardan yapılan sermaye artışlarının kaynağı daha önce belirttiğimiz gibi çeşitli adlar altındaki fonlardır. Genellikle bu tür sermaye artışları;

– (Serbest) yedek akçeler ve dağıtılabilir kârdan sermaye hesabına aktarma yapmak,

– Yeniden değerlendirme değer artışı fonlarının sermaye hesabına eklenmesi şeklinde gerçekleştirilmektedir.

(5) Akgüç, age., s. 605.

(6) Zühtü Aytac, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, No: 225 Ankara, 1988, s. 180.

Bunların dışında iştiraklerdeki değer artışlarının, sermaye üstesinin ve gayrimenkul satışlarından doğan kazançların sermayeye eklenmesi ile de sermaye artırımı yoluna gidilebilir. Biz burada özellik arzeden ve sık başvurulan yukardaki iki şekli ele alacağız.

Teknik yönüyle birbirine benzeyen bu iki yol mahiyet itibariyle farklılık göstermektedir. Aşağıda söz konusu iki yol açıklanacak ve farklılıkları vurgulanmaya çalışılacaktır.

1.2.2.1. Serbest Yedek Akçeler ve Dağıtılabilir Kârdan Sermaye Artırımı

Firmaların dağıtılabilir kârları ve daha önceleri alıkoyduğu kârlarının bir kısmını sermaye hesabına alarak sermayesini artırmasına ve artan sermaye miktarında mevcut ortaklarına payları oranında bedel karşılığı olmaksızın ek hisse senetleri vermesine Senet-temettü veya hisse senedi şeklinde kâr dağıtımı (Stock dividend) denmektedir⁽⁷⁾. Uygulamada yasal zorunluğa dayanılarak ayrdan yedek akçelerin sermayeye eklenmesine pek az rastlanmakta, sermaye daha çok birikmiş olağanüstü yedek akçe ile artırılmaktadır⁽⁸⁾.

Bu şekilde yapılan sermaye artırımında firmanın öz sermaye toplamında bir değişiklik olmamakta; yalnızca öz sermayeyi oluşturan kalemlerin miktarlarında aktarma nedeniyle değişiklik olmaktadır. Örneğin sermaye artırımından önce bir ortaklığın özet bilançosu şöyle olsun:

Senet Temettüden Önceki Bilanço			
Cari Aktifler	15.000.000.-	Toplam Borçlar	15.000.000.-
Sabit Aktifler	25.000.000.-	Ödenmiş Sermaye	10.000.000.-
		(Nominal değeri 1000 TL. olan 10.000 hisse)	
		Sermaye Üstesi	5.000.000.-
		Yedek Akçeler	10.000.000.-
	<hr/>		<hr/>
	40.000.000.-		40.000.000.-

(7) Pınar Bakır, *İşletmeler Açısından Temettü Politikası*, İstanbul İktisat ve Ticari İlimler Akademisi Yayını, No: 1976/9 İstanbul, 1976, s. 47.

(8) Rüştü Erimez, *Vergi Hukuku ve Özel Hukuk Açısından Şirketlerde Kâr Dağıtımı ve Yedek Akçeler*, Genişletilmiş ve Geliştirilmiş İkinci Baskı, Ercivan matbaası, İstanbul, 1976, s. 337.

Söz konusu firmanın sermayesini yedek akçelerden karşılamak üzere % 20 artırdığım varsayarak sermaye yapısının yeni görünümü şöyle olacaktır:

Senet Temettüden Sonraki Bilançi			
Cari Aktifler	15.000.000.-	Toplam Borçlar	15.000.000.-
Sabit Aktifler	25.000.000.-	Ödenmiş Sermaye	12.000.000.-
		(Nominal değeri 1000 TL. olan 12.000 hisse)	
		Sermaye Üstesi	7.000.000.-
		Yedek Akçeler	6.000.000.-
	<hr/>		<hr/>
	40.000.000.-		40.000.000.-

Mevcut ödenmiş sermaye % 20 artırılarak 12 000 000 TL ye çıkarılmış; artan kısım yedek akçelerden karşılanmıştır. Buna karşılık şirket ortaklarına 2 000 adet ek hisse senedi dağıtılmıştır. Diğer yandan yine yedek akçelerden aktarma yapılmak suretiyle sermaye üstesi de 5 000 000 TL den 7 000 000 TL ye yükseltilmiştir. Bunun nedeni ise hisse senetlerinin borsa fiyatının nominal değerden yüksek olmasıdır.

Bu şekilde yapılan işlemle firmaya yeni bir kaynak girmediği gibi kazanç gücünde de bir artış olmamıştır. Böylece sonuçta yalnızca hisse senetlerinin sayısı çoğaltılmıştır. Yapılan işlem bu yönüyle hisse senetlerinin bölünmesi (Stock Split) gibidir⁽⁹⁾. Uygulama ve sonuçları itibariyle aynı olduğu için New York Menkul Kıymetler Borsası, mevcut hisselerin % 25 ve daha fazla oranda ek hisse senedi verilmesinin hisse senedi bölünmesi saymaktadır⁽¹⁰⁾.

O halde şirketler niçin bu yola başvurmaktadır? Bu sorunun cevabı daha çok hisse senetlerinin değerleriyle ilgili olduğu için bu konuyu ileride ayrıca ele alacağız.

(9) Hisse Senedi Bölünmesi, ortakların mevcut hisse senetlerini ortaklardan toplayarak, karşılığında 2 veya daha fazla sayıda hisse senedi vermesidir. 1000 TL nominal değerli hisse senedi yerine 500 TL nominal değerli 2 hisse senedi verilmesi gibi. Bu uygulama ne öz sermayenin kompozisyonunda ne de ödenmiş sermaye de değişiklik yaratmamaktadır. Firmalar çoğunlukla bu yolu borsada çok yükselen hisse senedi fiyatlarını düşürmek amacıyla başvurmaktadır. Türk Ticaret Kanunu da şirketlere böyle bir uygulama için izin vermiştir.

(10) J. Fred Weston-Eugene F. Brigham, *Essentials of Managerial Finance*, Fifth edition, The Dryden Press, Hinsdale, Illinois, 1979, s. 458.

1.2.2.2. Yeniden Değerleme Fonlarıyla Sermaye Artışı

Enflasyonist bir ekonomide işletmelerin sahip oldukları özellikle nakdi olmayan varlıkların değeri yükselir. Tarihsel maliyet verilerini kullanan geleneksel muhasebe sistemlerine göre oluşturulan hesap ve mali tablolarda, bu yükselişler izlenemez. Sonuçta her hesap dönemi işletmenin gerçek finansal durumunu gösterme yeteneğini belli ölçüde yitiren finansal raporlara, kaybettikleri yeteneği vermek için yeniden değerlendirme teknikleri uygulanır. Maksimum yarar sağlamak için yeniden değerlemenin tüm varlık ve kaynak kalemlerini kapsamaması gerekir. Ancak özellikle vergi gelirlerinde yaratacağı azalışlar nedeniyle yeniden değerlendirme, genellikle kişi, kurum, varlık, kaynak ve değer ölçeğinde sınırlı tutulmaktadır⁽¹¹⁾.

Türkiye'de ihtiyari bir müessese olarak düzenlenen yeniden değerlemeyi, bilanço esasına göre defter tutan gelir ve kurumlar vergisi mükellefleri yapabilmektedir. Kısmî nitelikteki yeniden değerlemede belli istisnalar dışında yalnızca amortisman tabi iktisadi kıymetlerle bunlar için ayrdan amortismanlar yeniden değerlendirme kapsamı içindedir.

Usulüne uygun olarak yapılan yeniden değerlendirme sonrası ortaya çıkacak değer artışları, gelir vergisi mükelleflerince pasifte ayrı bir hesapta tutulur ve sermaye veya başka bir hesaba aktarılmaz. Aktarıldığı takdirde vergilendirilir. Kurumlar vergisi mükellefleri ise yeniden değerlendirme fonunu ayrı bir hesapta tutabileceği gibi sermayeye de ekleyebilir. Her iki durumda da yeniden değerlendirme ile yaratılan hesabi fon öz kaynakların bir unsuru olmakta ve toplam öz kaynakta artış şeklinde kendini göstermektedir.

Yeniden değerlendirme fonlarının sermayeye eklenmesi durumunda şirketin mevcut ortaklarına hisseleri oranında bedelsiz hisse senedi verilmektedir. Böylece yeniden değerlemeye tabi varlıklarda meydana gelen değer artışları için ortaklara sahiplik belgesi verilmiş olmaktadır. Zaten bu varlıkların sahibi doğal olarak ortaklardır ve ortakların bu şekilde yapılan sermaye artırımını sonucu verilecek hisselerden yoksun bırakılması düşünülemez.

Uygulamada bedelsiz sermaye artırımlarının kaynağını genellikle yeniden değerlendirme fonları oluşturmaktadır. Bedelsiz sermaye artırımını ise genel olarak nakdi (bedelli) sermaye artırımını ile birlikte gerçekleştiril-

(11) Ömer Lalik, "Yeniden Değerleme" *Uygulamalı Mevzuat Dergisi*, Yıl: 1, Sayı: 2 (Ocak) 1990, s. 3-4.

mektedir. Nakdi sermaye artırımlarında ortaklar rüçhan haklarını kullanmazlar ve hisse senetleri piyasa değerlerinin altında satışa sunulursa üçüncü kişilerin şirketteki birikmiş zenginliğe düşük bir bedel ödeyerek sahip olacağını önceki kısımlarda vurgulamıştır. Daha sonra yapılacak bedelsiz sermaye artırımında alacağı ek hisselerle yeni kişiler bununla ilgili hak belgesi niteliğindeki hisseleri alacaktır. Bu durum açıkça eski ortakların haklarının (varlıklarının) başkalarına devri sonucunu doğuracaktır. Bu haksızlığın önüne geçmek için, Sermaye Piyasası Kurulu bir düzenleme yapmıştır. Buna göre ortaklıklar, nakit karşılığı sermaye artırımlarında, yeniden değerlendirme değer artış fonundan en az nakit karşılığı artıracakları sermaye kadar miktarı sermayelerine ekleyerek, karşılığında artırımdan önceki sermayeyi temsil eden hisse sendi sahiplerine bedelsiz hisse senedi vermek zorundadırlar⁽¹²⁾. Doğal olarak bu eklemenin yapılabilmesi için bahsedilen fonda yeterli miktarın bulunması gerekecektir.

Anonim ortaklar yeniden değerlendirme yaparak belirledikleri yeni değer üzerinden amorsitman ayırdıkları için, fiktif kârlar üzerinden daha fazla vergi ödeme ve kârpayı dağıtma yükünden bir ölçüde kurtulmuşlardır. Böylece yeniden değerlendirme işletmelere büyük ölçüde oto-finansman olanakları sağlamıştır. Bu nedenle ihtiyari olmasına rağmen hemen bütün halka açık ortaklıkların yeniden değerlendirme yaptıkları görülmektedir⁽¹³⁾.

1.2.2.3. Serbest Yedek Akçeler ve Yeniden Değerleme Fonları ile Sermaye Artırımı Arasındaki Farklar

Daha önce belirttiğimiz gibi, teknik yönüyle her iki şekilde de bilançosunun pasifinde mevcut olan fonların ödenmiş sermayeye eklenmesi sözkonusudur. Bu işlemin yapılması ile her iki işlemde de işletmeye yeni bir değer eklenmemekte; işlem hesabî bir aktarmadan öteye gitmemektedir. Ancak nitelik ve yarattığı bazı sonuçlar bakımından bu iki artırım arasında farklılık vardır. Bunlar şöyle sıralanabilir:

– Serbest ihtiyatlardan sermaye artırımı yoluna gidilmesi vergi bakımından şirkete bir fayda sağlamaz. Çünkü dağıtılmayan kârların vergisi önceden ödenmiştir. Oysa yeniden değerlemenin daha önce belirtildiği gibi kurumlara vergi yönünden faydası vardır. Ödenmeyen vergi şirket

(12) Nakit Karşılığı Sermaye Artırımında Yeniden Değerleme Değer Artış Fonunun Tabi Olacağı İşlem Hakkında Esaslar, 4.4 1985 tarih ve 181715 sayılı Resmî Gazete.

(13) Muharrem Karşlı, *Sermaye Piyasası, Borsa Menkul Kıymetler*, 2. Baskı, Kırıl Matbaası, İstanbul, 1990, s. 35.

bünyesinde kalacağı için gelecek yıllarda kârlılık ve mali gücün artması sonucunu doğurabilecektir.⁽¹⁴⁾

– Dağıtılabilir kârdan karşılanmak suretiyle yapılan sermaye artırı-
mı, şirketçe hisse senedi sahiplerine dağıtılması olanak içinde olan bir
unsurun, sermaye dönüştürülerek dağıtılmaz hale getirilmesidir. Bu ger-
çek anlamda bir otofinansman olduğu için, şirketin mali gücünün ve do-
layısıyla şirkete ilişkide bulunanların güvenliğini artıran bir işlemdir.⁽¹⁵⁾

2. Bedelsiz Sermaye Artırımlarının Sermaye Piyasalarına Etkileri

Özellikle yeniden değerlemenin sürekli hale getirilmesi ve konuyla il-
gili düzenlemenin değer artışlarını sermayeye eklemeyi teşvik etmesi ne-
deniyle ortaklıklar son yıllarda önemli ölçüde sermaye artışına yönelmiş-
lerdir. Nakdi sermaye artırımına ek olarak yüksek oranlarda bedelsiz
sermaye artırımını da yapan şirketler sermayelerini beş-on kat artırarak
yatırımcıların gözünde olumlu imajlar yaratmışlardır. Bedelsiz hisse se-
nelerinin Türk sermaye piyasalarına etkileri aşağıda ele alınmaktadır.

2.1 Ortaklıklar Açısından Bedelsiz Sermaye Artırımı

Bedelsiz sermaye artırımlarıyla ödenmiş sermayelerini artırma yolu-
na giden ortaklıklar, çoğunlukla, bunun yanında nakdi sermaye artırımını
da gitmişlerdir. Yıllar önce kurulmuş ortaklıkların hisselerini uzun
yıllar elinde tutan hisse sendi sahibine eski hisse senedinin adeta "yav-
ruladığı" veya çoğaldığının gösterilmesi, yatırımcıların gözünde hisse se-
nedinin önemini artırmıştır. Bu nedenle nakdi sermaye artırımını eski or-
taklar tarafından kolayca kabul edilmiş; bedelsizler yanında bedelli his-
seler de satılmıştır.

Serbest yedeklerle, yeniden değerlendirme sonucu oluşan fonların da
yapları oranında sahibi olan özellikle küçük yatırımcılar, bu fonları da
içeren finansal tabloları okuyacak ve değerlendirecek bilgi birikimine ve
deneyime çoğunlukla sahip değillerdir. Sermaye artırımına gidilmek ve
bedelsiz hisse senetleri vermek suretiyle hem sermaye fonlarının gerçek
sahiplerinin şirket ortakları olduğu belgelenmiş; hem de sözkonusu or-
taklar bilgilendirilmişlerdir. Bu durum şirket yönetimine olan güveni de

(14) a.g.e., s. 396.

(15) Erimez, a.g.e., s. 337.

artırıcı bir etki yaratmıştır. Böylece ortaklıklar, bedelsizlerin "tatlandırıcı" etkisiyle ucuz kaynak sağlama olanağı bulmuşlardır.

Nitekim son yıllarda özellikle İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında kayıtlı şirketlerin yoğun olarak sermaye artırımına gittikleri gözlenmektedir. Aşağıdaki tablo, 1983-1989 yılları arasında yapılan toplam sermaye artırımlarını göstermektedir:

Tablo: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)
I. Pazar Şirketlerinin 1983-1989 Yılları Arasındaki
Sermaye Artırımları (Milyon TL.)

Yıllar	1983	%	1984	%	1985	%	1986	%	1987	%	1988	%	1989	%
Sermaye														
Ödenmiş Sermaye (Yılbaşı itibarıyla)	34.558		80.457		152.865		221.026		305.356		469.904		830.475	
Bedelli Sermaye Artırımları	21.648	62,63	23.126	28,74	37.332	24,42	41.235	18,65	98.735	32,33	228.587	48,65	557,1	67,08
Bedelsiz Sermaye Artırımları	24.251	70,77	49.282	61,25	30.829	20,16	43.095	19,5	65.813	21,55	131.984	28,08	490.221	59,02
Toplam Sermaye Artırımları	45.899	132,8	72.408	89,99	68.161	44,58	84.33	38,15	164.548	53,88	360.571	76,73	1.047.321	126

* 1988 yılında İMKB birinci pazar şirketleri arasında yer alan, 1989 yılında ise II. pazar şirketi konumuna düşen şirketlerle birinci pazara yeni alınan şirketler dikkate alınarak yeniden hesaplama yapılmıştır.

Kaynak: İMKB Yıllık Faaliyet Raporları ve Karşı, age, s. 451'den yararlanılarak düzenlenmiştir.

Tablo incelendiğinde 1983-1989 yılları arasında büyük oranlı sermaye artışlarının olduğu görülmektedir. Söz konusu dönemler arasında toplam sermaye yaklaşık 53 kat artmıştır. Bu artışın 29 katı bedelli veya nakdi sermaye artırımları, 24 katı ise bedelsiz sermaye artırımını şeklindedir. Başka bir ifadeyle 1983 yılbaşı İMKB I. pazarındaki şirketleri temsil eden 1 adet hisse senedini elinde bulunduran bir yatırımcı-rüşhan haklarını kullanması koşulu ile-1989 yılı sonunda 54 (1+53) hisse senedine sahip olmaktadır. 1983-1989 yılları arasındaki sermaye artırım oranı ise yıllık olarak % 77 civarındadır.

Yıllar itibarıyla sermaye artırım oranları incelendiğinde yeniden değerlendirme ile ilgili düzenlemelerin yapıldığı ilk yıllar sermaye artışlarının

yüksek olduğu göze çarpmaktadır. Söz konusu yıllarda bedelsiz sermaye artırımını da bedelli artırımdan yüksek oranlarda gerçekleştirmiştir. Özellikle bedelsiz hisse senedi dağıtım miktarındaki artışlar, 1983 yılında hisse senetlerinde görülen hızlı değerlenmenin başlıca nedeni olarak gösterilmektedir⁽¹⁶⁾. Borsa indeksinin büyük yükselme gösterdiği 1989 yılında da sermaye artırımları % 120 oranında gerçekleşmiştir. Sermaye artırımlarındaki bu artışlar, toplam aktiflerin daha büyük bir kısmının öz varlıkla finanse edilmesi ve borçların görece ağırlığının azalması sonucunu doğurmuştur. Böylece bir yandan mali yapı güçlenirken diğer yandan mevcut alacaklar için firmaların güvenliği de artmıştır.

Borsa da hisseleri işlem gören ortakların Öz Varlıkları / Toplam Aktif oranları 1988'de ortalama % 44.8 den 1989'da % 48.7'ye yükselmiştir. 1990'ın 6 aylık verilerine göre ise oran % 51.8 olmuştur. Bu oranları İstanbul Sanayi Odasının yaptığı 500 Büyük Sanayii Kuruluşu çalışmalarına göre 1988 ve 1989 yılları için sırasıyla % 41.6 ve % 42.4 olarak bulunmuştur. Toplam Borç / Özsermaye oranları da aynı çerçevede düşüş göstermiştir. 1988'de % 168.4 olan oran, 1989'da % 144.9'a düşmüş 1990'm ilk 6 ayında ise az bir yükselme ile % 152.2 olmuştur⁽¹⁷⁾. Bu oranın küçülmesi de bilindiği gibi şirketlerin mali yapıları açısından olumlu bir gelişme göstergesi sayılmaktadır.

Bedelsiz sermaye artırımlarının ortaklıklar açısından bir başka yararı da kurum sermayesine dayanılarak sağlanabilen kaynakların temin edilmesini kolaylaştırmasıdır. Bu duruma örnek olarak tahvil çıkartılması gösterilebilir⁽¹⁸⁾. Sermaye Piyasası Kanununa tabi olmayan anonim ortaklar ancak ödenmiş sermayeleri kadar tahvil çıkarabilmektedir. Bu yollarla ödenmiş sermayelerini artıran ortaklıklar, daha fazla tahvil çıkarabilme olanağını elde etmiş olurlar.

2.2. Bedelsiz Sermaye Artırımlarının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkileri

Daha önce belirttiğimiz gibi iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımını firmalara yeni bir değer katmamaktadır. Başka bir ifadeyle yapılan şey, sonuç yaratmayan bir muhasebe kaydından ibarettir. Söz konusu işlem, faaliyet sonuçlarını da olumlu yönde etkilemediği için, işletmenin

(16) Karşlı, a.g.e., s. 34.

(17) Nevzat Onaran, Nevzat "Şirketler Özkaynaklara Yöneliyor" **Para Haftalık Borsa Dergisi**, Sayı: 34, (16-22 Eylül) 1990, s. 58.

(18) Güvemli, a.g.e, s. 108.

kârlılığında bir artışa da yol açmaz. Ancak sonuçta hisse senedi sayısı arttığı için ve gelir daha fazla sayıda hisseye bölüldüğü için bu durum hisse senetlerinde "sulandırma" etkisi yaratacaktır. Başka bir anlatımla hisse başı kârda azalma olacak bu da hisse senetlerinin fiyatında düşüşe yol açacaktır.

Bu durumu Bir örnek üzerinde açıklarsak konu daha iyi anlaşılacaktır:

ABC Ortaklığının Sermaye Artırımından Önceki Durumu

Ödenmiş Sermaye	400 000 000 TL
Dağıtılabilir Dönem Kârı	300 000 000 TL
Mevcut Hisse Senedi Sayısı	400 000 adet (1000 TL Nominal Değerli)
Hisse Başı Kâr (HBK)	750 TL

Ortaklık % 20'si serbest yedeklerden, % 30'u yeniden değerlendirme değer artış fonundan karşılanmak üzere % 50 bedelsiz sermaye artırımına gitmiş ve ortaklarına 1000 TL nominal değerli bedelsiz ek hisse senetleri vermiştir.

Sermaye Artırımından	Sonraki Durumu
Ödenmiş Sermaye	600 000 000 TL
Dağıtılabilir Dönem Kârı	300 000 000 TL
Yeni Hisse Senedi Sayısı	600 000 adet
HBK	500 TL

Ortaklık Hisse Senetlerinin fiyat/kazanç oranını 7.5 kabul edersek; sermaye artırımı öncesi ve sonrasında fiyat aşağıdaki gibi olacaktır:

	HBK	Fiyat/Kazanç Oranı	Piyasa Fiyatı
Sermaye Artırımından Önce	750	7.5	5625 TL
Sermaye Artırımından Sonra	500	7.5	3750 TL

Sermaye Artırım sonrasında ortaklığın hisse senetlerinin fiyatının teorik olarak sermaye artırım oranında (% 50) düştüğü görülmektedir.

Ancak bu düşüş ortaklığın toplam piyasa değerinde bir değişiklik yaratmamıştır. Sermaye artırımından önce 2.250 milyon TL (5625 x 400 000) olan toplam piyasa değeri sermaye artırımından sonra da 2.250 milyon TL (3750 TL x 600 000) olarak kalmıştır.

Söz konusu sermaye artırımını, hisse sayısındaki artışa paralel olarak hisse başı kârda düşüş yaratmasına rağmen ortakların bu hisse senetlerini satmayacaklarını varsayarak hissadarların alacakları toplam kârpayı geliri değişmeyecektir⁽¹⁹⁾. Ancak bedelsiz hisseler yeniden değerlendirme sonucu yaratılan fonlardan kaynaklanmışsa, bu durum işletmenin kârları üzerinde olumsuz etki de yapabilir. Kârın kısa dönemde olumsuz etkilenmesinin nedeni yeniden değerlendirme ile sabit varlıkların değerlerinin yükselmesi ve bu yüksek değerler üzerinde amortisman ayrılmasıdır. Ancak bilanço kârının bu şekilde azaltılması, şirketin gerek devlete ödeyeceği vergileri, gerekse ortaklara dağıtacağı kârpayılarını azaltacağı için daha önce belirtildiği gibi otofinansman olanakları büyük ölçüde artacaktır. Bu da uzun vadede şirketlerin, devletin ve ortakların lehine bir durumdur.

Bedelsiz sermaye artırımları sonrasında hisse başı kârın mutlaka azalacağı da söylenemez. Firmaların bu şekilde sermaye artırımından borra dağıttığı hisse başı kârı değiştirmemesi, ya da sermaye artırım oranından düşük oranda azaltılması halinde, bu durum doğal olarak ortakların toplam nakdi kârpayılarını da artırır. Böylece hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında da görece olarak daha düşük oranda bir düşüş yaşanır. Yukarıda verdiğimiz ABC ortaklığı örneğinde hisse başı kârın 750 TL den örneğin 600 TL ye düştüğünü varsayalım. Bir hisse senedine sahip ortaklığın sermaye artırımından alacağı kârpayı (500x1.5) değil; 900 TL (600x1.5) TL olacaktır. Bu durumdan hisse senedi fiyatları da olumlu yönde etkilenecektir. Fiyata yansıyan olumlu etki ise şöyle açıklanabilir:

Sermaye artırımından sonra, hissebaşı kâr 750 TL den 600 TL ye düştüğüne göre oransal azalış % 20 (750-600/750) dir. Hissebaşı kârdaki bu oransal düşüşün hisse senedinin fiyatına da aynen yansıdığı teorik olarak kabul edilirse fiyat 5625 TL DEN 3750 TL ye değil 4500 TL ye [5625 (1-0.20)] düşecektir. Fiyat kazanç oranı olan 7.5 'un 600 TL paybaşı kazançla çarpımı da aynı sonucu vermektedir.

Kârpayılarının hisse senedi olarak ödenmesi ile ilgili ampirik çalışmalar da bu teorik sonuçları doğrular niteliktedir. 1958'de Barken tara-

(19) R.Metin Türko, Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayını, No: 82, Erzurum, 1985, s. 85.

findan yapılan, daha sonraki yıllarda birkaç kez tekrarlanan ve sonuçları hala geçerliliğini koruyan bir çalışmaya göre: Hisse senedi artışı beraberinde nakdi kârpayı artışı da getiriyorsa ilgili firmaların hisse senetlerinin değeri ek kârpayı verilmesinden 6 ay sonra % 8 oranında yükselmektedir. Nakdi kârpayından artırış olmamışsa hisse senetlerinin sayısının artmasından sonraki 6 ay içinde hisse senetlerinin değerleri % 12 düşüş göstermektedir. Buna göre ana belirleyici kazançlar ve kârpaylarındaki eğilimler olmaktadır⁽²⁰⁾.

Bedelsiz sermaye artırılması sonucu hisse senetlerinin sayısının artması ve hisse başı kârın azalmasıyla piyasa fiyatlarında meydana gelen düşme, firma tarafından özellikle istenen bir durum da olabilir. Borsada hisse senetlerinin fiyatları çok yükselmiş; bu yüzden sözkonusu hisseler düşük gelirli potansiyel yatırımcıların ilgisi azalmış olabilir. Bu durum hisse fiyatlarındaki artış trendinin düşmesine ve hatta durgunluğa neden olabilir. Böyle bir durumda firma hisse sendi. sayısını çoğaltarak fiyatların düşmesini sağlar ve hisse senetleri daha geniş bir yatırımcı kitlesinin işlem yaptığı yatırım araçları haline gelir⁽²¹⁾. Sonuçta hem işlem hacim ve miktarı artar hem de fiyatlar yeniden yükselme trendi gösterebilecek düzeye çekilmiş olur. Barker'in yukarıda anılan çalışması, firmaların toplam piyasa değerine etkisi ne olursa olsun, hisse senetlerinin bölünmesi ve kârpaylarının hisse senedi olarak ödenmesinin hisse sendi sahipliğini önemli ölçüde yaygınlaştırdığını ortaya koymuştur⁽²²⁾.

2.2.3 Bedelsiz Sermaye Artırımlarının Türkiye'de Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi

Önceki açıklamalarda ortaya konduğu gibi, bedelsiz sermaye artırımları ancak kârda meydana gelen artışlarla beraber sözkonusu ise hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu etkiler yaratır. Türkiye'de gerek yatırımcı kamuoyu gerekse bu kamuoyunu oluşturan çeşitli yayınlar bedelsiz sermaye artırımına çok büyük önem vermektedir. Sermaye artırımını öncesinde özellikle bedelsiz artırımının yüksek oranda olacağı şeklindeki bilgi ve duyular, hisse senetlerinin fiyatlarını dramatik bir şekilde yükseltmektedir. Bu konuda söylenti ve maksatlı haberler yayılarak fiyatlar şif-

(20) Weston-Brigham, a.g.e., s. 459; C. Austin Barker "Evaluation of Stock Dividends", *Harvard Business Review* 36 (July-August) 1958, pp. 99-114'den naklen.

(21) Ali Sait Yüksel ve Gültekin Rodoplu, *Sermaye Piyasası*, Filiz Kitabevi, İstanbul 1980, s. 82

(22) Weston-Brigham, a.g.e., s. 459-460.

şirilmekte yatırımcıların bilgisizliğinden yararlanarak "enformatik spekülasyonlar"la haksız kazançlar sağlanabilmektedir⁽²³⁾. Borsada şirketlerin "en iyileri" belirlenirken daha çok yeniden değerlendirme fonları dikkate alınarak belirlenen "sermaye artırım potansiyeli"ne tercihte önemli bir ağırlık verilmektedir⁽²⁴⁾.

Gelişmiş bir sermaye piyasasında normal olarak hisse senedi fiyatları, şirketlerin kârlılığından etkilendiği gibi, finansal yapısında da fiyatlarla da yansması gerekir. Bunu rağmen özellikle ülkemiz de bedelsiz sermaye artırım beklentilerinin hisse sendi fiyatlarını yükseltmesinin iki nedeninden bahsedilebilir: Birinci neden, dolaşımdaki hisse senetlerinin fiyatlarının gerçek değerlerinin altında olması olasılığıdır. Böyle bir durum söz konusu ise hisse senetlerinin, sahiplerine bedelsiz hisse senedi sağlama potansiyeli, yatırımcı tarafından sahip olunan hisselerin sayıları yanında tutarlarının da artacağı şeklinde algılanacaktır. Borsanın son yıllarındaki olumlu gelişmesi ve başka bankalar olmak üzere, bir çok sermaye piyasası kurumunun borsaya yoğun ilgisi bu olasılığı zayıflatmaktadır.

Türkiye açısından sözkonusu edilebilecek daha önemli bir neden ise bir ekonomik nedene bağlı olmaksızın yatırımcı kamuoyunun bu konudaki yanlış koşullanmışlığıdır. Genel kanı, bedelsiz hisselerin fiyatları artıran en önemli etken olduğu şeklinde ise piyasasını bu yanlışından yararlanılarak kazançlar sağlanabilir. Şirketler, yatırım sahiplerinin bilgisizliğinden yararlanarak yarattıkları bu havayla hisse senetlerini yüksek fiyatlara satarak bir değer artışı yaratabilirler⁽²⁵⁾. Eğer durum böyleyse—ki çoğunlukla böyledir—bu yanlışlığı ortadan kaldırmak için uğraşmak gerekir. Çünkü yanlışlığa dayalı kazanç ve primler sürekli olmadığı

(23) Bu konudaki en tipik örnek geçen yıl yaşanan Çukurova Elektrik olayıdır. İmtiyazlı statüde olduğu için yasal yünden yeniden değerlendirme yapma olanağı bile bulunmayan söz konusu şirketin 20 kat bedelsiz hisse senedi vereceği şeklinde haber çıkmıştır. Bunun üzerine o tarihte borsa fiyatı 14.750 TL olan şirketin hisse senedi fiyatları borsada 20.000 TL.'ye "Sokak borsası"nda ise 30.000 TL.'ye fırlamıştır. Söylentinin asılsız olduğunun anlaşılması üzerine fiyatlar büyük bir düşüş göstermiş ve bir çok yatırımcı zarara uğratılmıştır. (Bkz. Mustafa Kutlay "1'e 1.000 verelim" Para Dergisi Sayı: 37 (7-13 Ekim) 1990, ss. 12-16.

(24) **Ekonomist Dergisi**, Sayı: 10-11, (10-17 Mart) 1991. Gazete ve Ekonomi dergileri yatırımcı kamuoyunu büyük ölçüde etkilemektedir. Yapılan bir araştırmaya göre yatırımcıların % 53'ü borsayı gazete ve dergilerden, % 17'si söylenti ve tavsiyelerle hareket ediyor. Aracı Kurumların danışmanlık hizmetlerinden ise yatırımcıların ancak % 9'u yararlanmaktadır: Seval Yarışan "Tasarruf Ögelerinin (Özellikle Hisse Senedinin) Tasarruf Sahipleri üzerindeki Etkileri", Para Dergisi, sayı: 33 (9 Eylül) s. 13-14.

(25) Yüksel ve Erdoğan, a.g.e., s. 82.

gibi olayın anlaşılması halinde kamuoyunun sermaye piyasalarına olan güvenini sarsıcı olumsuz bir etki yaratacaktır. Bu durumu düzeltmek için özel sektör için ihtiyari olan yeniden değerlendirme uygulamasının ve bu yolda oluşan fon tutarlarının sermaye eklemesinin zorunlu hale getirilmesi önerilmektedir⁽²⁶⁾.

Sonuç

Firmalar, gerek faaliyetlerinin gerektiği fonları temin etmek, gerekse yapacağı yeni yatırımlar veya genişleme yatırımları için iç ve dış kaynaklarından sermaye temin etmek zorundadırlar. Bu kaynakların sağlanması, optimal bir bileşiminin oluşturulması ve rasyonel bir şekilde kullanılması finansçıların ilgi alanı içindedir.

Firmaların sahip ve yöneticileri tarafından sağlanan özkaynakların artırılması dış kaynaklardan sağlanan fonların maliyetinin oldukça yüksek olduğu ülkemizde büyük önem arz etmektedir. Bazı yasal düzenlemelerin bunu teşvik etmesi ve sermaye piyasalarında hisse senetlerine olan ilginin artması şirketlerin de sermaye artırımına rağbet etmeleri sonucunu doğurmuştur.

Anonim ortaklık şeklinde kurulmuş firmaların yaptığı sermaye artırımları iki katagori içinde ele alınabilir: Birincisi ortak veya üçüncü kişilere yeni hisse senetleri çıkararak bedellerinin tahsil edilmesi şeklinde nakdi (bedelli) sermaye artırımındır. İkinci türde firma varlıklarına yeni varlıklar eklenmemekte yalnızca fonlar hesaben kaydırılmaktadır. Bu tür sermaye artırımında ortaklara yine ek hisse senetleri verilmekte, buna karşılık, bir bedel alınmamaktadır.

Nakdi sermaye artırımında genellikle şirketteki pay oranını korumak ve şirkete biriken zenginliklerin düşük bedelle devrinin önüne geçmek için eski ortağa yeni çıkarılacak hisse senetlerinden öncelikle alma hakkı tanınmıştır. Bedelsiz sermaye artırımında ise, mevcut fonların gerçek sahibi hisse senedi sahipleri olduğu için yeni hisselerin doğal sahipleri de onlardır. Bu hakkın başkasına verilmesi söz konusu değildir.

Özellikle ülkemizde yatırımcıların büyük önem verdiği bedelsiz sermaye artırımları serbest yedek akçeler ve dağıtılabilir kârın sermayeye

(26) Hüseyin Cankurtaran "Bedelsiz Bedeli" *Ekonomik Panorama*, Yıl: 3 Sayı: 35 (14 Ekim) 1990, s. 66.

eklenmesi ile yapılabildiği gibi, çoğunlukla yeniden değerlendirme ile yaratılan fonun sermayeye eklenmesi şeklinde gerçekleştirilmektedir. Her iki şekilde de hisse senedi sayısı arttığı halde firmanın kazancında bir değişme söz konusu olmadığı için hisse başı kâr azalmaktadır. Bunun doğal sonucu olarak hisse senedi fiyatları da düşüş göstermektedir. Ancak bu durum eski hisse senedi sahibi açısından bir zarara yol açmamaktadır. Çünkü hisse başı kârda meydana gelen düşmeye rağmen hisse senedi sayısı arttığı için, toplam kârda azalma olmamaktadır.

Hisse senetlerinin sayı olarak çoğalması eğer kârlılık da bir artışla beraber söz konusu ise bu durumda yatırımcının sağlayacağı kârpayı gelirleri artacağı gibi, hisse senetlerinin değerindeki değişmeler de yatırımcının lehine bir durum yaratacaktır. Hisse senetlerinin değerinde meydana gelen düşmeler, daha geniş bir yatırımcı kitlesinin potansiyel müşteriler olabilmesini sağladığı için, ilgili ortaklık tarafından özellikle istenebilmektedir. Böylece bir taraftan fiyatlar da meydana gelen durgunluk ya da düşmenin önüne geçilirken diğer yandan hisse sendi sahipliği de yaygınlaşmış olmaktadır. Bu hususlar yapılan ampirik çalışmalarla da doğrulanmıştır.

Türkiye'de son yıllarda borsanın da gelişmesiyle şirketler büyük oranda sermaye artırımları gerçekleştirmişlerdir. Borsanın I. pazarına kayıtlı şirketlerin sermaye artırımları 1983-1990 yılları arasındaki yaklaşık 53 kat olmuştur. Yıllık birleşik değer olarak ise artışlar % 77 civarındadır. Bu yoğun sermaye artırımları, firmaların özkaynağa daha fazla yönelmeleri sonucunu doğurmuştur. Bedelsiz sermaye artırımları sonucu verilen hisse senetleri, bir yandan, nakdi sermaye artırımlarını kolaylaştırıcı bir etki doğururken, hisse senetlerine olan ilginin artmasında da önemli rol oynamıştır.

Yapılan yayınların da etkisiyle yatırımcılar bedelsiz sermaye artırımlarına büyük önem vermişler, dolayısıyla da hisse senetlerinin fiyatlarının artmasında bu tür sermaye artırım beklentileri oldukça etkili olmuştur. Yeni bir kaynağın yaratmadığı yalnızca hesabi nitelikteki sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki bu yükseltici etkisi iki nedene bağlanabilir. Birincisi borsada oluşan fiyatların olması gereken gerçek fiyatların altında olmasıdır. Bu durumda bedelsizlerle bu düşük fiyatlar adeta telafi edilmiş olmaktadır. İkinci ve belkide en önemli neden ise, bu konudaki yanlış koşullanmadır. Bu genel yanılgıda hisse senedi fiyatlarını yükseltici bir etki yaratmaktadır. Bu durumdan hem firmalar, hem bazı yatırımcılar hem de aracı kurumlar kazanç elde edebilirler. Ancak