

CEF

CENTER OF EXCELLENCE
IN FINANCE
SABANCI UNIVERSITY

ARAŞTIRMA RAPORU

ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI PİYASASI

Kurucu Sponsor

AKBANK

Sabancı
Universitesi

ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI PİYASASI

Doç. Dr. Evrim Akdoğu
Dr. S. Burcu Avcı
Doç. Dr. Şerif Aziz Şimşir

1. GİRİŞ

Finansman kararları ve sermaye yapısının belirlenmesi, firmaların aldığı stratejik kararlar içerisinde en önemli yapıtaşlarını oluşturur. Özellikle dış kaynaklara olan finansman ihtiyacının hisse senedi ya da tahvil ihraç ederek karşılanmasının kendine özgü avantaj ve dezavantajları bulunur. Dolayısıyla bu kararların firma hisse senedi üzerinde de etkilerini görmek zaman zaman mümkündür. Çoğunlukla gelişmiş ülke bazlı firmalar kullanılarak yapılan ampirik çalışmalarda, yeni pay ihracının şirketlerin mevcut pay getirilerinde ciddi bir düşüşe yol açtığı görülmektedir (Asquith ve Mullins, 1986; Masulis ve Korwar, 1986; Antweiler ve Frank, 2006). Fakat tahvil ihraç ettiklerinde şirketlerin hisse senedi piyasasında yaşadıkları etki konusunda tam bir konsensüse varılamamıştır.

Pay ihracı üzerine yapılan çalışmalar gibi tahvil ihracı çalışmalarında da örneklem çoğunlukla gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren firmaları içermektedir. Gelişen ülke piyasaları üzerine yapılan çalışmalar, finansal veriye erişimde yaşanan sorunlardan ve ülkelerin kendine has özelliklerinden dolayı çok daha kısıtlı sayıda kalmıştır. Farklı ülkelerdeki firmalar kullanarak yapılan araştırmalarda, her ne kadar tüm ülkelerde sermaye yapısını etkileyen değişkenlerin benzerlik gösterdiği belirtilse de aynı zamanda her ülkede sistematik farklılıklar da görüldüğü vurgulanmıştır (Rajan ve Zingales, 1995; Booth vd., 2001). Bu da özellikle Türkiye gibi gelişen piyasalardaki çalışmaların ne kadar önem arz ettiğini göstermektedir. Buradan yola çıkarak, bu çalışma 2010-2018 yılları arasında, Türkiye’de Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasası’nda, ihraç edilen özel sektör borçlanma araçlarını incelemek ve borçlanma aracı ihracının firmaların pay senedi performansını nasıl etkilediğini belirlemek için yapılmıştır.

Tahvil ihraç kararının pay senedi üzerindeki etkisini yorumlarken sermaye teorisi üzerine yapılan çalışmalar bize yol gösterir. Borçlanma aracı ihraç ettikten sonra bir firmanın pay getirileri artıyorsa, borçlanmanın bu firma üzerinde olumlu bir etki yarattığını söylemek yanlış olmaz. Borç aracı ihracı vergi indirimine yol açacak (Modigliani ve Miller, 1963), ayrıca firma piyasaya borç alabildiğinin ve bu nedenle yatırım yapılabilir olduğunun sinyalini verecektir (Myers ve Majluf, 1984; Stein, 1992). Ayrıca borçlanma pazarı yatırımcıları firma faaliyetlerini düzenli olarak gözlemleyecekleri için etkin olmayan yönetim

uygulamaları azalacak ve firma daha iyi yönetilecektir (Jensen ve Meckling, 1976; Jensen, 1986).

Borçlanma aracı ihracından sonra firma getirilerinde bir düşüş oluyorsa, firma finansman sıkıntısı çekiyor ve iflas maliyetleri yükseliyor (Brennan ve Schwartz, 1978) ya da doğru yatırımlar yapamadığı için finansman açığı ortaya çıkıyor (Miller ve Rock, 1985) diye yorumlanabilir. Bununla beraber borçlanma aracı ihracından sonra pay getirileri hiç değişmeyebilir. Bunun bir nedeni piyasanın borçlanma aracı ihracına değer vermemesi ve ihracı fiyatlandırmaması olabilir. Diğer bir nedeni ise borçlanmadan kaynaklı pozitif veya negatif pay getirisi değişimini başka bir nedenden kaynaklanan aksi yönde bir etkinin sönmülmesi olabilir. Örneğin, piyasa borçlanma aracı ihracına pozitif tepki gösterirken, aynı zamanda başka bir nedenden pay getirisini düşürecek bir olay söz konusu olmuşsa toplamda pay getirisi değişmemiş olabilir (Eckbo, 1986).

Türkiye özeline bakıldığında, çeşitli nedenlerden dolayı uzun süre özel sektör şirketlerinin borçlanma aracı ihraç edemediği, çok az sayıda ihraç edilen özel sektör borçlanma araçlarının ise aktif bir ikinci el piyasasının oluşmadığı görülmektedir. Bu sebepten şirketler dış kaynak temini konusunda genellikle banka kredilerine bağımlı olmak zorunda kalmıştır. Banka kredilerinin uzun yıllar boyunca dış finansmanda tek seçenek olması Türkiye’de faaliyet gösteren firmaları sermaye maliyetleri ve çeşitlendirme konularında sınırlamıştır. Bankalardan temin edilen kredilerin tutar ve vadelerinin esnek olmayışı, kredi yenilemede yaşanan zorluklar ve ekonomik daralma dönemlerinde yaşanan kredi sınırlamaları, firmaların hem günlük faaliyetlerini hem de uzun vadeli yatırımlarını olumsuz etkileyebilmektedir. Bu nedenle dış kaynak temininde alternatif olan ve daha serbest bir borçlanma alanı sağlayan kurumsal borçlanma pazarı ülkemizde son yıllarda yüksek talep görmekte ve hızla gelişmektedir.

Tüm bu unsurlar göz önünde bulundurularak, çalışmanın ilk bölümünde özel sektör borçlanma pazarı hakkındaki güncel mevzuata göz atılmış, borçlanma senedi ihraç etmek için firmaların atması gereken adımlar özetlenmiştir. Bir sonraki bölümde ülkemizdeki özel sektör ihraçlarının genel görünümüne bakılmış, Türkiye’de halen gelişmekte olan ihraç pazarının son 10 yıldaki değişimi hakkında bilgi verilmiştir. Bu bölümde öncelikle örnekleme oluştururken kullanılan

kaynaklar, sonrasında ise şirketlerin ihrac hacmi, ihrac limitleri ve kullandıkları satış yöntemleri detaylarına değinilmiştir. Ek olarak sektörlere göre gerçekleşen en büyük ihracatlar ve halka açık olan ve olmayan şirketlerdeki ihracatlar da incelenmiştir. Bir sonraki bölümde ise araştırma yöntemi tanıtılmış sonrasında ise şirket ihracatlarının hisse senedi piyasası üzerindeki etkileri hakkındaki bulgular gösterilmiştir. Sonuç bölümünde ise bulguların toplu bir özeti ile genel bir yorumu bulunmaktadır.

2. HUKUKİ ALTYAPI VE SÜREÇ

30 Aralık 2012'de yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Kanunu Türk sermaye piyasasına önemli değişiklikler getirmiştir. Söz konusu yeniden yapılandırma sürecinin bir parçası olan SPK Borçlanma Araçları Tebliği ise, borçlanma araçları piyasasında yeni düzenlemeler ile sermaye piyasalarının hukuki ve kurumsal altyapılarını yenilemiş ve Avrupa Birliği müktesebatına uyumlu hale getirmiştir. 18 Şubat 2017'de Borçlanma Araçları Tebliği'nin ihrac limitleri, bildirim yükümlülükleri, yetkili organların hukuki sorumlulukları ve kurul ücreti üzerine olan çeşitli maddeleri değiştirilmiş ve tebliğ bugünkü halini almıştır.¹

Kanunda borçlanma araçları, tahvil ve bonolar, paraya dönüştürülebilir tahviller, değiştirilebilir tahviller ve kıymetli maden bonoları olarak tanımlanmıştır (Madde 3c). Kanunda açıkça belirtilmeyen, fakat SPK'nın borçlanma aracı niteliğinde olduğunu kabul ettiği kira sertifikaları (sukuk), varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK), ipoteye dayalı menkul kıymetler (İDMK), varlığa teminatlı menkul kıymetler (VTMK), ipoteye teminatlı menkul kıymetler (İTMK) ve gayrimenkul sertifikaları da mevzuat kapsamında değerlendirilmektedir (Ertaş, 2013).

Kanuna göre, borçlanma araçları halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin ihrac edilebilir. Halka arz edilmeksizin yapılacak ihracatlar tahsisli satış ya da nitelikli yatırımcıya satış olmak üzere iki farklı şekilde gerçekleştirilebilir. Satışlar SPK'nın belirlediği ihrac limitleri (tavani) içinde kalmak kaydıyla farklı tertipler halinde yapılabilir. Bu tertiplerde farklı satış yöntemleri, faiz oranları ya da vadeler uygulanabilir. Yurtiçi ve yurtdışı satışlar için ayrı ayrı ihrac limitleri alma zorunluluğu vardır. Türkiye'de yapılacak ihracatlar

ihrac limitleri TL cinsinden belirlenir. Yurtdışında yapılacak satışlarda ise limit TL ya da döviz olarak belirlenebilir. Borçlanma araçlarının borsada işlem görmesi isteniyorsa SPK'nın yanı sıra Borsa İstanbul'a da başvuruda bulunmak zorunludur (Borçlanma Araçları Tebliği, Madde 4).

Borçlanma aracı ihrac kararı genel kurulda kararlaştırılması zorunlu bir karardır. Şirketin esas sözleşmesinde kararın yönetim kurulu tarafından alınabileceği belirtilmişse ya da kararın yönetim kuruluna devredileceği genel kurulda kararlaştırılmışsa ihrac kararını yönetim kurulu alabilir (Borçlanma Araçları Tebliği, Madde 5). İhracı yapan şirket halka açık ise alınan ihrac kararını hızlı bir şekilde Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden halka açıklamakla yükümlüdür.

Firma borçlanma aracı ihracına karar verdikten en geç bir yıl içinde SPK'ya başvuruda bulunur. SPK başvuruyu değerlendirir ve ihraca onay verirse firmaya bir ihrac limitleri belirler. Bu limit firmanın istekleri göz önüne alınarak kanuni ihrac limitleri sınırları dahilinde belirlenir. Başvurusu SPK tarafından kabul edilen firmalar, ihracı halka arz şeklinde gerçekleştireceklerse planlanan satış tarihinden en az beş gün önce onay almak için SPK'ya başvururlar. Eğer satış halka arz edilmeksizin yapılacaksa kurul iznine gerek kalmadan gerçekleştirilebilir. Satış yurtdışına satış şeklinde gerçekleştirilecekse yine satış tarihinden önce kurul onayı almak zorunludur (Borçlanma Araçları Tebliği, Madde 6).

Gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında ihrac edilecek borçlanma araçları Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde elektronik ortamda kayıt altına alınır. Yurtiçi ihracatlarda MKK, borçlanma araçlarını hak sahipleri bazında, yurtdışı ihracatlarda ise ihracatçının ve MKK üyesinin niteliğine göre hak sahibi bazında ya da toplu olarak izler (Borçlanma Araçları Tebliği, Madde 8).

Borçlanma aracı ihrac limitlerini SPK belirler. Limit belirlemede firmanın son hesap dönemine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları esas alınır. Halka açık şirketlerde limit firmanın özkaynak tutarının en fazla beş katı, halka açık olmayan şirketlerde ise limit firmanın özkaynak tutarının en fazla üç katı olarak belirlenir. Derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek üç kademesine denk gelen uzun vadeli yatırım notu alan banka ve finansal kurumların ihrac limitleri

yüzde yüz oranında arttırılabilir (Borçlanma Araçları Tebliği, Madde 9).

Borsada işlem görecektir olan borçlanma araçlarının alım satımı borsa düzenlemeleri çerçevesinde yapılır. Borsa İstanbul bünyesinde faaliyet gösteren Borçlanma Araçları Piyasası, bünyesinde birçok alt pazar barındırmaktadır. Bu alt pazarlardan en eskisi olan Kesin Alım Satım Pazarı 1991 yılında kurulmuştur. Özel sektör şirketlerinin borçlanma aracı ihraç etmediği uzun yıllarda bu pazar kamu borçlanma araçları için faaliyet göstermekteydi. Borçlanma Araçları Piyasası'nın diğer bir alt pazarı olan Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı (birincil pazar) 2010 yılında açılarak özel sektör borçlanma araçlarının artmasına katkıda bulunmuş ve pazarı canlandırmıştır. Uluslararası Tahvil Pazarı ise 2007'de kurulmuş ve 2013 yılında Borçlanma Araçları Pazarı bünyesine dahil edilmiştir. Bu pazarda firmalar dış borçlanma araçları ihraç edebilmektedirler.

3. VERİ KÜMESİ

Bu araştırmada Türkiye'de 1 Ocak 2010 ile 31 Aralık 2018 arasında yapılan özel sektör borçlanma aracı ihraçları incelenmektedir. Yapılan ihraçların listesi, SPK'nın internet sitesindeki İhraç ve Halka Arz Verileri bölümünden yıllar bazında çekilmiş ve birleştirilmiştir.² SPK yıllar itibarıyla kurula yapılan tüm ihraç başvuru bilgilerinin kaydını tutmakta ve yayınlamaktadır. Bu kayıtlarda ihraç yapmak için başvuran şirketlerin adları, ihracın ülke içinde ya da yurtdışında yapılacağı bilgisi, para birimi, ihraç yöntemi, SPK'ya yapılan başvuru tarihi, SPK'nın kabul veya ret tarihi ve SPK'nın belirlediği ihraç limiti ve gerçekleştirilen ihraç tutarı bilgileri bulunmaktadır.

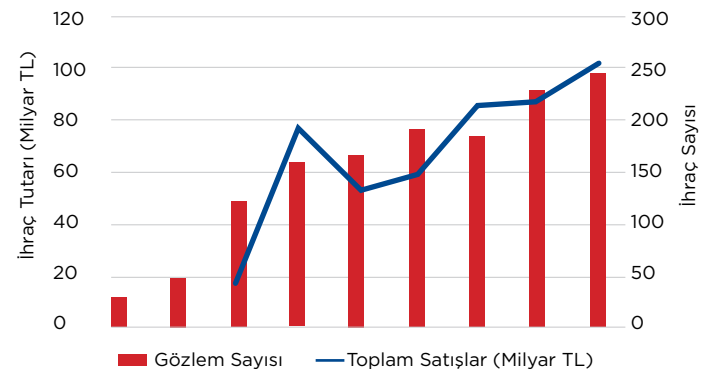
SPK'dan elde edilen listede SPK tarafından başvurusu kabul edilen ya da reddedilen 1.409 adet ihraç bulunmaktadır. SPK'nın henüz değerlendirmeye almadığı az sayıdaki başvuru örnekleme dahil edilmemiştir. Araştırmada olay çalışması yöntemi kullanıldığından aynı şirketin aynı tarihte birden fazla başvurusu olmuşsa başvurular birleştirilmiştir. Bu elemeler sonunda 354 adet halka açık veya halka açık olmayan şirket tarafından gerçekleştirilen 1.377 adet ihraç başvurusu belirlenmiştir. Başvuru sahibi şirketler, finans ve reel sektör şirketleri olarak ikiye, ardından finans şirketleri bankalar ve bankacılık

dışı finans şirketleri olmak üzere kendi içinde ikiye ayrılmıştır. Bankalar, Türkiye'de faaliyet gösteren ticari, katılım, kalkınma ve yatırım bankalarının yanı sıra Türkiye'de veya yurtdışında yerleşik ticari ya da yatırım bankaları olarak tanımlanmaktadır. Diğer finans kurumları ise finansal kiralama ve faktöring şirketleri, varlık kiralama şirketleri, gayrimenkul ve menkul değerler yatırım şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, finansman şirketleri ve fonlardır. Reel sektör kuruluşları ise holding ve yatırım şirketleri, inşaat, tekstil, kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünler, enerji, işlenmiş metaller, telekomünikasyon ve lojistik, toptan ve perakende ticaret, yiyecek, içecek, tütün, eğitim, sağlık, otel ve lokantacılık gibi çeşitli sektörde faaliyet gösteren firmalardan oluşmaktadır.

3.1. İHRAÇ HACMI

Şekil 1, veri kümesindeki ihraçların yıllar itibarıyla adet ve tutarlarını göstermektedir. 2010 yılında 30 olan ihraç adedi 2012 yılında önemli bir artışla 122'ye tırmanmış, daha sonrasında da 2016 yılındaki küçük bir daralma dışında artarak 2018 yılı itibarıyla 246'ya ulaşmıştır. İhraçların değeri açısından bakılırsa, 2012 yılında 18 milyar TL olarak gerçekleşen borçlanma araçları ihraçları önemli bir artışla 2018 yılında 101 milyar TL seviyesine gelmiştir ki bu büyüme oranı yedi yıllık dönemde yaklaşık yıllık %28'e tekabül etmektedir. Dolayısıyla borçlanma araçları piyasası Türkiye'de 2012'den itibaren önemli bir gelişme göstermiştir.³

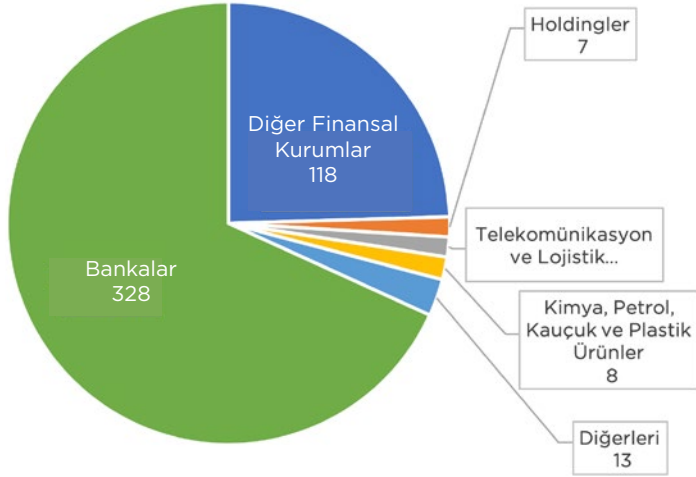
Şekil 1. 2010-2018 yılları arasında özel sektör borçlanma araçları ihraç adet ve tutarı



Şekil 2.A gerçekleşen ihraç tutarlarının sektörler bazında dağılımını göstermektedir. İnceleme dönemi içinde kalan dokuz yıl boyunca bankalar 328, banka dışı finansal kurumlar 118, reel sektör firmaları ise 34 milyar TL ihraç gerçekleştirmişlerdir. Reel sektör firmaları içindeki en büyük ihraç grubunu 8 milyar TL

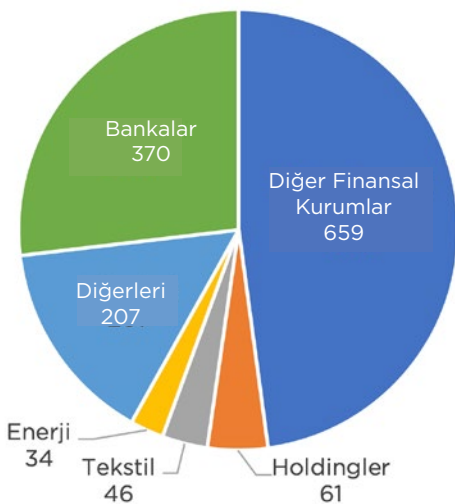
İhracat ile kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünler sanayi oluşturmaktadır. Hemen ardından 7 milyar TL satış ile holdingler ve yine 7 milyar TL ile telekomünikasyon ve lojistik sektörü gelmektedir. Diğer sektörlerin toplam ihracat tutarı 13 milyar TL tutarında olup bu sektörlerin en büyükleri enerji (4 milyar TL), yiyecek, içecek ve tütün (3 milyar TL), tekstil (3 milyar TL), işlenmiş metaller (3 milyar TL) ve inşaat (2 milyar TL) sektörleridir.

Şekil 2.A. Sektör bazında özel sektör borçlanma araçları ihracat tutarı



Şekil 2.B gerçekleştirilen başvuru adetlerinin sektörler bazında dağılımını göstermektedir. İhracat sayısı alanında lider sektör 659 başvuru ile diğer finansal kurumlar olmakta, ikinci sırayı 370 başvuru ile bankalar almaktadır. Holdingler araştırma süresi içinde 61, tekstil şirketleri 46, enerji şirketleri ise 34 adet başvuruda bulunmuştur. Geriye kalan 207 başvuru içinde en büyük sektörler inşaat (33), telekomünikasyon ve lojistik (33), yiyecek, içecek ve tütün (21) ve kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünler (20) olarak sıralanmaktadır.

Şekil 2.B. Sektör bazında özel sektör borçlanma araçları ihracat sayısı

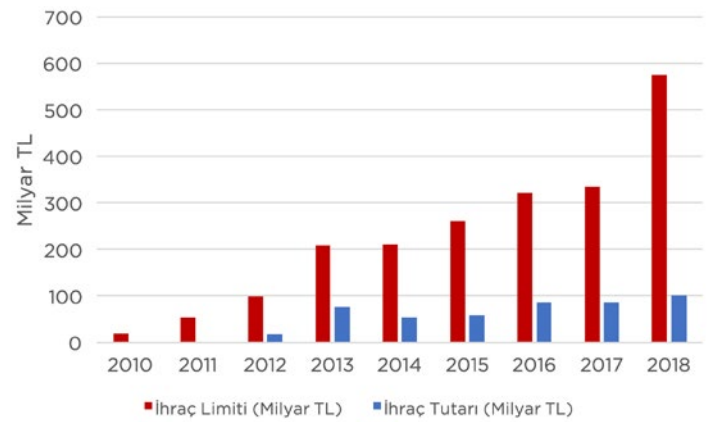


Şekil 2.A ve Şekil 2.B'ye beraber bakıldığında en büyük iki ihracatçı sektör olan bankalar ve banka dışı finans sektöründeki başvuru sayısı ve gerçekleşen ihracat tutarı arasındaki oranlar dikkati çekmektedir. Toplam ihracat adedi açısından bankalar ve banka dışı finansal kurumlar tüm gözlemlerin sırasıyla %26 ve %47'sini oluşturmaktadır. Toplam ihracat tutarına bakıldığında ise bu iki grubun toplam ihracat tutarına oranı %72 ve %21 olmaktadır. Bankalar az sayıda yüksek montanlı ihracatları tercih ederken, diğer finans şirketleri ise nispeten küçük ihracatları gerçekleştirmektedir. Bu durumun bir nedeni mevzuat başlığının altında da değinildiği üzere ihracat limitinin özkaynaklarla orantılı olması ve şirketlerin halka açık olup olmaması ile ilgilidir. Zira bankaların sermaye tutarları çok yüksek olmakla birlikte, halka açık şirketlerin ihracat limitleri halka açık olmayan şirketlerin ihracat limitlerinden fazladır.

3.2. İhracat Limitleri

Gerçekleşen ihracat (satış) tutarı, başvuru sürecinde SPK'nin belirlediği ihracat tavanından yüksek olamaz. Şirketler ihracat limiti dahilinde kalmak üzere satışlarını tertipler halinde de gerçekleştirebilirler. Ayrıca, piyasa şartları menfi değiştiğinde şirketler ihracat miktarlarını azaltmak isteyebilirler. Bu bakımlardan ihracat limiti ve gerçekleşen satış arasında bir fark olması beklenmektedir.

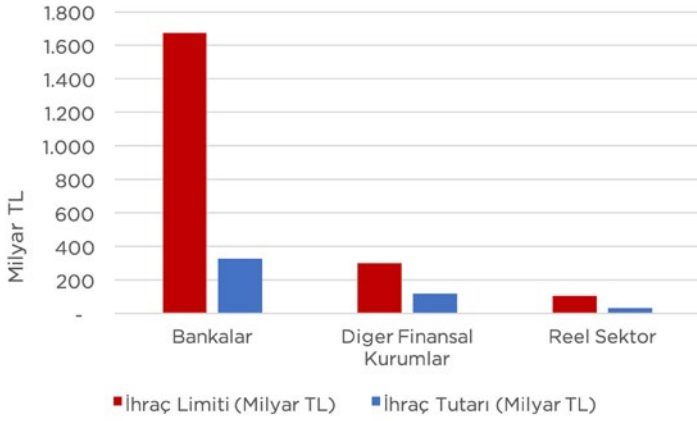
Şekil 3.A. Yıllara göre özel sektör borçlanma araçları ihracat limiti ve tutarı



Şekil 3.A yıllar itibarıyla özel sektör borçlanma araçlarının ihracat limiti ve satış tutarını karşılaştırmaktadır. 2010 yılında 20 milyar TL seviyesinde olan toplam ihracat limiti sürekli artarak 2018 yılında 575 milyar TL seviyesini aşmıştır. Satışlar ise 2012 yılında 18 milyar

TL seviyesinden 2018 yılında 101 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. 2018 yılı sadece satışlar için değil, aynı zamanda ihraç limitleri için de bir rekor senesidir. Şekil 1’de de görüldüğü üzere başvuru sayısı olarak da tarihi bir zirvedir.

Şekil 3.B. Sektör bazında özel sektör borçlanma araçları ihraç limiti ve ihraç tutarı



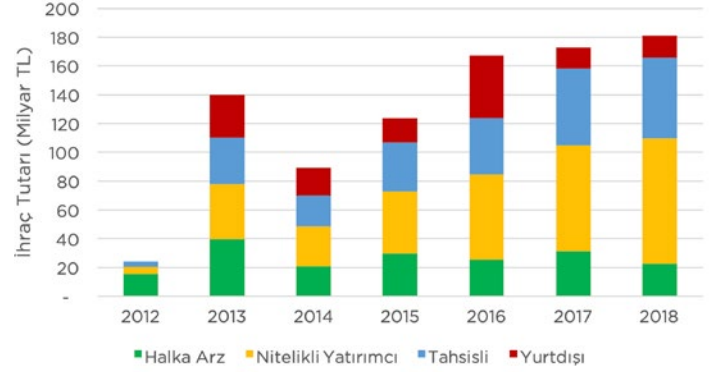
Şekil 3.B sektörler bazında toplam ihraç limit ve satış tutarlarını göstermektedir. En büyük ihraç sektörü bankacılık olup analiz süresi boyunca sektörün toplam limiti 1.677 milyar TL, satışları ise 328 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Diğer finansal kurumların ihraç limiti 300 milyar TL ve satışları 118 milyar TL olarak gerçekleşmiş, reel sektör şirketlerinin limit ve satış tutarları 106 milyon TL ve 34 milyon TL seviyesinde kalmıştır.

3.3. Satış Yöntemi

İhraç sırasında tek bir satış yöntemi kullanılabileceği gibi aynı tertipte birden fazla satış yöntemine başvurulabilir. Bu yöntemler ülke içinde halka arz, nitelikli yatırımcıya satış veya tahsisli olabileceği gibi yurt dışına da yapılabilir. Uluslararası satışlar için ayrı bir ihraç tavanı belirlense de bu çalışmada ulusal ve uluslararası piyasaya yapılan satışlar tek bir satış olarak kabul edildiğinden bu satışlar hem yurtiçinde hem de yurtdışında yapılmış olarak etiketlenmişlerdir. Örnekleme bir ihraç limiti içinde birden fazla yöntemle satış yapılma oranı oldukça fazladır. Şekil 4.A ihraççı şirketlerin gözlem süresi içinde gerçekleştirdikleri satışların satış yöntemine göre sınıflandırılmasını göstermektedir. Birden fazla satış yöntemiyle gerçekleştirilen satışlar, farklı yöntemlerle ne kadar satış yapıldığı bilgisi SPK verisinde yer almadığından, her bir yöntem için ayrı ayrı kayıt edilmiştir. Örneğin bir ihraç hem nitelikli yatırımcıya hem de halka arz şeklinde yapılmışsa miktarı her iki

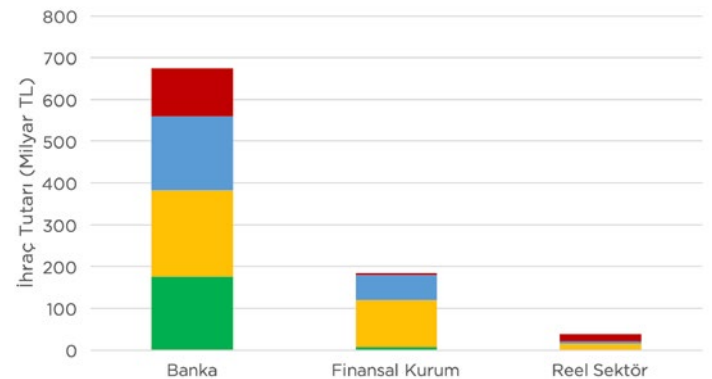
gruba da ayrı ayrı dahil edilmiştir. Aynı satışın birden fazla kaydı olabilmesi nedeniyle Şekil 4’te görülen toplam ihraç tutarı Şekil 1 ve Şekil 3’teki toplam ihraç tutarından yüksektir.

Şekil 4.A. Yıllar itibarıyla özel sektör borçlanma araçları ihraç yöntemi



Şekil 4.A’da gösterildiği üzere, halka arz yöntemi ile gerçekleşen satışların tutarı 2012 yılında 16 milyar TL seviyesinden 2013 yılında 40 milyar TL seviyesine artmış, fakat daha sonraki yıllarda halka arz yöntemi hacim olarak daralarak 20-31 milyar TL bandına oturmuştur. Nitelikli yatırımcıya satışlar 2012 yılında 5 milyar TL seviyesinde iken 2018 yılı itibari ile 87 milyar TL seviyesine ulaşmış, benzer şekilde tahsisli satışlar da 2012 yılında 3,5 milyar TL seviyesinden 56 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Günümüzde borçlanma araçları piyasasında en fazla kullanılan yöntemler nitelikli yatırımcıya satış ve tahsisli satış olarak sıralanmaktadır. Yurtdışı satışlar 2013 yılında 30 milyar TL seviyesinde başlamış ve zaman içinde inişli çıkışlı bir seyir izleyerek 2018 yılında 15 milyar TL seviyesine inmiştir. Yurt dışına yapılan ihraçlar kur riski, politik ve ekonomik gelişmeler ve diğer arz/talep etkenleri ile şekillendiğinden yıllar içindeki hacim değişimleri bu tür faktörlerin etkilerini de yansıtmaktadır.

Şekil 4.B. Sektörlere göre özel sektör borçlanma araçları ihraç yöntemi



Şekil 4.B sektörlere göre ihraç yöntemlerini göstermektedir. Bankaların en büyük ihraç yöntemi 207 milyar TL satış ile nitelikli yatırımcıya yapılmakta olup, bu yöntemi 176 milyar TL ile tahsisli ve halka arz satışları, 116 milyar TL ile yurtdışı satışları takip etmektedir. Diğer finansal kurumların en büyük ihraç yöntemini 112 ve 59 milyar TL ile nitelikli yatırımcılar ve tahsisli satışlar oluşturmaktadır. Finans dışı şirketlerin ise en büyük satış yöntem kalem 13 milyar TL ile yurtdışı satışlar, daha sonrasında ise 18 milyar TL ile yurtdışı satışlar ve 15 milyar TL ile nitelikli yatırımcıya satışlar oluşturmaktadır.

3.4. Sektörlere Göre En Büyük İhraçlar

Tablo 1 bankalar, banka dışı finans kurumları ve reel sektör olmak üzere her bir sektördeki en büyük beş ihracı göstermektedir. Bankalar diğer sektörlerle kıyasla en büyük ihraççılar olmakla beraber en büyük ihraçlar Garanti Bankası, Ziraat Bankası ve İş Bankası'na aittir (Panel A). En büyük beş ihracın

toplam tutarı 50 milyar TL olup bu tutarın 28 milyarı yurtiçinde satılmıştır. En büyük ihraç 17 Aralık 2013'te Garanti Bankası tarafından yurtiçinde ve yurtdışında gerçekleştirilmiştir. Yurtiçindeki satışlar halka arz, tahsisli satış ve nitelikli yatırımcıya satış olarak gerçekleşmiştir. Panel B diğer finans kurumları içindeki en büyük beş ihracı sergilemektedir. Diğer finans kurumları içindeki en büyük beş ihracı İş Yatırım Menkul Değerler, Vakıf Varlık Kiralama, Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası Varlık Finansman Fonu ve TF Varlık Kiralama gerçekleştirmiştir. Diğer finansal kurumlara ait en büyük beş ihraç yurtiçinde gerçekleştirilmiş olup toplam ihraç tutarı 16 milyar TL seviyesindedir. Satışların çoğu tahsisli ve nitelikli yatırımcıya satış şeklinde gerçekleştirilmiştir. Son olarak, Panel C reel sektör şirketlerinin en büyük beş ihracını göstermektedir. Reel sektör içinde en büyük beş satış 3 milyar TL ile Turkcell, Koç Holding ve TÜPRAŞ'a ve 2 milyar TL ile Türk Telekom ve Coca Cola'ya aittir. Tüm satışlar yurtdışında gerçekleştirilmiştir. Toplam ihraç tutarı 13 milyar TL tutarındadır.

Tablo 1. Sektörler bazında en büyük özel sektör borçlanma aracı ihraç limiti ve ihraç tutarları

İsim	Başvuru Tarihi	İhraç Yönetimi	Limit (Milyar TL)			Satış (Milyar TL)		
			Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
Panel A: Bankalar								
Garanti Bankası	12.17.2013	Yurt Dışı Halka Arz/Tahsisli/Nitelikli	0	12	12	0	13	13
Garanti Bankası	01.04.2017	Yatırımcı/Yurtdışı Halka Arz/Tahsisli/Nitelikli	20	7	27	9	2	11
Ziraat Bankası	01.11.2017	Yatırımcı	20	0	20	10	0	10
Ziraat Bankası	01.23.2018	Tahsisli/Nitelikli Yatırımcı	19	11	30	9	0	9
İş Bankası	01.17.2014	Yurt Dışı	0	18	18	0	7	7
Panel B: Diğer Finans Kurumları								
Vakıf Varlık Kiralama	02.09.2018	Tahsisli/Nitelikli Yatırımcı	5	0	5	4	0	4
İş Yatırım Menkul Değerler	04.03.2017	Tahsisli/Nitelikli Yatırımcı	4	0	4	3	0	3
Türkiye Kalk. Yat. Bank. Varlık Fin. Fon	11.19.2018	Nitelikli Yatırımcı	3	0	3	3	0	3
İş Yatırım Menkul Değerler	12.21.2016	Tahsisli/Nitelikli Yatırımcı Halka Arz/Tahsisli/Nitelikli	3	0	3	3	0	3
TF Varlık Kiralama	08.10.2018	Yatırımcı	5	0	5	3	0	3
Panel C: Reel sektör								
Turkcell	02.26.2018	Yurt Dışı	0	3	3	0	3	3
Koç Holding	02.03.2016	Yurt Dışı	0	3	3	0	3	3
Tüpraş	07.17.2017	Yurt Dışı	0	4	4	0	3	3
Türk Telekom	11.15.2013	Yurt Dışı	0	2	2	0	2	2
Coca Cola	07.26.2017	Yurt Dışı	0	4	4	0	2	2

3.5. Halka Açık Olan ve Halka Açık Olmayan Şirketlerdeki İhraçlar

Tablo 2 veri kümesi içinde bulunan ihraç sayısını ve ihraç tutarını halka açık olan ve açık olmayan şirketler için göstermektedir. Halka açık şirketler araştırma süresi boyunca toplamda 439 ihraç başvurusunda bulunmuş ve 247 milyar TL tutarında ihraç gerçekleştirmişlerdir. Halka açık olmayan şirketler ise 938 ihraç başvurusunda bulunmuş olup gerçekleşen ihraç tutarı 234 milyar TL seviyesindedir. Her iki grubun satış tutarı birbirine yakın olup bu satışı gerçekleştirmek için halka açık olmayan şirketlerin daha fazla sayıda ihraç yaptığı gözlemlenmektedir. Halka açık şirketlere uygulanan ihraç limitinin halka açık olmayan şirketlere uygulanandan daha yüksek olması bu durumu kısmen açıklayabilir. Ayrıca halka açık olmayan şirketlerin pazara katılım oranının yıllar itibarı ile ivme kazandığı da tablodan anlaşılmaktadır.

Tablo 2. Yıllar itibarıyla halka açık ve halka açık olmayan şirketlerdeki özel sektör borçlanma aracı ihraç ve sayısı

	Halka Açık Şirketler		Halka Açık Olmayan Şirketler	
	Gözlem Sayısı	Toplam Satış (Milyar TL)	Gözlem Sayısı	Toplam Satış (Milyar TL)
2010	11	-	19	-
2011	20	-	28	-
2012	47	7	75	11
2013	62	63	97	14
2014	54	32	113	20
2015	56	24	135	35
2016	53	51	132	35
2017	60	34	169	53
2018	76	36	170	65
Toplam	439	247	938	234

4. OLAY ÇALIŞMASI YÖNTEMİ

Bu çalışmada kullanılan olay çalışması yönteminde, olay çalışmasına konu olan olayın halka duyurulduğu gün sıfır noktası kabul edilip (olay günü) olaydan hemen önceki ve sonraki günler de hesaba katılarak şirketin pay getirilerinde bir değişme olup olmadığı gözlemlenir. Pay fiyatlarındaki ve dolayısıyla getirilerdeki değişim, söz konusu olayın piyasa tarafından nasıl algılandığını ve şirketin değerine nasıl bir etki yaptığını belirlemede kullanılır.

Halka açık ihraççı şirketler için olay günü ihraç haberinin piyasaya ilk duyurulduğu tarihtir. Olay çalışması yönetiminde ihraç haberinin piyasaya yansımaları incelendiğinden, bu haberin piyasaya ilk ulaştığı tarihin kullanılması gerekmektedir. SPK'dan

elde edilen veride ihraççı firmanın SPK'ya onay için başvurduğu ilk tarih belirtilmektedir ancak bu tarih piyasanın borçlanma aracı ihracından haberdar olduğu ilk tarih olmak zorunda değildir. Firmalar borçlanma aracı ihraç kararını genel kurullarında ya da yönetim kurullarında alıp bu kararı KAP aracılığıyla SPK'ya başvurmadan önce halka ilan ederler.

Veri kümesinde yer alan ihraçların halka duyuru tarihini belirlemek amacıyla KAP internet sitesindeki detaylı duyurular listesinden halen halka açık olan veya örneklem dönemi içinde herhangi bir süre halka açık olmuş firmaların duyuruları ihraç başvuru tarihinden bir yıl geriye giderek tespit edilmiştir. Veri kümesinde yer alan halka açık 93 firmaya ait 471 ihraç duyurusundan 406 adedi için KAP duyurusu elde edilmiştir. Duyuruları KAP üzerinden bulunmayan şirketler içinse yatırımcıların ihraçtan haberdar olduğu ilk günün SPK'ya başvuru tarihi olduğu varsayımı kullanılmıştır. Böylece borçlanma aracı ihraç eden halka açık şirketlerin ihraç haberlerinin piyasaya ilk kez duyurdukları tarihlerin bir listesi elde edilmiştir.

Bir sonraki adımda Rasyonet veri tabanı kullanılarak örnekleme giren şirketlerin günlük hisse senedi getirileri elde edilmiştir. Getiriler hesaplanırken pay bölünmeleri, sermaye artırımları, hak kullanımları ve alım satım fiyatını etkileyecek diğer mekanik faktörler hesaba katılmıştır. İş Bankası, Kardemir ve Adana Çimento şirketleri için birden fazla pay grubu olduğundan (imtiyazlı ve adi) bu paylar için en fazla işlem gören pay grubu hisseleri getiri hesabında kullanılmıştır.

Borçlanma aracı ihraç eden firmaların ihraç tarihi etrafındaki anormal getirilerini hesaplamak için tek faktörlü olay çalışması modeli kullanılmıştır.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta \times R_{M,t} + \epsilon_t$$

$R_{i,t}$ i ihraççı şirketin t günündeki hisse senedi getirisini ve $R_{M,t}$ t günündeki XU100 endeks getirisini temsil etmektedir. İhraç haberinin KAP'ta duyurulduğu gün (olay günü) 0 ile gösterilmektedir. Yukarıda gösterilen modelin parametreleri (α ve β) olay gününden önceki bir dönemde (hesaplama penceresi) hesaplanmaktadır. Bu çalışmada hesaplama penceresi (-252,-42) olarak belirlenmiştir. Hesaplama penceresi içinde 50'den az sayıda getiri bulunan duyurular örnekleme dahil edilmemiştir.

Her ihraççı şirket için hesaplama penceresinde α ve β 'yi hesapladıktan sonra bu parametreler kullanılarak olay penceresindeki beklenen (normal) getiriler hesaplanmıştır. Gerçekleşen getirilerle beklenen getiriler arasındaki fark “anormal getiri” olarak belirlenmiştir. Olası bilgi sızıntısını veya duyuru sonrası piyasanın kısa vadeli dengeye gelmesini göz önüne alabilmek için (-1, +1) penceresi içine düşen günler (-1, 0 ve +1) için hesaplanan anormal getiriler toplanıp olay penceresindeki üç günlük birikmiş anormal getiriler (CAR) hesaplanmıştır.

Anormal getirilerin istatistiksel anlamlılığını ölçmek için standartlaştırılmış yatay kesit t-testi kullanılmıştır. Bu test zaman serilerindeki bağımlılıktan kaynaklanan hataları ortadan kaldırmak için tasarlanmış bir düzeltme faktörü içermektedir (Boehmer vd., 1991). Pay getirileri normal olmayan bir dağılıma sahipse bu testin standart t-testlerine göre daha güvenilir sonuçlar sağladığı daha önceki çalışmalarda ortaya konmuştur (Campbell vd., 2010).

Olay çalışması Ocak 2010-Eylül 2018 dönemini kapsadığından ihraç haberine olan piyasa tepkileri sadece bu grup ihraçlar için raporlanmıştır.

5. BULGULAR

Çalışmada kullanılan olay çalışması, halka açık şirketler tarafından yapılan borç senedi ihracı haberlerinin pay fiyatı üzerine yaptığı etkiyi ölçmektedir. Pay fiyatı üzerindeki etki anlamlı ise borç aracı ihraç etmenin şirket için önemli bir finansman kararı olduğu sonucuna varılabilir.

Olay penceresindeki en yüksek ve en düşük birikmiş anormal getiriye sahip olan beşer firma Tablo 3'te gösterilmektedir. Panel A en yüksek anormal getiriye sahip olan ihraçları, Panel B ise en düşük anormal getiriye sahip olan ihraçları göstermektedir. Tabloda birinci sütun şirket isimlerini, ikinci sütun olay penceresindeki birikmiş anormal getirileri, üçüncü sütun ihraç haberinin piyasaya ilk duyurulduğu tarihi, dördüncü sütun satış yöntemini göstermektedir. Son altı sütun ise ihraç limiti ve satış bilgilerini içermektedir.

Panel A borçlanma aracı ihraç haberinin duyuru günü etrafında (duyuru günü, bir gün evveli ve bir gün sonrası) en yüksek pay getirisi sağlayan firmaların sırasıyla TSKB, Şekerbank, Martı Otel İşletmeleri, Denizbank ve Coca Cola olduğunu göstermektedir. En yüksek birikmiş anormal getiri %10,26 ile 24.11.2016 tarihinde ihraç duyurusu yapan TSKB'dir. Hemen

Tablo 3. 2010-2018 yılları arasında ihraç edilen özel sektör borçlanma araçları arasında en yüksek ve en düşük anormal getiri sağlayan ihraçlar

İsim	CAR (-1,+1)	KAP İlan Tarihi	Satış Yöntemi	Limit (Milyar TL)			Satış (Milyar TL)		
				Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
Panel A: En yüksek anormal getiri sağlayan firmalar									
TSKB	10,26%	24.11.2016	Yurt Dışı	-	1.700	1.700	-	1.100	1.100
Şekerbank	10,04%	21.03.2016	Yurt Dışı	-	860	860	-	-	-
Martı Otel İşl.	7,17%	19.03.2013	Nitelikli Yatırımcı/ Tahsisli	40	-	40	40	-	40
Denizbank	7,01%	21.06.2013	Halka Arz/Nitelikli Yatırımcı/ Tahsisli	5.000	-	5.000	640	-	640
Coca Cola	6,92%	26.07.2017	Yurt Dışı	-	3.600	3.600	-	1.900	1.900
Panel B: En düşük anormal getiri sağlayan firmalar									
Vakıf Fin. Kir.	-8,66%	20.01.2017	Tahsisli/ Nitelikli Yatırımcı	200	-	200	200	-	200
Boyner Mağ.	-7,87%	5.11.2013	Nitelikli Yatırımcı/ Tahsisli	100	-	100	100	-	100
Denizbank	-6,12%	4.06.2012	Halka Arz/Tahsisli/ Nitelikli Yatırımcı	2.100	-	2.100	-	-	-
İş Bankası	-6,11%	2.08.2012	Halka Arz/ Nitelikli Yatırımcı	5.800	-	5.800	-	-	-
TEB	-5,55%	31.05.2013	Yurt Dışı	1.200	-	1.200	-	-	-

ardından %10,04 ile Şekerbank'ın 21.03.2016 tarihindeki duyurusu gelmektedir. Panel A'daki üç ihraç yurtdışına yapılmış olup diğer iki ihraç çeşitli satış yöntemleri kullanılarak yurtiçinde yapılmıştır. Şekerbank ihracı başvuru tarihinde 300 milyon Amerikan doları olarak planlanmış, ancak 12 Haziran 2017 tarihinde 85 milyon dolar tutarında gerçekleşmiştir.

Panel B en düşük birikmiş anormal getiri sağlayan beş ihracı göstermektedir. En düşük birikmiş anormal getiri sağlayan ihraç 20.01.2017 tarihinde Vakıf Finansal Kiralama'nın yaptığı ihraç duyurusudur. Bu ihraçta 200 milyon TL'lik limitin tamamı yurtiçinde satışa dönüştürülmüştür. İkinci sırada Boyner Büyük Mağazacılık'a ait 05.11.2013 tarihli duyuru bulunmaktadır. Listeye daha sonraki sıralarda Denizbank, İş Bankası ve TEB de girmiştir. İhraçların dört tanesi yurt içinde birden fazla satış yöntemi ile satışa sunulurken, sadece birinde yurtdışı satışı hedeflemiştir. İki panel arasında dikkat çekici bir özellik yüksek getiri sağlayan ihraçların hem limit hem de satışlarının düşük getiri sağlayan ihraçlara göre daha yüksek olması ve satışların gerçekleşme oranının daha fazla olmasıdır.

Tablo 4, üç günlük birikmiş anormal getirilerinin özet istatistiklerini göstermektedir. Özet istatistikler gözlem sayısı, ortalama değer, standart sapma, minimum ve maksimum değerlerdir. Panel A, Ocak 2010-Eylül 2018 arasında halka açık şirketlerin yaptığı tüm borçlanma aracı ihraçlarının tablosudur. Toplamda 394 gözlem olup, ortalama %0,16, standart sapma ise %3,49'dur. Ortalama değer istatistiksel olarak sıfırdan farklı değildir. Bu örneklem içinde olay günü KAP'a farklı duyurular iletmemiş olan şirketler de mevcut olduğundan sonuçların daha güvenilir çıkması için olay günü KAP'a başka duyuru iletmemiş şirketlerin alt kümesi de incelenmiştir. Panel B olay gününde KAP'ta sadece borçlanma duyurusu yayınlayan firmaların özet istatistiksel değerlerini göstermektedir. Toplamda 191 gözlem olup, ortalama değer %0,06'dır ve ortalama değer istatistiksel olarak sıfırdan farklı değildir. Sonuçlar her iki alt grupta da benzer olup birbirlerini desteklemektedirler.

Tablo 4. Üç günlük anormal getirilerin CAR(-1,+1) özet tablosu

	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maximum
Panel A. Tüm örneklem					
CAR (-1,+1)	394	0,16%	3,49%	-16,41%	41,95%
Panel B. Olay günü KAP'a sadece borçlanma haberi bildiren firmalar					
CAR (-1,+1)	191	0,06%	2,71%	-8,66%	10,26%
Panel C. Bankalar ve diğer finans kuruluşları					
CAR (-1,+1)	275	0,23%	3,45%	-8,66%	41,95%
Panel D. Sadece reel sektör kuruluşları					
CAR (-1,+1)	119	-0,02%	3,57%	-16,41%	18,15%

Tablo 4 Panel C'de sadece finans sektöründe faaliyet gösteren firmaların üç günlük birikmiş anormal getirilerinin özet istatistikleri bulunmaktadır. Sektörde 275 duyuru olup ortalama CAR (-1,+1) değeri %0,23'tür. Panel D'de ise reel sektördeki tüm sektörlerin CAR (-1,+1) değerlerinin özet istatistikleri bulunmaktadır. Toplamda 119 duyuru olup ortalama %0,02'dir. Bu durum reel sektör firmaları ve finansal sektör firmaları arasında bir farkı ortaya koymaktadır. Piyasa, finansal sektör firmalarının borçlanma aracı ihracına ortalama olumlu tepki verirken reel sektör firmalarının duyurularına anlamlı bir tepki vermemektedir. Burada önemli bir nokta, örneklem içindeki finansal sektör ihraç sayısının reel sektöre ait ihraçlardan adet olarak fazla olması ve dolayısıyla bankalar için yapılan hesaplamaların istatistiksel olarak reel sektöre göre daha anlamlı olduğudur.

6. SONUÇ

Bu çalışma Türkiye'deki özel sektör borçlanma araçları pazarındaki gelişmeleri özetlemek, pazarın önemini vurgulamak, katılımcıların pazarı ne ölçüde kullandığını ve katılımcıların pazardan nasıl etkilendiğini tespit etmek için yapılmıştır. Pazar halen yeni ve küçük olmasına rağmen son 10 yılda hızla büyümüş ve çeşitlenmiştir. Pazarın tarihsel gelişim sürecine bakıldığında, yıllar bazında dalgalanmalar olsa da katılımcı sayısı ve pazar hacmi açısından tutarlı bir büyüme olduğu görülmektedir.

Borçlanma pazarını en aktif kullanan şirketler finans sektöründe faaliyet göstermektedir. Bankalar yüksek tutarlı ihraçlarla, diğer finans şirketleri ise ihraç sıklığı ile pazar hacminin büyümesinde büyük rol oynamaktadırlar. Reel sektör şirketlerinin pazara katılımı hem sayı hem ihraç tutarı bazında kısıtlı kalmaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki şirketlerin finansman kaynakları ile karşılaştırıldığında reel sektör Türk şirketlerinin uzun vadeli borçlanma araçlarını aktif olarak kullanamadıkları ve borçlanma pazarına katılımlarının limitli olduğu gözlemlenmektedir.

Pazardaki ihraç hacminin yarıya yakını halka açık olmayan şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Pazara katılımın, özellikle halka açık olmayan şirketlerde olumlu sonuçlar doğurması muhtemeldir. Halka açık olmayan şirketler, borçlanma araçları ihraç ederek hem sermaye piyasalarından yararlanarak çeşitlendirme yapabilirler, hem de sermaye maliyetlerini düşürüp finansman esnekliğine kavuşabilirler. Ayrıca borçlanma aracı ihraç etmek için gerekli şartları yerine getirmeleri halka açık olmayan şirketlerin yönetimindeki etkinliği arttırabilir.

Olay çalışması sonuçlarına bakıldığında ihraç haberinin ortalamada olumlu olduğu ancak bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı ortaya çıkmaktadır. Dünya çapında yapılan birçok çalışmada borçlanma ihraç haberlerinin genel piyasa etkisi sifıra yakın ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmamaktadır (Eckbo, 1986; Mikkelsen ve Partch, 1986; Shyam-Sunder, 1991, Antweiler ve Frank, 2006). Bu açıdan sonuçların önceki çalışmalar ile tutarlı olduğu söylenebilir.

Araştırmanın kısıtlayıcı etkenleri arasında, Türk borçlanma pazarının henüz küçük olması ve özellikle uzun vadeli borçlanma araçlarının firma bilançolarında kısıtlı bir orana sahip olması sayılabilir. Pozitif açıdan

bakılırsa, önümüzdeki dönemde yaşanacak müspet politik ve ekonomik gelişmeler ile borçlanma aracı ihracının ihraççı firmaların sermaye maliyetlerinde ve yönetim giderlerinde olumlu etki yapacağı beklenmektedir.

DİPNOTLAR

1. 7 Haziran 2013 tarihinde yayımlanan Borçlanma Araçları Tebliği'ne Resmi Gazete'nin internet sitesinden erişilebilir: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130607-13.htm>
18 Şubat 2017 tarihinde Borçlanma Araçları Tebliği'ne yapılan değişiklikler ise aşağıdaki linkte yer almaktadır: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/02/20170218-4.htm>
2. SPK Halka Arz ve İhraç Verileri'ne bu linkten ulaşılabilir: <http://spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/895>
3. Yabancı para birimleri ile yapılan ihraçlar, SPK onay tarihinde geçerli T.C. Merkez Bankası kuru ile Türk lirasına çevrilip veri kümesine eklenmişlerdir. 2012 yılı ve öncesinde gerçekleşen ihraçların satış bilgileri SPK verisinde yer almadığından Şekil 1'de gösterilmemiştir.

| REFERANSLAR

- Antweiler, W., Frank, M.Z., 2006. Do U.S. stock markets typically overreact to corporate news stories? Çalışma tebliği, UBC ve University of Minnesota.
- Asquith, P., Mullins Jr., D.W., 1986. Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics* 15, 61-89.
- Boehmer, E., Musumeci, E.J., Poulsen, A.B., 1991. Event study methodology under conditions of event-induced variance. *Journal of Financial Economics* 30, 253-272.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirgüç-Kunt, A., 2001. Capital structures in developing countries. *Journal of Finance* 56, 87-130.
- Brennan, M., Schwartz, E., 1978. Corporate income taxes, valuation, and the problem of optimal capital structure. *Journal of Business* 51, 103-114.
- Campbell, C. J., Cowan, A.R., Salotti, V., 2010. Multi-country event-study methods. *Journal of Banking and Finance* 34, 3078-3090.
- Eckbo, B. E., 1986. Valuation effects of corporate debt offerings. *Journal of Financial Economics* 15, 119-151.
- Ertaş, V., 2013. *Borçlanma araçları piyasası ve yeni SPK ile getirilen yenilikler* [Powerpoint Sunumu]. <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/20131113/1>
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76(3), 323-339.
- Masulis, R.W., Korwar, A.N., 1986. Seasoned equity offerings: an empirical investigation. *Journal of Financial Economics* 15, 91-118.
- Mikkelson, W.H., Partch, M., 1986. Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics* 15, 31-60.
- Miller, M., Rock, K., 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40, 1031-1051.
- Modigliani, M., Miller, M., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review* 53, 433-443.
- Myers, S., Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-222.
- Rajan, R.G., Zingales, L., 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Stein, J. C., 1992. Convertible bonds as backdoor equity financing. *Journal of Financial Economics* 32, 3-21.
- Shyam-Sunder, L., 1991. The stock Price effect of risky versus safe debt. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26, 549-558.

İLETİŞİM

📍 Sabancı Center 4. Levent 34330 İstanbul

☎ + 90 (0212) 385 65 09

✉ cef@sabanciuniv.edu

🌐 cef.sabanciuniv.edu