



Balıkesir Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası
Chamber of Certified Public Accountants of Balıkesir

Cilt/Volume : 7 Sayı/Issue : 1 Ocak/January 2024 ISSN : 2618-5679 e-ISSN : 2619-9920

Ida

Academia

Muhasebe ve Maliye Dergisi
Journal of Accounting and Public Finance

Balıkesir SMMMO Adına Sahibi

Owner on Behalf of Balıkesir Chamber of Certified Public Accountants

SMMM Ertuğ ASLAN, Balıkesir SMMMO, Balıkesir, Türkiye

Editör ve Yayın Kurulu Başkanı

Editor and Head of the Editorial Board

Prof. Dr. Hüseyin AKAY – İzmir Demokrasi Üniversitesi, İzmir, Türkiye

Editör Yardımcıları

Vice Editors

Prof. Dr. Hakan AY – Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, Türkiye

Prof. Dr. Özgür BİYYAN – Bandırma Onyedil Eylül Üniversitesi, Bandırma, Türkiye

Prof. Dr. Cevdet Yiğit ÖZBEK – Kırklareli Üniversitesi, Kırklareli, Türkiye

Doç. Dr. Zafer YALÇIN – Balıkesir Üniversitesi (Alan Editörü – Maliye), Balıkesir, Türkiye

Dr. Öğr. Üyesi Çağatay AKARÇAY – Marmara Üniversitesi, İstanbul, Türkiye

Dr. Öğr. Üyesi Mustafa OĞUZ – Balıkesir Üniversitesi (Alan Editörü – Muhasebe), Balıkesir, Türkiye

Öğr. Gör. Şahin ZENGİN – Balıkesir Üniversitesi, Balıkesir, Türkiye

Dil Editörü

Language Editor

Doç. Dr. Gonca KUZAY DEMİR, İzmir Demokrasi Üniversitesi, İzmir, Türkiye

Yayın Sekreteri

Editorial Staff

Dr. Hasan SEZGİN

Yayın Türü / Publication Type

Muhasebe ve Maliye alanlarında Türkçe yayın kabul eden, yılda 2 kez (Ocak ve Temmuz aylarında) yayınlanan ulusal, hakemli, bilimsek süreli yayın.

National, peer-reviewed scientific and periodical journal which accepts articles in Accounting and Public Finance in Turkish and publishes twice a year.

Dergimizin amacı; Muhasebe ve Maliye alanlarındaki bilimsel çalışmaların etik değerlere ve yayın koşullarına bağlı olarak değerlendirilmesi ve içerdiği görüşler yazarlarına ait olmak kaydıyla bilim camiası ve uygulamacılarla paylaşılmasıdır.

Aim of this review; evaluating of the submitted articles (scientific research or studies) in the disciplines of Accounting and Public Finance depending on our ethic policy and publication guidelines and sharing these articles' aspects, thoughts (which is directly belongs their authors) with scientific community and practitioners.

Yönetim Merkezi ve Yazışma Adresi / Headquarter and Inquiry Address



0.266 221 31 10 (Pbx)
0.266 221 34 40
0.266 221 35 50
0.266 221 35 95



0.266 221 31 55
0.543 892 51 31
0.533 925 65 21
www.blksmmmo.org.tr



idari@blksmmmo.org.tr
balikesirsmmmo@hotmail.com
Kasaplar Mahallesi Soma Caddesi
No. 123 Altıeylül/BALIKESİR

Kapak Tasarım: Dr. Hasan SEZGİN

Baskı: Taner Ofset San.Tic.Ltd.Şti. Hacı İlbey Mh. M.Akif Ersoy Cd. No. 25/B Altıeylül/BALIKESİR Tel. : 0266 239 77 92
E.Posta : tanerofset@gmail.com

Bu derginin tüm telif hakları Balıkesir Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası'na aittir.

All copyrights of this journal are reserved by Chamber of Certified Public Accountants of Balıkesir.

Telif: Tüm hakları saklıdır. Bu derginin tamamı ya da bir kısmı 5846 Sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Yasası'nın ilgili hükümleri uyarınca, yazarın izni olmaksızın elektronik, mekanik, fotokopi ya da herhangi bir kayıt sistemiyle çoğaltılamaz, özetlenemez, yayınlanamaz, depolanamaz. Kaynak gösterilmek koşuluyla alıntı yapılabilir.

Copyright: All rights reserved. According to code of Intellectual and Artistic Works Act, all or the particular parts of this journal cannot be summed, transmitted, stored without permission of the editorial board or/and the authors, mechanical, photocopying or reproduced in any recording system. Be quoted, provided the source displayed.

ISSN 2618-5679
E-ISSN 2619-9920

Bu dergide ileri sürülen fikirler, makalelerin yazarlarına aittir.
Bu fikirler Balıkesir SMMM'nun görüşlerini yansıtmaz.

Views expressed in this journal are those of authors.
Those views do not reflect the opinions of Balıkesir CCPA.

İda Academia Muhasebe ve Maliye Dergisi Ulakbim Dergipark ve ASOS İndex
arşivlerinde taranmaktadır.

İda Academia Journal of Accounting and Public Finance is indexed by
Ulakbim Dergipark and ASOS Index archives.

ASOS
indeks

Makale Gönderme Adresi
For Manuscript Submission
www.idaacademia.org

Danışma Kurulu Advisory Board

Prof. Dr. Nalan AKDOĞAN - Başkent Üniversitesi, Ankara, Türkiye
Prof. Dr. Ali ALAGÖZ - Selçuk Üniversitesi, Konya, Türkiye
Prof. Dr. Ümit ATAMAN - Marmara Üniversitesi Emekli Öğretim Üyesi, İstanbul, Türkiye
Prof. Dr. Başak ATAMAN GÖKÇEN - Marmara Üniversitesi, İstanbul, Türkiye
Prof. Dr. Ercan BAYAZITLI - Ankara Üniversitesi, Ankara, Türkiye
Prof. Dr. Ümit GÜCENME GENÇOĞLU - Bursa Uludağ Üniversitesi, Bursa, Türkiye
Prof. Dr. Rüstem HACİRÜSTEMOĞLU - Galatasaray Üniversitesi, İstanbul, Türkiye
Prof. Dr. Seval KARDEŞ SELİMOĞLU - Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, Türkiye
Prof. Dr. Beyhan MARŞAP - Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, Ankara, Türkiye
Prof. Dr. Mehmet ÖZBİRECİKLİ - Hatay Mustafa Kemal Üniversitesi, Hatay, Türkiye
Prof. Dr. Abitter ÖZULUCAN - Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Niğde, Türkiye
Prof. Dr. Yakup SELVİ - İstanbul Üniversitesi, İstanbul, Türkiye
Prof. Dr. Elif SONSUZUOĞLU - Yakın Doğu Üniversitesi, Lefkoşa, KKTC
Prof. Dr. Fatma TEKTÜFEKÇİ - Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, Türkiye
Prof. Dr. Ahmet Burçin YERELİ - Hacettepe Üniversitesi, Ankara, Türkiye
Prof. Dr. Seyfi YILDIZ - Kırıkkale Üniversitesi, Kırıkkale, Türkiye
Prof. Dr. Hanife Dilek YILMAZCAN - Maltepe Üniversitesi, İstanbul, Türkiye
Dr. YMM Masum TÜRKER, İstanbul, Türkiye

Yayın Kurulu Editorial Board

Prof. Dr. Hüseyin AKAY - İzmir Demokrasi Üniversitesi, İzmir, Türkiye
Prof. Dr. Volkan DEMİR - Galatasaray Üniversitesi, İstanbul, Türkiye
Prof. Dr. Mahmut KARGIN - Manisa Celal Bayar Üniversitesi, Manisa, Türkiye
Doç. Dr. Musa GÖK - İzmir Demokrasi Üniversitesi, İzmir, Türkiye
Doç. Dr. Fevzi Serkan ÖZDEMİR - Ankara Üniversitesi, Ankara, Türkiye
Doç. Dr. Zafer YALÇIN - Balıkesir Üniversitesi, Balıkesir, Türkiye
SMMM Ertuğ ASLAN, Balıkesir, Türkiye

Sunuş

Değerli okurlar, akademisyenler ve meslek mensupları,

Bilginin paylaşıldıkça çoğaldığına olan inancımızla; bilimsel hayata katkıda bulunmak, bilimsel araştırmaların daha nitelikli hale gelmesinde ilgililere destek olmak, akademik bir meslek odası olarak meslek mensuplarımızın ve muhasebe uygulayıcılarının nitelikli bilgi ihtiyaçlarını temin etmek gibi hedeflerle yayın hayatına başladığımız IDA ACADEMIA Dergimizin on üçüncü sayısında sizlerle bir aradayız. Dergimiz bu sayısında içerdiği birbirinden değerli araştırmalar vasıtası ile yayın hayatında süreklilik hedefine doğru emin adımlarla yürümektedir. Bu sebeple dergimizin onuncu sayısının vücut bulmasında emeği geçen tüm editör ve yayın kuruluna, hakemlere ve yazarlara bir kez daha teşekkürü bir borç bilirim.

Dergimizin daha nice nitelikli sayılarında kıymetli çalışmalarınızı yayınlamak dileklerimle saygılar sunarım.

SMMM Ertuğ ASLAN

Balıkesir SMMM Odası Başkanı

Editörden

Değerli İda Academia Okuyucuları,

Dergimizin on üçüncü sayısında sizlerle buluşmaktan memnun olduğumu ifade etmek isterim. Bu sayıda iki makale ile karşınızda olmaktan mutluluk duymaktayım. Temmuz 2024'te yayınlanacak olan sayımızda çok değerli yayınlarınızı yayınlamaktan mutluluk duyacağımızı bildirmek isterim.

Saygılarımla,

Prof. Dr. Hüseyin AKAY

İzmir Demokrasi Üniversitesi İİBF Dekanı

İçindekiler / Contents

Araştırma Makalesi

Çağatay BEŞOĞUL, Sinan ASLAN

BORSA İSTANBUL ANA METAL SANAYİ ŞİRKETLERİNİN
EKONOMİK KATMA DEĞER MOMENTUM YÖNTEMİ İLE AMPİRİK
DEĞERLENDİRİLMESİ

Empirical Evaluation of Borsa İstanbul Basic Metal Industry
Companies by Economic Value Added Momentum Model

1

Araştırma Makalesi

Yıldırım Ercan ÇALIŞ, Ayfer KAYACAN, Mert AKÇAY, Mesut HURŞİTOĞLU, Emel BEYAZYOL

KAMU BANKALARININ TAHSİSLİ SERMAYE ARTIRIM KARARLARI
DUYURULARININ HİSSE FİYATLARINA ETKİSİ

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

15

BORSA İSTANBUL ANA METAL SANAYİ ŞİRKETLERİNİN EKONOMİK KATMA DEĞER MOMENTUM YÖNTEMİ İLE AMPİRİK DEĞERLENDİRİLMESİ

Empirical Evaluation of Borsa Istanbul Basic Metal Industry Companies by Economic
Value Added Momentum Method

Araştırma Makalesi

Çağatay BEŞOĞUL¹ 

Sinan ASLAN² 

Gönderim Tarihi: 22.06.2023

Kabul Tarihi: 18.09.2023

ÖZ Finansal performans akademik alanda en çok tartışılan ve şirketlerin de hala zorlandığı en önemli araştırma başlıklarından biridir. EVA Momentum bu yönde literatürde yapılan çalışmaların ve şirketlerin mali başarı ve finansal değerlendirme aracı olarak son yıllarda tercih edilen yöntemlerden biri olmuştur. Değer bazlı finansal yöntemlerin ön plana çıkışı ve dayanağı olan Ekonomik Katma Değer yönetiminin genel kabul görmüş bir yaklaşım olarak dünyada yaygınlaşmasına rağmen Türkiye’de EVA Momentum hakkında yapılmış çalışma bulunmamaktadır. Bu çalışmada, Türkiye’de Borsa İstanbul Ana Metal Sanayi’nde faaliyet gösteren şirketler üzerinde EVA Momentum amprik yöntemler kullanılarak değerlendirilmiştir. Çalışmada kullanılan BİST’e kayıtlı şirketlerin finansal başarı ölçümlerinin tespit edilmesinde EVA Momentum’un belirleyici rolü olmadığı ve diğer geleneksel finansal araçlara nazaran ayrıcalık göstermediği sonucuna ulaşılmıştır. Finans ve muhasebe çevreleri tarafından takdir görse de başta ülkeden ülkeye uygulama kaynaklı farklılıklar içermesi gibi önemli faktörler nedeniyle EVA Momentum yönteminin daha çok geliştirilmesi gerekmektedir.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik Katma Değer, EVA, EVA Momentum, Değer Bazlı Finansal Performans Ölçümü, Ana Metal Sanayi

JEL Sınıflandırması: G17, G30, M40

ABSTRACT Financial performance is one of the most debated academic topics and one of the most important research topics that companies still have difficulty with. EVA Momentum has been one of the preferred methods in recent years as a tool for financial success and financial assessment of companies and studies conducted in the literature on this subject. Although Economic Value Added management, which is the prominence and basis of value-based financial methods, has become widespread in the world as a generally accepted approach, there are no studies on EVA Momentum in Turkey. In this study, EVA Momentum was evaluated using empirical methods on companies operating in Borsa Istanbul Basic Metal Industry in Turkey. It has been concluded that EVA Momentum does not have a decisive role in determining the financial success measures of the companies registered in the BIST used in the study and does not show any privilege compared to other traditional financial instruments. Although it is appreciated by the finance and accounting circles, the EVA Momentum method needs to be developed further due to important factors such as differences in application from country to country.

Keywords: Economic Value Added, EVA, EVA Momentum, Based Financial Performance Measurement, Basic Metal Industry

JEL Classification: G17, G30, M40

¹ **Sorumlu Yazar:** Doktora Öğrencisi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı, cagbes@gmail.com, ORCID: 0000-0002-0802-9495

² Prof. Dr., Marmara Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı Öğretim Üyesi, saslan@marmara.edu.tr, ORCID: 0000-0002-4245-142X

1. GİRİŞ

Son yıllarda gelişen ekonomik ve finansal dalgalanmalar ve krizler şirket mali yapıları ve iflasları üzerinde etkili olmakta finansal yönetim ve muhasebe açısından yöneticileri ve karar alıcıları zorlamaktadır.

Mali başarı ve performans kavramları literatürde pek çok araştırmaya konu olarak yeni finansal değerlendirme tekniklerinin ortaya çıkarılması ve bu araçların kendi içinde deneme yoluyla evrimleştirilmesine kadar uzanmaktadır. Hem literatüre yenilik katmak hem performansı farklı ve sofistike şekillerle anlatmak için yeni ölçütler literatüre katılmaktadır. Literatür ve uygulamada şirketlerin mali bünye tespiti ve performanslarına özellikle değer bazlı performans araçlarının önemi ve kullanımı ön plana çıkmıştır. EVA Momentum da bunlardan biridir. Nitekim EVA hesaplamaları sırasıyla arttırılmış EVA (REVA) ve onu takip eden EVA Momentum olarak evrimleşmiştir.

Değer bazlı finansal yönetimde dikkat çeken en yeni yaklaşım EVA Momentum'un temeli 25 yıl öncesine Ekonomik katma değer (EVA) ölçütünün çıkışına dayanmaktadır (Stewart, 1991: 21). EVA, kârın hissedarlar tarafından yatırılan sermayenin fırsat maliyetini aşan kısmının ölçüsü olarak ifade edilmiştir (Forker ve Powell, 2008). EVA düzeltilmiş gelir tablosu kârı, bilançodaki sermaye oranları ve sermaye getirisi ile geniş bir değerlendirme imkânı sağlamıştır. Stern Stewart ve Co. Firmasının EVA uygulaması çıktıktan sonra ölçüt hakkında (Tully, 1993: 38-45) ve artırılmış EVA (REVA) (Bacidore vd., 1997: 11-20) birçok araştırma yayınlanmıştır.

Bu çalışmaların üstüne EVA Momentum, 2009 yılında evaDimensions'a kayıtlı bir ticari marka olarak EVA ile bağlantılı en yeni performans ölçüsü olarak ortaya çıkmıştır. EVA Momentum, EVA ile ölçülen ekonomik kârın önceki dönem satışları ile olan bağlantısıdır. Firma ölçeğinden ve sektörel farklılıklardan bağımsız uyarlanmış bir ekonomik ölçü olarak EVA Momentum, farklı ölçeklerdeki ve sektörlerdeki firmalar arasında oransal bir karşılaştırma olarak kullanılabilir. EVA Momentum şirket içi bölümlerin performans karşılaştırılmalarında kullanılabilir, öz ve yabancı sermayenin maliyetini dikkate alır ve iyi ve kötü performansın ortaya çıkarılması için açık bir ölçü sağlar. Ayrıca tarihi negatif EVA Momentum eğilimi firma sahiplerini ve yöneticilerini kötü performans ve olası bir değer kaybı için uyararak, EVA Momentum'un finans yöneticileri için de erken bir uyarı sistemi olduğu öne sürülmüştür (Stewart, 2009: 76).

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de EVA'ya yönelik araştırmaların yetersizliğidir. Özellikle Türkiye ana metal sanayi sektörü ile ilgili yöntemin kullanıldığı herhangi bir çalışma bulunamamıştır. Türkiye'deki metal sanayi EVA momentum ölçümü ile bir çalışma uygulama eşliğinde değerlendirilmiştir. Çalışmada Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren metal sanayi firmaları kullanılarak ve ampirik yöntemler çalıştırılarak EVA momentum ve Türkiye'deki metal sanayi işletmeleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yapılan araştırma bu konuda bir ilk olma niteliğini taşımakta olup yeni araştırmalara ivme katması beklenmektedir.

2. LİTERATÜR

Değer bazlı finansal performans "hissedar değeri" yaratmaya odaklanmış analitik araç ve süreçler kullanan yönetim felsefesi olarak literatüre geçmiştir (Athanassakos, 2007: 1367). Dünyada serbestleşme akımının devreye girmesiyle borsaların açılma sürecinde yaygınlaşan hisse senetleri ve ihraçları yatırım tercihlerinin yönünü değiştirirken işletmelerin değerliliği ve performans süreçlerine de yeni bir bakış açısı getirmiştir. Günümüzde borsaya kote olmuş şirketler açısından en önemli kriterlerin başında değer bazlı finansal performans ölçütleri gelmektedir. Bu bakış açısı ile 1980'lerin sonlarına doğru yatırımcıların karar alma süreçleri açısından hisse senetlerinin işletmelerin performans ölçümünde önemli rol oynadığı görülmektedir. Bu nedenle, yatırımcının karlılığını araştırmaya ve ölçmeye yönelik yeni çalışmalar ivme kazanmıştır.

EVA Momentum bu yönetim anlayışının öne çıkardığı bir ölçüt olarak yatırımcıların refahına odaklı hisse değerliliği adına katma değer bazlı bir değerlendirme aracı olarak Stern Stewart ve Co. Firması tarafından literatüre katılmıştır.

EVA Momentum EVA ile ilgili çözümlemelere dayanmakta olup geleneksel EVA hesaplamasındaki defter değeri, Pazar değeri ile değiştiren Artırılmış EVA (REVA)'yı da içermektedir. Artan REVA'nın Pazar sermayelendirmesi ile uyduğu (Bacidore vd., 1997: 11-20) pazar değerinin EVA ile bağlantılı olduğu gösterilmiştir (Griffith, 2006: 75-78). EVA'nın bir performans ölçüsü olması ile ilgili olarak birçok çalışmada karışık görüşler belirtilmiştir (Ferguson vd., 2005).

EVA gelişim sürecinin ardından, EVA Momentum yeni bir finansal ölçüm aracı olarak tanıtılmıştır. Satışların büyüme oranı, hisse başına kazanç, pazar payı, kâr marjı ve sermaye kazancı kullanımının teorik olarak zayıflıkları tanımlanmış ve EVA Momentum'un en iyi performans ölçüm aracı olduğu ileri sürülmüştür (Stewart, 2009: 74-86).

EVA Momentum cari yıl ile geçmiş yıl EVA'ları arasındaki farkın geçmiş yıl satışlarına bölünmesi ile elde edilen değerdir. EVA Momentum yeni bir ölçüm aracı olarak tanıtılarak geçmiş EVA çalışmalarını geliştirmiştir (Stewart, 2009: 74-86). EVA Momentum ekonomik kârdaki artış veya azalışın bir önceki dönem satışlarına bölünmesi olarak tanımlanmıştır. EVA Momentum şu şekilde hesaplanır;

$$\text{EVA Momentum} = (\text{EVA}_1 - \text{EVA}_0) / \text{Sales}_0 \quad (\text{Denklem 1})$$

Denklemde, "EVA₁" birinci dönemdeki ekonomik katma değer, "EVA₀" önceki dönemdeki ekonomik katma değer ve "Sales₀" önceki dönemdeki satış gelirleridir. EVA Momentum, boyut ve sektörden bağımsız, trend uyarıları sağlayan ve piyasa ayarlı bir ekonomik ölçü olarak tanımlanmıştır (Stewart, 2009: 74-86). Hiçbir tek ölçünün şirket performansını ölçmek için yeterli olmadığını belirten çalışmaların aksine (Kaplan ve Norton, 1992: 71-79), EVA Momentum'un tek ve en iyi performans ölçüm aracı olduğu ifade edilmiştir. EVA Momentum, satışların artmasında, hisse başına kazançta, pazar payında, kâr marjında, sermaye getirisinde ve diğer ölçülerdeki zayıflıkları göstermeyi amaçlayan yeni bir perspektif olarak gösterilebilir.

EVA Momentum hisse başı kârdaki büyümeyi ve sermaye getirisi gibi ölçüleri göz önünde bulunduran herhangi firma için kurumsal performansı ölçmek için kullanılacak en iyi ve tek oran olarak tanıtılmıştır. Diğer oran ve hesaplamalardan farklı olarak hem şirketlere hem de iktisadi birimlere sanayi kolu ve geçmiş bağlantıları düşünülmeden uygulanabileceği ve fazlası her zaman azından daha iyi olan, sadece yöneticilerin kaynakları akıllıca dağıtıp yönettiğinde, işlerin iktisadi bir düşünce ile yapıldığında ve hedeflerin hisse fiyatları ile uyumlu olduğunda yükselen yüzdesel bir ölçü olmakla ayrılmaktadır. Bununla beraber tepe yöneticilere ve yönetim kuruluna performans ve piyasa beklentileri hakkında çok net bir görüş veren değerli bir araç olarak işaret edilmiştir. Bu avantajları ile EVA momentumun ham muhasebe verisini gerçek finansal bilgiye çeviren ve yöneticilerin performansını yönlendirebilecek ve hissedar değerini arttırabilecek bir yöntem olduğu iddia edilmiştir. Özellikle firma performansının belirlenmesi ve geleceğe yönelik finansal değer ile ilgili bir tahmin aracı olabileceği varsayımı bu ölçüm yöntemini ilgi çekici bir hale getirmiştir.

EVA Momentum, EVA ile ölçülmüş ekonomik kârdaki yıllık değişimleri, önceki yıl satışlarına göre değerlendirir. Bu yöntem, firmanın ekonomik performansındaki değişimin, firmanın temel satışlarına göre ölçülmesine izin verir. EVA Momentumun satışların oranı olarak belirlenmesi, farklı ölçek ve sektörlerdeki şirketlerin karşılaştırılmasını kolaylaştırır (Stewart, 2009: 74-86). EVA Momentum EVA'yı oran tabanlı bir ölçüye dönüştüren ve azamiye çıkarılabilir tek ölçüdür. Daha iyi ve kolay anlaşılabilir bir ölçü olarak EVA Momentum diğer finansal oranların ve EVA'nın da yerini alarak yeni teşhis aracı olarak hizmet vermeye başlamıştır.

Öte yandan, EVA Momentum yeni olduğu için geliştirilen çalışmalar yetersiz kalmıştır. Colvin (Colvin, 2010: 1-4) yüksek EVA momentum oranı için şirketin iki hususu birlikte götürmesi gerektiğini belirtmiştir. Bunlar işletmenin büyümesi ve sağlıklı EVA kar marjlarını koruması veya zayıf marjları iyileştirmesidir.

Mesela, Malezya piyasasında deneysel sonuçlara göre net kâr, vergi sonrası net faaliyet kârı ve EVA'nın hisse getirisi ile ciddi bir ilişkisi olduğunu gösteren bir çalışmada net kâr ve vergi sonrası net faaliyet kârının hisse getirisi ile olan ilişkisi pozitif, EVA'nın hisse getirisi ile ilişkisi ise negatif çıkmıştır. Bunun yanında sonuçlar EVA Momentum ile hisse getirisi arasında hiçbir ilişki bulunmadığını göstermiştir. Çıkan sonuçlar değer tabanlı ölçülerin geleneksel ölçülere göre üstünlüğünü ve EVA Momentumun her şeyi kapsayan tek bir oran olduğu iddiasını desteklememektedir (Nakhaei ve Nakhaei, 2016: 58-65).

Roodposhti ve diğerleri (Roodposhti vd., 2016: 307-330) Tahran Borsası'nda işlem gören firmaların beş yıllık verilerini kullanarak yatırımcılar için değer yaratacak bir ölçü olarak, EVA, EVA Spread ve EVA momentum ile hisse getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada hipotezlerin test edilmesi için istatistiki yöntemler kullanılmıştır. Sonuçlar EVA Spread, EVA momentum ve Varlıkların getirisinin hisse getirisi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu, EVA ile hisse getirisi arasındaki ilişkinin ise önemli bir etkiye sahip olmadığını göstermiştir. Ayrıca EVA spread ile varlık getirisi arasında pozitif bir korelasyon ve EVA momentum ile hisse getirisi arasında ise negatif korelasyon olduğu bulunmuştur.

Türkiye'de ise EVA Momentum ile ilgili, metal ana sanayi veya diğer herhangi bir sektörle ilgili bilinen bir bilimsel çalışma yayınlanmamıştır.

3. METODOLOJİ

Bu çalışmanın amacı metal ana sanayisinde EVA Momentumun bir performans ölçüsü olmasının araştırılmasıdır. Bu bölüm çalışmada kullanılan örnek ve araştırma metodlarını açıklamaktadır.

Bu çalışmada kullanılan veriler 2006-2020 yılları arasında Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) tarafından halka açık olarak yayınlanan ve Borsa İstanbul'da işlem gören ana metal sanayi sektörü ve telekomünikasyon sektörüne dâhil olan firmalarının yayınladıkları uluslararası finansal raporlama standartları ile uyumlu Türkiye muhasebe standartları ve Türkiye finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş finansal tablo ve eklerinden elde edilmiştir. 2006-2020 yılları arasında toplam 20 firmanın 288 finansal tablosu üzerinde çalışılmıştır.

Tablo 1

Çalışmada incelenen firmalar

Firma Kodu	Firma Ünvanı
ASCEL	Asil Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
BR SAN	Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.
BURCE	Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayii A.Ş.
BURVA	Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.
CELHA	Çelik Halat ve Tel Sanayii A.Ş.
CEMAS	Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.
CEMTS	Çemtaş Çelik Makina Sanayi ve Ticaret A.Ş.
CUSAN	Çuhadaroglu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.
DMSAS	Demisaş Döküm Emaye Mamülleri Sanayi A.Ş.
DOKTA	Döktaş Dökümcülük Ticaret ve Sanayi A.Ş.
ERBOS	Erbosan Erciyas Boru Sanayii ve Ticaret A.Ş.
EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
FENIS	Feniş Alüminyum ve Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ISDMR	İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.
IZMDC	İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.
KRDMA, KRDMB, KRDM	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Tablo 1'in Devamı

Firma Kodu	Firma Ünvanı
OZBAL	Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt A.Ş.
SARKY	Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş.
TUCLK	Tuççelik Alüminyum ve Metal Mamülleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
YKSLN	Yükselen Çelik A.Ş.

Not. Kamuyu Aydınlatma Platformu internet sayfasından alıntılanmıştır (KAP, 2023).

Yatırılan sermayenin maliyetini hesaplamak için kullanılan sermaye yapısına bağlı borçlanma ve özsermaye miktarları ilgili yılların yılsonu uluslararası finansal raporlama standartları ile uyumlu Türkiye finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş finansal tablo ve eklerinden elde edilmiştir. Sermaye maliyetini hesaplamak için gerekli borçlanma faiz oranları firmaların ilgili mali tabloları ve eğer oranlar hakkında net bilgi bulunmuyor ise Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Veri Dağıtım Sisteminden elde edilen uzun vadeli borçlanmalar için devlet iç borçlanma faiz oranları, kısa vadeli borçlanmalar için ise bankalarca Türk Lirası üzerinden açılan ticari kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranlarının yıllara göre ortalamaları kullanılmıştır. İstatistiki analiz için gerekli gayri safi yurtiçi hasılat miktarları Türkiye İstatistik Kurumundan alınmıştır. Kullanılan vergi oranları Türkiye Cumhuriyeti Hazine ve Maliye Bakanlığından alınmıştır.

Çalışmaya dâhil olan firmaların piyasada işlem gören hisselerinin yılsonu kapanış fiyatları, firmaların beta oranları ve BİST 100 ulusal endeksi değerleri için küresel ve Türkiye sermaye piyasalarından eşzamanlı bilgi sağlayan Matriks Veri Terminali kullanılmıştır.

EVA hesaplamasında firmaların gelir tablolarındaki sürdürülen faaliyetlerin vergi öncesi kârı(zararı) alınarak dış sermaye maliyeti olarak faiz gelir ve giderleri düzeltilmiştir. Çıkan değer vergi düzeltilmesine tabi tutularak ilgili yılın vergi sonrası net faaliyet kârına ulaşılmıştır.

Sermaye maliyeti hesaplanmasında, ortalama yatırılan sermaye ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak iki temel bileşen gerekmektedir. Ortalama yatırılan sermayeye ulaşmak için cari ve geçmiş yılın yatırılan sermayeleri hesaplanmalıdır. Yatırılan sermayeye ulaşmak için firmaların kaynak yapısı incelenmiş ve özelliklerine göre gruplara ayrılmıştır. Bunlar, kısa vadeli yükümlülükler, faiz yükü taşımayan kısa vadeli yükümlülükler, uzun vadeli yükümlülükler, diğer uzun vadeli yükümlülükler ve özsermayedir. Yatırılan sermaye, faiz yükü taşıyan kısa vadeli yükümlülükler, uzun vadeli yükümlülükler ve diğer uzun vadeli yükümlülükler ve özsermayeden oluşmaktadır.

Sonraki aşamada borç özsermaye oranları belirlenmiş ve her bir borç kalemi kendine ait faiz oranı ile hesaplanarak ilgili bulunduğu sermaye grubu içerisinde ağırlıklı ortalaması hesaplanmıştır. Çıkan ağırlıklı ortalama faiz maliyetleri vergi düzeltilmesi yapıldıktan sonra ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine dâhil edilmiştir.

Özsermaye maliyeti için ise sermaye varlığı fiyatlandırma modeli kullanılmıştır. Risksiz faiz oranı olarak devlet iç borçlanma faiz oranlarının yıllık ortalamaları kullanılmıştır. Hesaplanan özsermaye maliyeti de ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine dâhil edilerek firmanın toplam ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bulunmuştur. Ortalama yatırılan sermaye hesaplanan toplam ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile çarpılarak firmanın toplam sermaye yükü bulunmuştur.

Firmaların her bir yılı için açıklanan hesaplamalar yapılarak ve vergi sonrası net faaliyet kârından toplam sermaye yükü düşülerek ilgili yıllardaki EVA değerlerine ulaşılmıştır.

EVA Momentum, bağımsız değişken olarak alınmış ve aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

$$\text{EVA Momentum} = (\text{EVA}_1 - \text{EVA}_0) / \text{Satışlar}_0 \quad (\text{Denklem.2})$$

H1 ve H2 EVA Momentumun gelecekteki değer ile ilişkisini incelemiştir. H1 EVA Momentumun piyasa değeri ile ölçülen gelecek finansal performans ile ilişkili olduğunu belirtmiştir. H2 EVA Momentumun toplam sermaye ile ölçülen gelecek finansal performans ile ilişkili olduğunu

belirtmiştir. Toplam sermaye, uzun dönemli borçların ve firmanın özsermayesinin toplamı olarak ölçülmüştür. Regresyon çözümlemesinin ardında yatan temel düşünce, bir bağımlı değişkenin, bir ya da birden çok açıklayıcı değişkene istatistiksel bağlılığıdır. Bu tür çözümlemelerin amacı, açıklayıcı değişkenlerin bilinen ya da değişmeyen değerlerine dayanarak bağımlı değişkenin ortalama değerini tahmin etmek ya da kestirmektir (Gujarati ve Porter, 2020: 28).

Araştırmada çoklu regresyon ile bağımlı değişkendeki değişimleri açıklayabilmek için denenmiş modeller (Newbold vd., 2013: 181) kullanılmıştır. Modeller, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenlerin ilişkisini açıklayabilecek literatürde geçen çalışmalarda kullanılmış olası regresyon denklemlerini geliştirmek için oluşturulmuştur (Anderson vd., 2008: 76-78). Piyasa değeri ve toplam sermayenin bağımsız değişkenler olduğu, çoklu regresyon analizleri sırasıyla H1 ve H2’ü test etmek için kullanılmıştır.

Gelir, kâr, piyasa, kaldıraç ve firma boyutu ile alakalı kovaryasyonlar H1 ve H2 regresyon modellerinde kullanılmıştır. Analist raporları, yatırımcıların kararlarını etkileyen hisse tavsiyeleri sağlamaktadır (Barker ve Imam, 2008) (Bhattacharva vd., 2003: 285-319). 1994 yılında 48 yatırım firmasının 327 şirket senedi hakkında hazırladıkları tavsiye raporlarında hangi bilgileri kullandıkları hakkında yapılan araştırmada, Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri tabanlı finansal tablolardan alınmış satış ve kâr kalemlerinin ağırlıklı olarak kullanıldığı görülmüştür (Previts vd., 1994). Gelir tablosunun hisse fiyatlarını etkileyen bilgilerin yarısını içerdiği görülmüştür (Ball ve Brown, 1968). Satışlar, net kâr, vergi öncesi kâr, finansman gideri öncesi kâr, brüt kâr/zarar, vergi öncesi kâr/zarar hisse başı kazanç, hisse başı değişim oranı, toplam yükümlülükler, toplam varlıklar, hisse başı kazanç ve kaldıraç oranı regresyon modellerinin kovaryasyonları olarak kullanılmıştır.

Analistlerin tavsiyelerinde genellikle piyasa durumu ve büyüme konuları bulunmaktadır (Breton ve Taffler, 2001:-101). Yıllara göre gayrisafi yurtiçi hasıladaki değişim oranı makroekonomik şartlardaki büyümeyi belirlemek üzere bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Araştırmalarda varlıkların doğal logaritması, satışlar ve çalışan sayısı firmanın boyutunu hesaplamak için kullanılmıştır (Singh, 1986: 562-585). Firma boyutunun beklenen getiri ile ilişkili olduğu gösterilmiştir (Berk, 1995: 275-286). Bu ampirik çalışmada, toplam varlıkların doğal logaritması bir kontrol değişkeni (Bowerman vd., 2008: 67) olarak kullanılmıştır.

Sermaye yapısı ile ilgili bir çalışmada, hissedarın özsermaye getirisinin, firmanın finansal kaldıraç oranı arttıkça daha da yükseldiği belirtilmiştir (Modigliani ve Miller, 1958:-297). Fazladan bir açıklayıcı değişken olarak kaldıraç oranı, borcun toplam varlıklara oranı olarak tanımlanmıştır (DeFond ve Jambalvo, 1994) (Kim vd., 2002) (Peasnell vd., 2005).

H1 ve H2 için ilk regresyon modeli:

$$H1: PD = \beta_0 + \beta_1 EVAM_0 + \beta_2 BÜYÜME_0 + \beta_3 FİRMABOYUTU_0 + e_0 \text{ ve} \quad (\text{Denklem 3})$$

$$H2: TS_1 = \beta_0 + \beta_1 EVAM_0 + \beta_2 BÜYÜME_0 + \beta_3 FİRMABOYUTU_0 + e_0, \quad (\text{Denklem 4})$$

Burada, yıl 1 in sonundaki, “PD₁” piyasa değeri ve “TS₁” toplam sermaye bağımsız değişkenlerdir. Regresyon modellerinde “EVAM₀” EVA Momentum olarak ilgili değişken ve önceki yıl toplam varlıkları “FİRMABOYUTU₀” ‘nın doğal logaritması fazladan bir bağımsız değişken olarak bulunmaktadır. Pearson korelasyonu bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi ölçmek için kullanılmıştır (Berenson vd, 2012: 130). Bağımsız değişkenleri göstermek ve regresyon modellerinin açıklayıcılığını karşılaştırabilmek amacıyla model değişkenlerinde çeşitlilik uygulanmıştır. Model sonuçları yıllara göre hesaplanmış panel veri kullanılarak ölçülmüştür.

Parasal değişkenler çok büyük miktarda değişkenler olduğu için firmalar arasındaki büyük asimetriyi ortadan kaldırmak ve değişkenleri daha fazla doğrusallaştırmak için piyasa değeri, firma boyutu, satışlar, brüt kâr/zarar, finansman gideri öncesi kâr/zarar, vergi öncesi kâr/zarar, toplam yükümlülükler, toplam sermaye değişkenlerinin doğal logaritması alınmıştır.

4. BULGULAR

Bu çalışmanın araştırma amacı Eva Momentumu Türkiye ana metal sanayi sektöründe bir performans ölçüsü olarak incelemek, EVA Momentumu farklı sektörler arasında karşılaştırmak ve EVA Momentumun finansal performans ile ilişkisini anlamaktır. Tablo 2 hipotezleri test etmek için kullanılan verilerin tanımlayıcı istatistiklerini içermektedir.

Veriler toplanıp düzenlendikten sonra hipotezleri test etmek için kullanılan son örnek, ilgili sektörler altında bulunan 20 firmanın 2006-2020 yılları arasında kamuya açıklanan 288 finansal tablosudur. Tablo 2 son örneğin 2008-2020 arasında 12 yıllık dönemde firmaların tüm yılları için EVA Momentum tanımlayıcı istatistiklerini göstermektedir. Ortalama olarak 12 yıllık dönemde ana metal sanayisi sektörünün toplu EVA Momentumu (Ort.=0,009610, St.Sap.=0,298434) tanımlayıcı istatistikleri hesaplanmıştır. İki hipotez için test sonuçları aşağıda anlatılmıştır.

Tablo 2

2008-2020 yılları EVA Momentum tanımlayıcı istatistikleri

	n	Ort.	St.Sap.	95%'lik Güven Aralığı	
				Alt Sınır	Üst Sınır
Ana Metal Sanayi	227	0,009610	0,298434	-0,030	0,050

Hipotez EVA Momentumun piyasa değeri ile ölçülen gelecek finansal değer ile ilişkili olduğunu belirtmiştir. Pearson korelasyon katsayıları ve STATA yazılımı regresyon model değişkenlerinin birbirleri ile olan ilişkilerini incelemek için kullanılmıştır. EVA Momentum ve piyasa değeri ilişkili (correlated) değildir. Çoklu doğrusallık çalışmada kullanılan tüm modeller için test edilmiş ve herhangi bir sorunla karşılaşmamıştır.

Kurulan modellerin her birisinde kullanılan bağımsız değişkenlerin tümü birlikte anlamlıdır ($p < 0,001$). Beşinci model %64 ile en yüksek açıklayıcılık gücüne sahiptir. Firma boyutu ve büyümenin de dahil edildiği tüm modellerde açıklayıcılık gücü %60'ın altına düşmemiştir.

Birinci modelin içerisinde kullanılan bağımsız değişkenlerin tümü birlikte anlamlıdır. Birinci modelin açıklayıcılık gücü %61 dir. Tüm modellerde firma boyutu piyasa değeri üzerinde en yüksek etkiye (beta katsayısına) sahip ve anlamlı değişken olmaktadır. Büyüme piyasa değerinin belirlenmesinde yedi modelin beşinde modelde anlamlı bulunmuştur. EVA momentumun beşinci model dışında tüm modellerde anlamlı ve negatif etkiye sahip olduğu görülmektedir. En yüksek açıklayıcılık gücüne sahip olan beşinci modelde ($R^2=0,6396$) EVA Momentum negatif etkiye sahiptir fakat anlamlı değildir ($\beta=0,479$, $t=1,91$, $p=0,058$). Buna karşın hisse başı kazanç ve brüt kâr üzerinden hisse başı kazanç anlamlı değişkenler olmuştur. Bu modelde özellikle hisse başı kazanç oranı yüksek pozitif katsayıya sahiptir. Diğer modellerde olduğu gibi bu modelde de en yüksek etkiye firma boyutu sahiptir ($\beta=1,3951$, $t=10,71$, $p=0,00$). EVA Momentumun en yüksek etkiye sahip ve anlamlı olduğu model üçüncü model olmuştur. Firma boyutu, büyüme ve EVA Momentum ile birlikte brüt kâr ve vergi öncesi kârın diğer değişkenler olarak kullanıldığı bu modelde diğer modellerde olduğu gibi firma boyutu en yüksek etkiye sahiptir.

Tablo 3*Piyasa değeri tahmini regresyon analizleri 1*

Model No	1	2	3	4
	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri
Firma Boyutu	1,204*** (7,14)	1,371*** (9,15)	1,353*** (9,11)	1,384*** (9,12)
EVA Momentum	-0,321 (-0,99)	-0,606* (-2,11)	-0,641* (-2,23)	-0,622* (-2,21)
L.EVA Momentum	-0,031 (-0,12)	-0,171 (-0,64)	-0,197 (-0,74)	-0,184 (-0,71)
Satışlar	0,239 (1,67)			
Büyüme	0,033 (1,74)	0,047* (2,59)	0,046* (2,52)	0,047** (2,65)
Brüt Kâr/Zarar		-0,07 (-0,44)	-0,005 (-0,33)	
Finansman Gideri Öncesi Kâr/Zarar		-0,005 (-0,76)		
Vergi Öncesi Kâr/Zarar			0,004 (0,70)	
Kaldıraç Oranı				-0,596 (-0,95)
Sabit	-8,789** (-2,89)	-7,379* (-2,55)	-7,127* (-2,47)	-7,518* (-2,59)
Gözlem	219	219	219	219
R ² -Genel	0,6096	0,6045	0,6116	0,6106
P-Değeri	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Not. Olasılık değerleri: * p<0,05, ** p<0,01, *** p<0,001

Yıl etkisine göre düzenlenmiş panel verinin kullanıldığı, hem de yılların etkisini ayıklayabilmek ve görebilmek için yıl gölge değişkenlerini modellere dahil ettiğimiz modellerdeki sonuçlara baktığımızda Tablo 3 ve Tablo 4'teki sonuçların benzerlerine ulaşılmaktadır. Beş numaralı model bu hesaplamada da en yüksek açıklayıcılık gücüne ($R^2=0,6227$) sahiptir. Bu hesaplamada büyüme piyasa değeri üzerinde kurulan bütün modellerde anlamlı ve pozitif etkiye sahiptir. EVA momentum ise hiçbir modelde anlamlı bir değişken olmamıştır. Yıllar bazında gölge değişken etkisine bakıldığında ise 2007-2008 küresel krizinin etkileri 2010-2011 yıllarında firmaların piyasa değeri üzerinde yüksek negatif katsayılı olarak görülmektedir. Daha sonra 2017 yılına kadar kısmen azalan gölge değişken etkisi 2017-2018 ülkemizde gerçekleşen döviz ve borç krizine paralel olarak negatif katsayı etkisi artmıştır. 2019 yılında piyasalarda stabilizasyonun sağlanması ile birlikte anlamlı bir gölge değişken etkisi bulunmamıştır. Bu çalışmanın bulgularına göre EVA momentum ile gelecekteki piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 4*Piyasa değeri tahmini regresyon analizleri 2*

Model No	5	6	7
	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri
Firma Boyutu	1,395*** (10,71)	1,710*** (4,77)	1,362*** (5,45)
Hisse Başı Kazanç	0,399** (2,90)		
Hisse Başı Kazanç (Brüt Kâr/Zarar)	-0,112** (-3,09)		
Hisse Başı Kazanç Değişim Oranı	0,002 (0,58)		
EVA Momentum	-0,479 (-1,91)	-0,616* (-2,20)	-0,599* (-2,13)
L.EVA Momentum	-0,193 (-0,84)	-0,178 (-0,69)	-0,168 (-0,65)
Büyüme	0,015 (0,94)	0,048** (2,69)	0,045* (2,51)
Toplam Yükümlülükler		-0,333 (-1,11)	
Toplam Sermaye			-0,016 (-0,08)
Kaldıraç Oranı			
Sabit	-7,522** (-2,95)	-7,940** (-2,67)	-7,039* (-2,45)
Gözlem	219	219	219
R ² -Genel	0,6396	0,093	0,6072
P-Değeri	0,0000	0,0000	0,0000

Not. Olasılık değerleri: * p<0,05, ** p<0,01, *** p<0,001

İkinci hipotez de EVA momentumun firmanın toplam sermayesi ile ölçülen değeri üzerindeki etkisinin anlaşılması ile ilgilidir. Kurulan tüm modellerde çoklu doğrusallık test edilmiş ve herhangi bir sorunla karşılaşmamıştır. Bu test için Pearson korelasyon katsayıları ve STATA yazılımı regresyon model değişkenlerinin birbirleri ile olan ilişkilerini incelemek için kullanılmıştır. EVA Momentum ve firmanın toplam sermayesi ilişkili (correlated) değildir.

Kurulan modellerin her birisinde kullanılan bağımsız değişkenlerin tümü birlikte anlamlıdır (p<0,001). Firma boyutu ve büyümenin de dahil edildiği tüm modellerde açıklayıcılık gücü %96'nın altına düşmemiştir. Kurulan modellerin tamamı yüksek açıklayıcılık gücüne sahip ve anlamlıdır. Kurulan dördüncü model en yüksek açıklayıcılık gücüne (R²=0,9814) sahiptir. Bu modelde EVA Momentum pozitif katsayıya sahip fakat anlamlı bir değişken (β=0,045, t=0,57, p=0,572) değildir.

Aynı modelde kullanılan firma boyutu değişkeni en yüksek pozitif katsayıya sahip anlamlı değişken ($\beta=1,074516$, $t=24,95$, $p=0,00$), kaldıraç oranı ise en yüksek negatif etkiye sahip anlamlı değişken ($\beta=-1,617178$, $t=-9,10$, $p=0,00$) olmuştur. Kurulan tüm modellerde en yüksek pozitif etkiye sahip anlamlı değişken firma boyutu olmuştur. EVA momentum tüm modellerde pozitif etkiye sahiptir fakat anlamlı bir değişken olarak bulunamamıştır.

Panel verinin kullanıldığı ve yılların etkisini de görebilmek için yıl gölge değişkenlerinin modellere dahil edildiği modellerdeki sonuçlar diğer sonuçlar ile benzetilmektedir. İncelenen tüm modeller birlikte anlamlıdır ($p<0,001$). Modellerin hepsi yüksek açıklayıcılık gücüne sahiptir. Açıklayıcılık gücü %96'nın altına düşmemiştir. Dördüncü model %98 açıklayıcılık gücü ile tablo a ya benzer şekilde en yüksek açıklayıcılık gücüne sahiptir.

Bu modelde de firma boyutu en yüksek pozitif katsayıya ($\beta=1,294132$, $t=14,81$, $p=0,00$) sahip değişken, kaldıraç oranı ise en fazla negatif etkiye ($\beta=-1,438272$, $t=-7,45$, $p=0,00$) sahip anlamlı değişken olmuştur. Daha önceki hesaplamalara benzer şekilde tüm modellerde firma boyutu en yüksek pozitif katsayıya sahip ve anlamlı değişken olmuştur. Ayrıca ekonomik büyüme tüm modellerde anlamlı ve negatif bir etkiye sahiptir. EVA Momentum hiçbir modelde anlamlı bir değişken değildir.

Tablo 5

Toplam sermaye tahmini regresyon analizleri 1

Model No	1	2	3	4
	Toplam Sermaye	Toplam Sermaye	Toplam Sermaye	Toplam Sermaye
Firma Boyutu	0,964*** (16,78)	0,982*** (19,35)	0,979*** (20,16)	1,075*** (24,95)
EVA Momentum	0,122 (1,11)	0,082 (0,84)	0,052 (0,55)	0,045 (0,57)
L.EVA Momentum	0,029 (0,32)	0,007 (0,07)	-0,010 (-0,12)	-0,020 (-0,27)
Satışlar	0,026 (0,53)			
Büyüme	-0,013* (-2,06)	-0,011 (-1,84)	-0,013* (-2,18)	-0,006 (-1,26)
Brüt Kâr/Zarar		-0,003 (-0,52)	-0,000 (-0,03)	
Finansman Gideri Öncesi Kâr/Zarar		0,000 (0,09)		
Vergi Öncesi Kâr/Zarar			0,007*** (3,80)	
Kaldıraç Oranı				-1,617*** (-9,10)
Sabit	-0,137 (-0,13)	0,036 (0,04)	0,024 (0,03)	-1,084 (-1,31)
Gözlem	225	225	225	225
R ² -Genel	0,9651	0,9656	0,9685	0,9814
P-Değeri	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Not. Olasılık değerleri: * $p<0,05$, ** $p<0,01$, *** $p<0,001$

Yıllara göre gölge değişken etkisini incelediğimizde toplam sermaye üzerinde 2010-2015 yılları arasında anlamlı fakat sınırlı bir etkiye sahiptir. 2010 yılında negatif bir katsayı varken 2011-2015 yılları arasında pozitif bir ve anlamlı bir değişken etkisi gerçekleşmiştir. 2015 yılı sonrasında ise anlamlı bir etki görülmemiştir.

Tablo 6

Toplam sermaye tahmini regresyon analizleri 2

Model No	5 Toplam Sermaye	6 Toplam Sermaye
Firma Boyutu	0,961*** (19,29)	1,607*** (14,74)
Hisse Başı Kazanç	0,132* (2,50)	
Hisse Başı Kazanç (Brüt Kâr/Zarar)	-0,034* (-2,45)	
Hisse Başı Kazanç Değişim Oranı	-0,000 (-0,13)	
EVA Momentum	0,049 (0,51)	0,074 (0,86)
L.EVA Momentum	-0,013 (-0,15)	0,003 (0,04)
Büyüme	-0,011 (-1,72)	-0,007 (-1,21)
Toplam Yükümlülükler		-0,580*** (-6,33)
Toplam Sermaye		
Kaldıraç Oranı		
Sabit	0,406 (0,42)	-1,383 (-1,51)
Gözlem	222	225
R ² -Genel	0,9665	0,977
P-Değeri	0,0000	0,0000

Not. Olasılık değerleri: * p<0,05, ** p<0,01, *** p<0,001

Modellerde uygulanan tüm t-test sonuçlarına göre EVA Momentum ile firmaların toplam sermayeleri arasında istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Stewart'ın (2009) EVA momentum'un bir erken uyarı aracı olduğu iddiasını desteklememektedir. Bu çalışmadaki bulgulara göre EVA Momentum ile toplam sermaye arasında istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki yoktur.

5. SONUÇ

EVA uzantılı çözümlerin şirketlerin finansal değerlendirme ve performans tespiti konusundaki başarısı ile ilgili kanıtlar hala yetersizdir. Türkiye'de ise bilinen hiçbir çalışmada EVA Momentum deneysel açıdan incelenmemiştir. Bu araştırmada; EVA Momentum'un gelecekteki finansal performansı tahmin yeteneği araştırılmıştır.

EVA Momentum'un test edildiği literatür çalışmalarında uygulanan şirketler açısından olumlu sonuçlar bulunmasına rağmen bulgular her ekonomi ya da endüstri açısından doğruyu yansıtmayabilir. Nitekim bu çalışmada ele alınan Türkiye ve metal sanayi şirketleri açısından sonuçlar belirleyici çıkmamıştır. Çalışmada amprik yöntemler kullanılarak Türkiye'de Borsa İstanbul Ana Metal Sanayi'nde faaliyet gösteren işletmeler üzerinde EVA Momentum çalıştırılmış ve işletmelerin performanslarının belirlenmesinde etkisinin olmadığı ortaya çıkmıştır. Özellikle bu çalışmanın merkezindeki Türk işletmeleri açısından çıkan sonuçlara bakılarak literatürdeki çalışmalar ile çelişen noktalar başta kültürel farklılıklar kaynaklı olmak üzere, genel olarak ekonomik ve finansal yetersizlikleri de içine alan sebeplerle ifade edilebilir. Öte yandan, Türkiye'de metal sanayine bakıldığında her ne kadar dünyanın en büyük sekizinci üreticisi ve ihracatçısı konumunda bulunsa da ulusal ekonomideki yapısal sorunların tesirinde olduğu için artan olumsuz global ekonomik koşullara karşı kırılgan bir yapıdadır.

Araştırma bulgularının literatürdeki çalışmalarla çelişmesini sağlayan başka bir detay da muhasebe kayıt sistemi ve buna bağlı uygulamalar ve düzenlemelerdir. Türkiye gibi ülkelerde kamuyu aydınlatma ve yatırımcıların korunması çerçevesinde önemli sapmalar da bulunmaktadır. Bu gibi nedenlerle, konunun literatürde akademik olarak ele alınışı başka iken uygulamada ve piyasa tarafında yatırım yapanların ilgi odağı da farklı olabilmektedir. Ayrıca EVA Momentum kullanılarak bir şirketin bu perspektiflerle gerçek değerinin hesaplanması ancak şirketi yakından bilen biri tarafından hesaplanması esas olacaktır. Bunun dışındaki hesaplamaların sorun olacağı ve doğru sonuç vermeyeceği de unutulmamalıdır. Makalenin başka boyut ve perspektiflerle yeni çalışmalara yol açması ve EVA Momentumun ayrıntılı incelenmesinin önü açılmaktadır.

Beyan ve Açıklama / Disclosure Statement

Yazarlar tarafından herhangi bir çıkar çatışması beyan edilmemiştir.

The authors have no conflict of interest to declare.

Finansal Destek / Funding

Bu çalışmada herhangi bir finansal destek alınmamıştır.

No funding to declare for this study.

Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı / Author Contribution Statement

Bütün yazarlar eşit düzeyde katkı vermiştir.

All authors have contributed equally.

Etik Kurul İzni / Ethics Board Approval

Bu çalışma etik kurul izni gerektirmemektedir.

This study does not require ethics board approval.

Bu Makaleye Atıf Vermek İçin / To Cite This Article: Beşoğlu, Ç. ve Aslan, S. (2024). Borsa İstanbul ana metal sanayi şirketlerinin ekonomik katma değer momentum yöntemi ile ampirik değerlendirilmesi. *İda Academia Muhasebe ve Maliye Dergisi*, 7(1), 1-14. <https://doi.org/10.52059/idaacmmd.1317510>

KAYNAKÇA

- Abate, J. A., Grant, J. L., & Stewart, G. B. (2004). The eva style of investing: emphasizing the fundamentals of wealth creation. *Journal of Portfolio Management*, 30(4), 61-72.
- Anderson, D. R., Sweeney, D. J., & Williams, T. A. (2008). *Statistics for business and economics* (9. Baskı). Thomson South Western.
- Athanassakos, G. (2007). Value based management, eva and stock price performance in Canada. *Management Decision*, 45(9), 1397-1411.
- Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., & Thakor, A. V. (1997). The search for the best financial performance measure. *Financial Analysts Journal*, 53(3), 11-20.
- Ball, R., ve Brown, P. (1968). An emperical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Barker, R., & Imam, S. (2008). Analysts' perceptions of earnings quality. *Accounting and Business Research*, 38(4), 313-329.
- Berenson, M. L., Levine, D. M., & Krehbiel, T. C. (2012). *Basic business statistics: Concepts and applications*. Prentice hall.
- Berk, J. (1995). A critique of size related anomalies. *Review of Financial Studies*, 8(2), 275-286.
- Bhattacharva, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Larson, C. R. (2003). Assessing the relative informativeness and permanence of proforma earnings and gaap operating earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 36, 285-319.
- Bowerman, B. L., O'Connell, R. T., Orris, J. B., & Porter, D. C. (2008). *Essentials of business statistics*. McGraw-Hill Irwin.
- Breton, G., & Taffler, R. J. (2001). Accounting information and analyst stock recommendation decisions: A content analysis approach. *Accounting and Business Research*, 31(2), 91-101.
- Colvin, G. (2010). Many performance ratios lie about a company's health. A new metric has emerged that can't easily be gamed-and savvy investors and managers will check it out. *Fortune*, 161(1), 1-4.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and the manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 145-176.
- Ferguson, R., Rentzler, J., & Yu, S. (2005). Does economic value added (eva) improve stock performance profitability? *Journal of Applied Finance*, 15(2), 101-113.
- Forker, J., ve Powell, R. (2008). A comparison of error rates for eva, residual income, gaap-earnings and other metrics using a long window valuation approach. *European Accounting Review*, 17(3), 471-502.
- Griffith, J. M. (2006). Eva and stock performance. *Journal of Investing*, 15(2), 75-78.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2020). *Temel ekonometri* (Ü. Şenesen & G. Günlük Şenesen, Çev.; 5. Basım). Literatür Yayıncılık. (Orijinal kitap 2009 yılında yayımlanmıştır)
- Hacırüstemoğlu, R. (1999). *Maliyet muhasebesi kayıt sistemi*. Türmob Yayınları.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1992). The balanced scorecard - measures that drive performance. *Harvard Business Review*, 70(1), 71-79.
- KAP. (2023). *Sektörler*. <https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler>

- Kim, H., Gu, Z., & Mattila, A. S. (2002). Hotel real estate investment trusts' risk features and beta determinants. *Journal of hospitality ve tourism research*, 26(2), 138-154.
- Lee, S., & Kim, W. G. (2009). Eva refined eva, mva or traditional performance measures for the hospitality industry? *International Journal of Hospitality Management*, 28, 439-445.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Nakhaei, H., & Nakhaei, G. (2016, May, 58-65). *Analyzing the relationship between economic value added, eva momentum and accounting criteria with stock return in Malaysian firms*. 6th annual International Conference on Accounting and Finance, Global Science ve Technology Forum, https://doi.org/10.5176/2251-1997_AF16.23
- Newbold, P., Carlson, W. L., & Thorne, B. M. (2013). *Statistics for business and economics*. Pearson Education.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(7-8), 1311-1346.
- Previts, G. J., Bricker, R. J., & Robinson, T. R. (1994). A content analysis of sell-side financial analyst company reports. *Accounting Horizons*, 8(2), 55-70.
- Roodposhti, F. R., Ahmadvand, M., & Sadehvand, M. J. (2016). Examining the ability of eva momentum, eva spread ve conventional performance measures to predict stock return. *Doa Journal*, 18(2), 307-330.
- Singh, J. (1986). Performance slack and risk taking in organization decision making. *Academy of Management Journal*, 29(3), 562-585.
- Stewart, G. B. (1991). *The quest for value: A guide for senior managers*. Harper Business.
- Stewart, G. B. (2009). Eva momentum: The one ratio that tells the whole story. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(2), 74-86.
- Tully, S. (1993). The real key to creating wealth. *Fortune*, 128(6), 38-45.
- Van horne, J C., & Wachowicz, J. M. (2001). *Fundamentals of Financial Management*. Prentice Hall.

KAMU BANKALARININ TAHSİSLİ SERMAYE ARTIRIM KARARLARI DUYURULARININ HİSSE FİYATLARINA ETKİSİ

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

Araştırma Makalesi

Yıldırım Ercan ÇALIŞ¹ 

Ayfer KAYACAN² 

Mert AKÇAY³  Mesut HURŞİTOĞLU⁴  Emel BEYAZYOL⁵ 

Gönderim Tarihi: 24.06.2023

Kabul Tarihi: 18.09.2023

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

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

JEL Sınıflandırması: C12, G21, G32

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

Keywords: Dedicated Capital Increase, Stock Prices, Public Banks

JEL Classification: C12, G21, G32

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

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

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

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

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

1. GİRİŞ

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

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

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

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

2. TAHSİSLİ SERMAYE ARTIRIMI SÜRECİ İLE İLGİLİ DÜZENLEMELER

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. LİTERATÜR ÇALIŞMASI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. KAMU BANKALARININ TAHSİSLİ SERMAYE ARTIRIMI DUYURULARININ HİSSE FİYATLARINA ETKİSİ

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

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

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

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

4.1 Çalışma Seti ve Yöntem

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

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

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

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

Tablo 1

Kamu bankaları ihraç belgeleri

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

R_{mt} ise aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Bu bilgiler ışığında aşağıdaki hipotezler çalışma için belirlenmiştir:

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

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

4.2. Bulgular

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

Tablo 2

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

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

Tablo 2'nin Devamı

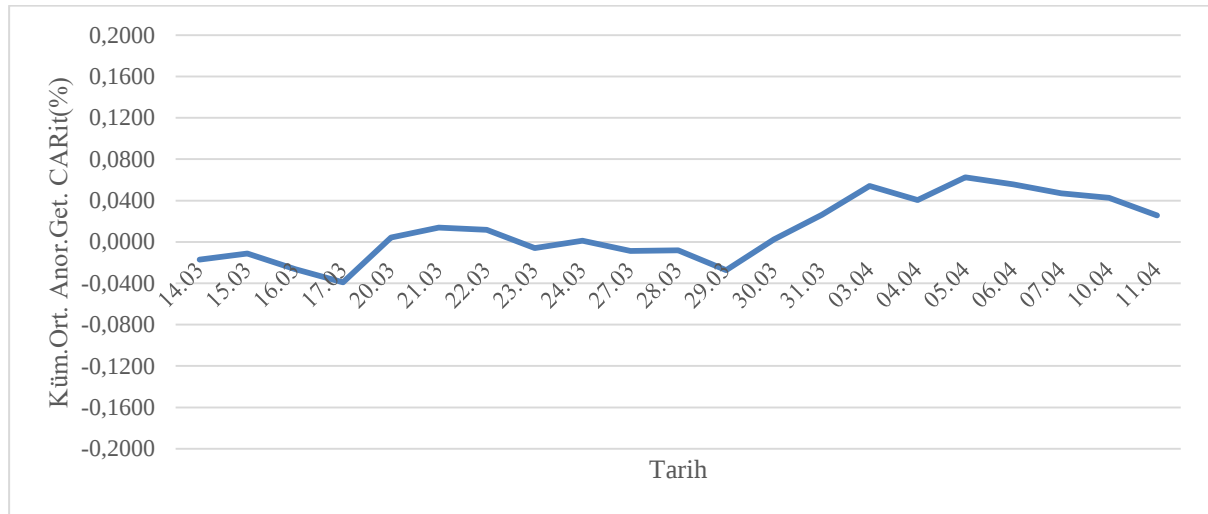
Olay Zamanı	VAKBN	HALKB	VAKBN	HALKB	Bankacılık Endeksi Getiri	Bankacılık Endeksi	VAKBN	HALKB	Ortalama Anormal Getiri	Kümülatif Ortalama Anormal Getiri
(Günü)	Pit	Pit	Rit	Rit	Rmt	It	ARit(%)	ARit(%)	AARit(%)	CARit(%)
4.04.2023	9,06	11,32	0,0055	-0,0018	0,0153	4504,74	-0,0097	-0,0171	-0,0134	0,0406
5.04.2023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

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

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

Şekil 1

Kümülatif anormal getirilerinin olay tarihine duyarlılığı



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

5. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

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

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

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

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

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

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

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

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

Beyan ve Açıklama / Disclosure Statement

Yazarlar tarafından herhangi bir çıkar çatışması beyan edilmemiştir.

The authors have no conflict of interest to declare.

Finansal Destek / Funding

Bu çalışmada herhangi bir finansal destek alınmamıştır.

No funding to declare for this study.

Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı / Author Contribution Statement

Bütün yazarlar eşit düzeyde katkı vermiştir.

All authors have contributed equally.

Etik Kurul İzni / Ethics Board Approval

Bu çalışma etik kurul izni gerektirmemektedir.

This study does not require ethics board approval.

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

KAYNAKÇA

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

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

Çağatay BEŞOĞUL, Sinan ASLAN

BORSA İSTANBUL ANA METAL SANAYİ ŞİRKETLERİNİN
EKONOMİK KATMA DEĞER MOMENTUM YÖNTEMİ İLE
AMPİRİK DEĞERLENDİRİLMESİ

1

Yıldırım Ercan ÇALIŞ, Ayfer KAYACAN, Mert AKCAY, Mesut HURŞİTOĞLU, Emel BEYAZYOL

KAMU BANKALARININ TAHSİSLİ SERMAYE ARTIRIM
KARARLARI DUYURULARININ HİSSE FİYATLARINA ETKİSİ

15

