

HİSSE GERİ SATIN ALIMLARI PİYASA FİYATINI ETKİLER Mİ? BİST SİNAİ ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Semra AYAN CİVELEK¹
Fatih KONAK²

Özet

Bu çalışmada, 01.01.2014-10.01.2020 zaman diliminde Borsa İstanbul Sınai Endeksi'nde yer alan 34 işletmenin ilan etmiş oldukları pay geri satın alım duyurularının piyasa değerine olası etkisini açığa çıkarılması amaçlanmıştır. Bu çerçevede, kamuya açık bilgi setlerinin fiyatlara eş zamanlı olarak yansımaları biçiminde ifade edilebilen yarı-güçlü formda piyasa etkinliğini test edebilmek için Olay Çalışması yönteminden istifade edilmiştir. Ulaşılan veriler ışığında, duyuru günü ve sonrası ilk günde pozitif Ortalama Anormal Getiri bulunurken, izleyen diğer günlerde genel bir eğilim gözlemlenmemiştir. Sonuç olarak, Borsa İstanbul Sınai Endeksi'ndeki firmaların piyasa fiyatı üzerinde pay geri satın alım ilanlarının, düşünülebilir bir etkiye sahip olduğu ve piyasanın yarı-güçlü formda etkin olmadığı iddia edilebilir.

Anahtar Kelimeler: Hisse Geri Satın Alımları, Etkin Piyasa Hipotezi, BİST Sınai Endeksi

DO SHARE BUY BACKS EFFECTS MARKET PRICE? EMPIRICAL EVIDENCE FROM BIST INDUSTRIAL INDEX

Abstract

In this paper, it is aimed to reveal the possible effect of the share repurchase announcements on the market value announced by 34 firms listed on the Stock Exchange Istanbul Industrial Index during the period 01.01.2014-10.01.2020. In this sense, the Event Study method is utilised to test market efficiency in semi-strong form, which can be stated as the simultaneous reflection of publicly available information sets on prices. In the light of the data obtained, while positive Average Abnormal Return was detected on the day and first day after the announcement, any trend is observed in the consequent days. In conclusion, it can be said that the share repurchase announcements of the firms in the Borsa Istanbul Industrial Index have a conceivable impact on the market price and that the market is not efficient in a semi-strong form.

Keywords: Stock Repurchases, Efficient Market Hypothesis, BIST Industrial Index

1. GİRİŞ

Başta Amerika Birleşik Devletleri (ABD) olmak üzere Türkiye'de ise yeni bir uygulama alanı olmakla beraber, birçok ülkedeki sermaye piyasalarında çokça hisse geri alımları yapılmaktadır. Hisse geri alımı, belli bir program kapsamında sermaye piyasasında (borsada) işlem gören bir firmanın kendi hisselerini satın alması şeklinde ifade edilebilir. Özellikle, ABD sermaye piyasalarında bir firmanın kendi paylarını geri alması çok yaygın olarak gerçekleşmektedir. Kendi paylarını geri satın almak için 589 milyar ABD doları ödeme 2007 yılında S&P-500 Endeksi'ne dahil olan firmalar yapmışlardır. Payın geri satın alımı Türkiye'de ise 2009 yılı sonunda alınan bir kararla ilk kez sınırlı sayıda firmaya olanak sağlanmıştır (Ergin,

¹ Hitit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, semraayan90@gmail.com, ORCID: 0000-0003-2945-9918.

² Hitit Üniversitesi, İktisadi İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, fatihkonak@hitit.edu.tr, ORCID: 0000-0002-6917-5082.

2011: 67). Amaç kapsamında, hisse geri alımları, hisselerinin olması gerekenin altında değerlendirildiğini düşünmesi, firmaların atıl nakitlerini değerlendirmek istemesi, farklı bir firma tarafından devralınmasının engellenmesi ve optimal kaldıraç seviyesini yani sermaye yapısını oluşturması için yapılabilir (Karakuş, vd., 2017: 56).

Cumhuriyet kuruluncaya kadar Türkiye sanayisi siyasi ve ekonomik baskı sebebiyle kan kaybetmeye başlaması Atatürk'ün destekleriyle yeniden canlanma imkânına kavuşmuş ve 17 Şubat 1923 tarihinde "I. İktisat Kongresi" İzmir'de yapılmış ve 10 yıllık "Liberal Dönem" özel girişimcilerin önü açarak başlamıştır (Doğan, 2013: 212-213). Ülkeler büyüdükçe sektörlerin ekonomi içindeki payları da değişmesine rağmen, imalat sanayisinin ekonomi içindeki yeri bir ülkenin gelişme sürecindeki en temel göstergelerinden biri olarak görülmektedir. (Polat, 2011: 25). Diğer taraftan, dünyada sanayinin göreceli olarak değerini kaybetmesi ve rekabetçiliğini yitirmesiyle beraber meydana gelen "sanayisizleşme" (deindustrialization) süreci sorgulanmakta, 1980'lerden bugüne yaşanan hizmetler ve finans dalına dayalı gelişmenin devam edilip edilmeyeceği tartışma konusu olmaktadır. Sanayisizleşmeye dış ticarete konu olmayan hizmet sektörlerinde ve gelişmekte olan devletlerde kaynakların önemli bir kısmının üretken yatırımlardan uzak faaliyet sahalarında istifade ediliyor olması neden olmaktadır (Eser, 2014: 27). Ancak, İmalat Sanayiinde Dönüşüm Özel İhtisas Komisyonu Raporunda (2014); Türkiye ekonomisinin geleceği için yüksek nitelikli bir imalat sanayii yapısının hayati önemde olduğu belirtilmiştir. Türkiye'nin 2023 gayeleri için imalat sanayisinin önemli olması üç ana sebebe dayandırılmıştır. İmalat sanayi sektörünün ekonominin genelindeki verimlilik artışlarına yaptığı pozitif katkı ve bu yüzden de ekonomik büyüme kapasitesini artırması *birinci sebebi*; dünyada teknolojik gelişme ve yenilikçi faaliyetlere neden olan Ar-Ge harcamalarının büyük oranda imalat sanayii sektörü bünyesinde gerçekleştirilmesi *ikinci sebebi*; en kronik yapısal problemlerin başında gelen cari açık Türkiye ekonomisinin yurt içinde yüksek katma değerli bir imalat sanayii yapısına ulaşılması ile çözülebilmesi ise *üçüncü sebebi* oluşturmaktadır (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2014: 1-2).

Şirketlerin kendi paylarını satın almaları birçok ülke piyasası için geçmişi uzun olmasına rağmen, Türkiye'de ancak 2009 yılında şirketler buna sahip olmuştur. 1956 ve 2011 arası yıllarda yürürlükte bulunan 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nin madde 329'da, şirketlerin kendi paylarını geri satın alamayacaklarına yer verilmekteydi. Ayrıca, bu maddede şirketlerin kendi paylarını satın almalarına açıklanan istisnai durumlarda izin verilmiştir (Karakuş, Zor ve Küçük, 2017: 58). 21.07.2016 tarihli halka açık ortaklıkların borsada bulunan hisse senetlerinin geri satın alımını herhangi bir sınır söz konusu olmaksızın gerçekleştirebilmelerine ilişkin kararı Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından alınmıştır. İlaveten 21.07.2016 tarihindeki duyuru, II-22.1 sayılı Geri Alınan Hisseler Tebliği'nde (Tebliğ) düzenlenen yetkilendirme ve %10'luk sınır ile günlük işlem miktarı ortalamasının %25'inin geçilemeyeceğine ilişkin işlem esasının ikinci bir duyuruya kadar uygulanmamasını kapsamaktadır (www.spk.gov.tr.). Bununla birlikte, bu kararlar 15 Temmuz darbe girişimi ardından dalgalı bir seyir gösteren piyasalar, kısa sürede toparlanma eğilimi görülmüştür. SPK önemli bir hamleyle şirketlerin 'limitsiz' hisse geri alımında bulunabileceğini açıklamıştır. Geri alımla hisse senedinin fiyatının artırılması, piyasadaki belirsizliğin azaltılması hedeflenmekte ve yatırımcıya ise "şirketime güveniyorum" iletisi verilmektedir (www.ekonomist.com.tr). Bu açıdan bakıldığında, hisse senedi geri satın alım muamelesi ve/veya

duyurusunun, piyasa katılımcıları tarafından olumlu idrak edildiği iddia edilebilir. Bu çerçevede, 01.01.2014-10.01.2020 zaman diliminde Borsa İstanbul Sınai Endeksi'nde yer alan 34 işletmenin ilan etmiş oldukları pay geri satın alım duyurularının piyasa değerine olası etkisini ortaya çıkarılması amaçlanmıştır.

2. ETKİN PİYASA HİPOTEZİ VE DAVRANIŞSAL FİNANS

Etkin Piyasa Hipotezi, 1960'lı yıllarda ortaya çıkmış ve 20. yüzyılın son çeyreğinde finansal piyasalarda konum kazanmıştır. “Rastsal Yürüyüş” temeline dayanan model, sermaye piyasalarının etkinliğinin vurgulanması bakımından oldukça önem arz etmektedir. Teoriye göre, “Fiyat hareketleri rastlantısal ve önceden tahmini yapılamaz.” Bir diğer ifadeyle, hisse senedi fiyatları “Random Walk” dediğimiz bir sonraki hareketinin yönü rastgele olan bir süreç takip etmektedir. Hisse senedi fiyat değişimlerinin geçmişe ait hiçbir bağlantısı bulunmamaktadır ve bu fiyat dizileri geleceği anlamlı bir biçimde tahmin etmede yararlanılamaz (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 61). Etkin piyasa hipotezi, piyasaya ulaşan tüm bilgileri menkul kıymet fiyatlarının yansıttığını ifade etmektedir. Rekabet koşullarının var olduğu piyasalarda bir mal veya hizmetin talep ve arzının eşitlenmesinden o mal veya hizmetin fiyatı oluşmaktadır. Bu fiyat, aynı zamanda tarafların üzerinde anlaşıldığı ve herkesin ulaşabildiği bilgilere dayanan fiyat olmaktadır (Karan, 2011: 275). Etkin piyasalar, zayıf form, yarı-güçlü form ve güçlü form olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Zayıf formda piyasa etkinliği, mevcut pazar fiyatlarının geçmiş fiyat hareketlerindeki bütün bilgilerin yansıtması olarak ifade edilmektedir. Başka bir ifadeyle, zayıf formda etkin bir piyasa, geçmişteki fiyat hareketleri aracılığıyla normalin üstünde gelir elde edilememesi olarak tanımlanmaktadır. Yarı-güçlü piyasa etkinliği, geçmiş verilere ek olarak kamuya açıklanmış bilgiler kullanılsa bile normalin üstünde gelir elde edilemeyeceğini varsaymaktadır. Güçlü formda piyasa etkinliği ise; kamuya açıklanmış ve açıklanmamış her türlü bilgiyi ve geçmiş bilgileri fiyatlara tam olarak yansıtmasıdır (Doğukanlı ve Ergün, 2011: 322-323).

Davranışsal ekonominin bir alt dalı olan davranışsal finans, sosyoloji ve psikoloji bulgularını finans alanına aktarılması ile oluşturulan teori olarak ifade edilebilir. Rasyonel modellerin yeterince açıklayamadığı düşünülen yatırımcı davranışlarını ve piyasa anomalilerini irdeleyerek yeni bakış açıları getirmeyi davranışsal finans modelleri öngörmektedir (Karan, 2011: 702). Ayrıca, Etkin Piyasa Hipotezi üzerinde ciddi eleştiriler getirilmesinin altında yatan temel sebep, piyasalarda oluşan ve tespit edilen anomali bulgularıdır. Yatırım kararlarını vermeden önce, yatırımcıların mevcut bütün bilgiyi elde ederek piyasayı rasyonel olarak değerlendirildiğini geleneksel finans teorileri ifade ederken, piyasa anomalileri finans teorilerinde boşluklar yaratmıştır. Yatırımcıların rasyonel değil “normal” kabul edilmesi gerektiğini ifade eden, davranışsal finans bakış açısının, bu alandaki boşluğu doldurma gayretinde olduğu söylenebilir. Ayrıca, yatırım kararlarında getiri ve risk dışında başka değişkenleri de yatırımcıların gözettiklerini ve sadece fayda maksimizasyonu değil, en iyi ihtimalle bireyin kendisinin tatmin olacağı kararlar aldığını varsayılmaktadır (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 111). Davranışsal finans modelleri etkin piyasalar hipotezinin geçerli olmadığını iddia etmektedir. Hong ve Stein (1999)'in heterojen yatırımcılar arasındaki İnteraktif ilişki üzerine kurulu modeli, Barberis, Shleifer ve Vishny (1998)'in, “temsili yatırımcı-representative agent” modeli ve Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998)'in aşırı güven ve yanlı kendine atfetme olmak

üzere iki psikolojik bulgu üzerine kurulu modelleri bunlar davranışsal finansın modelleridir (Barak, 2008: 212).

Etkin Piyasa Hipotezi'nin geçerliliğinin testi için finansal varlıkların getirileri üzerine birçok ampirik araştırma gerçekleştirilmiştir. Bu araştırmalar neticesinde, hisse senetlerinde belirli dönemler ortalamadan sapmalar gözlemlenmiştir. Bu tür sapmalar finans literatürde “anomali” olarak ifade edilmektedir (Kıyılar, Akkaya, 2016: 168). Literatürde sıkça karşımıza çıkan anomalilerden bazıları ve açıklamaları Tablo 1’de yer almaktadır (Karan, 2011: 285-305):

Tablo 1: Etkin Piyasalar Hipotezindeki Anomaliler

Düşük fiyatlı hisse senedi anomalisi	Şirketlerin borsadaki senetlerin, sadece fiyatlarının minimum olması sebebiyle diğer şirket senetlerinden daha fazla gelire sahip olmaktadır.
Fiyat/kazanç oranı anomalisi	Düşük Fiyat/Kazanç değerine sahip hisse senetlerinin görece olarak daha yüksek oranda getiri sağlayacağını ileri sürmektedir.
Fiyat/satış oranı anomalisi	Bu oranı dikkate alarak yatırımcılar hisse senetlerinden ortalama üzerinde getiri elde edebilme ihtimalidir.
Piyasa değeri/defter değeri anomalisi	Bu oranın düşük olduğu hisse senetlerine yatırım yapılması durumunda normalin üzerinde getiri kazanma olarak ifade edilmektedir.
Haftanın günleri etkisi	İstatistiksel olarak haftanın bazı günlerinin anlamlı bir düzeyde pozitif ya da negatif gelir sağlamasıdır.
Ocak ayı anomalisi	Ocak aylarında payların, yılın diğer aylarından daha yüksek bir gelir sağlamasıdır.
Ay içi anomalisi	Ayın ilk yarısında yatırımcı yatırım yaparak normal-üstü gelir elde edebilir.
Tatil öncesi anomalisi	Normal iş günlerine göre tatil öncesi gelirlerin daha yüksek olmasıdır.
İş döngüsü anomalisi	Ekonominin canlı olduğu dönemlerde yatırım yaparak normal-üstü gelir sağlanabilmektedir.
Firma büyüklüğü anomalisi	Büyük ölçekli firmaların performansının iyi olması rağmen, tüm dönemler göz önüne alındığında küçük ölçekli firmaların performansının daha iyi olmasıdır.
İhmal edilmiş firma anomalisi	İhmal edilmiş paylara yatırım yaparak normal-üstü gelir elde edilebilmektedir.
Sürpriz kazanç etkisi	Şirketlerin beklenilenden daha yüksek gelir elde etmesi, onların paylarının fiyatlarının ciddi bir şekilde artmasıdır.
Hisse bölünmesi veya bedelsiz hisse senedi etkisi	Fiyatları yükselen payların pay bölünmesi veya bedelsiz pay vermek amacıyla şirketin toplam değeri azalmadan payların fiyatlarının ucuzlatılmasının pozitif etkilerinin tespitidir.
Yeni şirketler anomalisi	Bir hisse senedinin ilk halka arzından sonra, kısa vadede normalin üstünde getiri sağlamasıdır.
Uzmanların tahminleri	Uzmanların tahminlerinin tavsiye edilen hisse senetlerine olan talebi artırmasıdır.

Kaynak: Karan, 2011: 285-305.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Finans alanında olay çalışması yöntemi kullanılarak hisse geri alım duyuruları ile ilgili yapılmış olan çalışmalara aşağıda yer verilmektedir.

Yağcılar ve Arslan (2018) 2016 ile 2018 arası dönemde açıklanan pay geri satın alım kararlarının, şirketlerin pay fiyatlarında nasıl bir etki yarattığını tespit etmeyi amaçlamışlardır. Olay çalışmasının verilerine göre, pay geri satın alım kararlarını firmaların yönetim kurullarının açıklamasıyla ilişkili olarak istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal gelir sağlanmasının mümkün olmadığına ulaşılmıştır.

Karakuş, Zor ve Küçük (2017) Borsa İstanbul’da hisse senedi geri satın alım programı bildirimlerinin şirketlerin hisse fiyatlarında nasıl bir etkiye yol açtığını test etmek için gerçekleştirmişlerdir. Olay çalışması yöntemi kullanılarak gerçekleştirilen analizde, hisse senedi geri satın alımına ilişkin bildirimlerin yapıldığı tarihten bir ve iki gün önce sınırlı olmakla birlikte anlamlı ve pozitif anormal gelirler sağladığına ulaşılmıştır.

Taşdemir ve Alsu (2019) BİST İmalat sektöründeki firmaların yapmış oldukları hisse geri alım duyuruları dikkate almış ve bu kapsamda halka açık işletmelerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım işlemleri karşısında hisse getirilerinin kısa dönemli performansları incelemişlerdir. Çalışmada, imalat sektöründe bulunan 37 halka açık firmanın 2011 yılı ile 2018 yılının ilk altı ayı arasındaki dönemde gerçekleştirmiş olduğu 43 hisse geri alım duyurusuna ulaşılmıştır. Olay çalışması bulguları sonucunda, firmaların hisse geri alım işlemine ait duyurularının kamuya açıklandığı günün öncesindeki 20 günlük süreçte getirilerin genellikle olumsuz seviyede olduğu bulunurken, geri alım işlemine ait duyuruların kamuya açıklanmasıyla birlikte getirilerin yönünün olumlu olarak gerçekleşmeye başladığı tespit edilmiştir.

Eyüboğlu ve Bulut (2016) çalışmalarında BİST-30'da yer alan firmalarca duyurulan haberlerin aşırı gelirler elde edilmesine olanak sağlayıp sağlamadığı araştırmışlardır. Olay çalışması yöntemi kullanıldığı çalışmada, Borsa İstanbul'un yarı kuvvetli formda etkin olmadığı görülmüştür. Ayrıca, Arsoy (2017) BİST hisse senedi piyasasının yarı güçlü formda etkin olup olmadığını araştırmak için 2010-2015 senelerinde açıklanan pay geri satın alım programı ilanlarının, kısa vadede firmaların piyasa değerlerine etkisinin olup olmadığını incelemiştir. Olay çalışması metodu neticesinde, BİST Hisse Senedi Piyasasının analiz dönemi içinde yarı güçlü etkin yapıda bir piyasa olmadığı ve pay geri satın alım programı duyurularından etkilendiği gözlemlenmiştir.

Elbir ve Kandır (2017) 2005 ve 2015 yıllarına ait demir-çelik sektöründe yer alan işletmelerin yatırım duyurularını dikkate almışlardır. Ulaşılan bulgular neticesinde, BİST'in yarı güçlü formda etkin piyasa olmadığı görülmüştür. Benzer şekilde, Andriopoulos ve Lasfer (2015) Avrupa'nın önemli ülkelerinde hisse geri alımlarının piyasa değerlemesine ve belirleyicilerine odaklanmışlardır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda, Avrupa ülkelerinde yapılan hisse geri alım ilanlarına karşı piyasanın vermiş olduğu tepkinin ABD'de piyasalarında yapılan geri alım duyurularına göre daha düşük seviyede olduğu görülmüştür.

Chatterjee ve Dutta (2015) çalışmalarının ana amacı, hisse geri alım duyurularının Hindistan'daki Bombay Borsasında işlem gören hisse senetlerinin getirisi üzerinde önemli bir etkinin olup olmadığını incelemektir. Çalışma 2009-2013 yılları arasında kapsamaktadır. Çalışmanın bulguları, Hindistan'ın hisse senedi piyasasında yapılan hisse geri alım duyurularının Amerika, Kanada ve Avustralya gibi gelişmiş ekonomilerin aksine, pozitif anormal getirilerle mümkün olmadığı elde edilmiştir. İlave olarak, Zhang (2005) çalışmasında Hong Kong'da hisse geri satın alım günlük gerçek veriler kullanarak hisse senedi fiyat performansını incelemiştir. Elde edilen bulgulardan yola çıkarak, hisse geri alım yapan şirketlerin uzun dönemlerde üstün anormal getiri elde edemeyeceklerine ulaşılmıştır.

Wang, vd. (2013) araştırmalarında Ağustos 2000'de hisse geri alımları serbest bırakıldığı için Tayvan ve Gretaı Borsalarında işlem gören Tayvanlı şirketlerin Ağustos 2000'den Aralık 2010'a kadar verilerini kullanmışlardır. Ulaşılan sonuçlar, uzun vadeli fiyat performansının firmaların faaliyetleriyle pozitif ilişkili olduğunu göstermiştir. Brockman ve Chung (2001) Hong Kong Borsasında işlem gören firmaların Kasım 1991 ile Ağustos 1999 dönemleri arasında hisse senedi geri alımlarının zamanlaması ve likidite konusunda ortaya çıkan etkisi araştırılmıştır. Yazarlar; Hong Kong Borsasında işlem gören firmaların yaklaşık %27'si hisse senedi geri satın aldığı bulmuşlardır.

Grullon ve Michaely (2004) araştırmacılar çalışmalarında 1980-1984 yılları arası Wall Street Dergi İndeksinde bildirilen hisse senedi geri alım programları duyurularından istifade etmiştir. Elde edilen bulgulardan yola çıkılarak; birçok ödeme teorisinin etkilerinin aksine, hisse senedi geri alım programları duyurularının firma performansındaki artıştan sonra meydana gelmediği tespit edilmiştir. Chang, Chen ve Chen (2010), çalışmalarında piyasada önceki pay geri satın alım duyurularının tepkilerinin sonraki pay geri satın alım duyurularına verilen tepkilerden önemli olup olmadığını araştırmışlardır. Analiz neticesinde; önceki hisse senedi geri alım duyurularına verilen tepkilerin sonra hisse senedi geri alım duyurularının değerlendirilmesinde önemli rol oynadığı belirtilmiştir.

4. VERİ SETİ VE METODOLOJİ

Araştırmanın veri seti ve metodoloji kısmını oluşturan bu bölümde; araştırmanın amacı, kapsamı, yöntemi, veri seti ve bulgularına yer verilecektir.

4.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu alışmada BİST Sanayi Endeksinde işlem gören şirketlerin 01.01.2014-10.01.2020 dönemleri arasında açıklanan hisse senedi geri satın alım duyurularının, şirketlerin hisse senedi fiyatlarında nasıl bir etki yarattığı test etmek amaçlanmıştır. Araştırmada endekste bulunan ve dikkate alınacak dönemler itibariyle faaliyet gösteren 34 tane şirket analiz kapsamına alınacaktır. Analizde şirketlere ait 52 tane hisse senedi geri alım duyurusu göz önünde bulundurulacaktır. Aşağıdaki Tablo 2'de çalışmada istifade edilecek şirketlere ait hisse geri alım duyuruları ile ilgili ayrıntılara yer verilecektir.

Tablo 2: şirketlerin Yıllar İtibariyle Hisse Geri Alım Duyurularının Sayıları

şİRKET	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ACSEL	-	-	3	-	-	-	-
AKSA	-	-	-	-	1	-	-
ARSAN	-	-	1	-	-	-	-
AVOD	-	-	1	-	1	1	-
BAKAB	-	-	1	-	-	-	-
BNTAS	-	1	1	-	-	-	-
BTCIM	-	-	1	-	-	-	-
BSOKE	-	-	1	-	-	-	-
BLCYT	-	-	1	-	-	-	-
BOSSA	-	-	-	-	1	1	-
DAGI	-	-	1	-	-	-	-
DGKLB	-	-	-	-	1	-	-
EGEEN	1	-	-	-	-	-	-
EMKEL	-	-	1	-	-	-	-
FORMT	-	-	-	-	1	-	-
GEDZA	-	-	1	-	-	-	-
GEREL	-	-	2	-	-	-	-
GOLTS	-	-	-	-	-	1	-
HATEK	-	-	-	-	-	1	-
IZFAS	-	-	1	-	-	-	-
JANTS	-	-	1	-	-	1	-
KRDMA	-	-	1	-	1	-	-
KATMR	1	-	1	-	-	-	-
KLMSN	-	-	-	-	1	-	-
KRSTL	-	-	1	-	-	-	-
OYLUM	-	-	1	-	-	-	-
POLTK	2	-	-	-	-	-	-
RTALB	-	-	2	-	-	-	-
SAYAS	-	-	1	-	-	-	-

SILVR	2	-	-	-	-	-	-
PRKAB	-	-	1	-	-	-	-
ULUUN	-	-	1	-	-	-	-
VANGD	-	-	2	-	-	-	-
YATAS	-	1	2	-	1	1	-
TOPLAM	6	2	30	0	8	6	0

Kaynak: Hisse geri alım duyurularına ait verilerine Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan (KAP)

<https://www.kap.org.tr/tr/> ulaşılarak, yazarlar tarafından derlenmiştir.

4.2. Araştırmanın Yöntemi ve Veri Seti

Bu araştırmada, olay çalışması metodundan istifade edilmiştir. Muhasebe, finans, ekonomi, yönetim, pazarlama gibi birçok alanda faydalanılabilen bir metot, 1933 yılında Dolly tarafından ilk defa kullanıldığından bu zamana kadar birçok çalışmanın yöntemini oluşturmuştur (Taşdemir, 2019: 51). Olay çalışması, belli bir dönem içinde belli bir olayın analiz kapsamına alınan şirketin hisse senedi üzerindeki etkisini ölçmeye yarayan ve olaylara piyasa tarafından verilen anormal tepkileri ölçmekte faydalanılan bir yöntemdir (Bozkurt, vd., 2015: 124).

Herhangi bir olayın payın piyasa fiyatını arttırıp artırmadığı konusunda sonuçlar çıkarılmasını olay çalışması sağlamaktadır. Meydana gelen haberlere pay fiyatlarının hangi hızda fiilen tepki verdiğini ölçmek için olay çalışmaları kullanılır. Bu sebeple, olayların geniş bir alanda ekonomik etkilerinin ölçülmesinde kullanılan bir yöntem olay çalışması yöntemi olmuştur. Bu yöntem ile ilgili olarak tek bir model olmamakla beraber birçok finansal olay çalışmasında birbirini takip eden dört basamaktan oluşmaktadır. Bunlar; olayın açıklanması, olay penceresinin açıklanması (event window), olayın etkilerinin incelenmesi ve modelin kurulup denenerek neticelerin incelenmesi (Sakarya, 2011: 153).

Olay çalışmasında ilk olarak olay penceresi olan olayın gerçekleştiği tarihten belirli bir süre öncesi ve sonrası belirlenmelidir. Bu olay penceresinden yer alan her bir gün için payların fiili getirileri belirlendikten sonra ilgili paylar için olay penceresinde beklenen getirilere ulaşılır. Anormal getiriler, fiili getirilerin beklenen getirileri aşan kısmı olmaktadır. Kümülatif anormal getirileri, olay penceresinde toplam anormal getirileri oluşturmaktadır. Kümülatif anormal ve anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığı t testi ile test edilerek bu getirilerin tesadüfi olup olmadığı tespit edilmektedir (Yağcılar ve Arslan, 2018: 461).

Bu doğrultuda olay çalışmasının yapılması için en çok kullanılan piyasa modeli yaklaşımı olup dikkate alınacak basamaklara aşağıda yer verilmektedir (Yazgan, 2017: 60-61, Mazgit, 2013: 236-237, Saens ve Sandoval, 2005: 311-313, Duman, 2018: 66-67).

İlk olarak, günlük getiri hesaplaması ortalama getirilerde bir farklılaşma olup olmadığını saptamak için yapılmaktadır. Bu hesaplamada kullanılan denklem şöyledir;

$$Ln = \left(\frac{l_t}{l_{(t-1)}} \right) \quad (1)$$

Piyasa modeli kullanılacak denklem (2)'te aşağıda gösterilmektedir.

$$R_t = \alpha_t + \beta_t * R_{m,t} \quad (2)$$

Bu formülde;

R_t : gerçekleşen getiriyi t gününde,

$R_{m,t}$: gününde gerçekleşen piyasa getirisini,

α sabit terimi ve β ise sistematik riski ifade etmektedir.

Olay penceresinde meydana gelen getiriler ve piyasa modeli ile ulaşılan katsayılar hesaplamalar gerçekleştirildikten sonra kullanılarak olay penceresindeki her bir gün için beklenen getiriler formül (3) ile bulunmakta olup aşağıda gösterildiği gibidir.

$$E(R)_t = \alpha_t + \beta_t * R_{m,t} \quad (3)$$

Denklemden;

$E(R)_t$: t'ninci günündeki beklenen getiri

α_t : Tahmin penceresinde bulunan sabit terim

β_t : Tahmin penceresinde bulunan eğim

$R_{m,t}$: t'ninci günündeki piyasa getirisi.

Olay penceresindeki her bir gün için cari getiri (R) ile formül (3)'te hesaplanan beklenen getiri (E(R)) arasındaki fark anormal getiri (AR) aşağıda gösterilmektedir.

$$AR_t = R_t - E(R)_t \quad (4)$$

Olay penceresi aralığındaki anormal getirilerin aritmetik ortalaması alınarak anormal getirilerin ortalaması (AAR_t) denklem (5)'teki gibi bulunmaktadır. Ayrıca olay penceresindeki her bir gün için şirketlerin anormal getiri (AR_t) değerlerinin ortalaması da anormal getirilerin ortalaması (AAR_t) olarak tanımlanmaktadır.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_t \quad (5)$$

Bir olayın olay penceresi olarak da tanımlanan belirli bir zaman dilimindeki toplam etkisini kümülatif anormal getiri (CAR) göstermektedir. Bu getiri, piyasanın şokları nasıl ifade edildiğini ortaya koymak ve endekste oynamaya neden olan belirsizliğin seyrini görmek bakımından da kullanılmaktadır. Ayrıca ($CAAR_t$)'te de olay penceresindeki her bir gün için şirketlerin anormal getiri (AR_t) değerlerinin kümülatif toplamı olarak tanımlanmaktadır. İlk gün için aynı günün anormal getirisi olarak kümülatif anormal getiri (CAR) için kullanılmaktadır.

$$CAR_t = AR_t + CAR_{t-1} \quad (6)$$

4.3. Analiz ve Değerlendirme

Bu çalışmada 01.01.2014-10.01.2020 tarihleri arasında BİST Sınai Endeksindeki 34 şirketin 48 tane hisse senedi geri satın alım duyurusu ile ilgili hisse senetleri için anormal getiri yaratıp yaratmadığı tespit edilmesi amacıyla olay çalışmasının AAR ve CAAR sonuçlarında yola çıkılarak aşağıda izah edilecektir.

Genel olarak Tablo 3'e bakıldığında, olay gerçekleşmeden önceki ve olay gerçekleştikten sonraki 20 günde BİST Sınai Endeksinde 34 tane şirkete ait 48 tane hisse senedi geri alım duyurusunun ortalama anormal getirileri (AAR) hesaplanmıştır. P-Value değerleri, istatistiksel olarak sonuçlarının anlamlı olup olmadığını açığa çıkarmak için göz önünde bulundurulmuştur. 48 tane hisse senedi geri satın alım duyurusu detaylı bir biçimde hesaplanarak ortalama anormal getirilerin yüzde kaçının negatif olduğu negatif yüzde kısmında ortaya konulmuştur.

Tablo 3: Gerçekleşen Hisse Geri Satın Alımları İçin AAR Sonuçları

	Std. Sapma	T-İst.	AAR	P-Değeri	Neg.AAR %
-20	0,0302	0,2185	0,0066	0,1720	48%
-19	0,0229	-0,0071	-0,0002	0,005***	48%
-18	0,0275	-0,1169	-0,0032	0,092*	63%
-17	0,0236	-0,2238	-0,0053	0,1762	54%
-16	0,0274	-0,2935	-0,0080	0,2295	52%
-15	0,0190	0,0289	0,0005	0,022**	46%
-14	0,0155	-0,0847	-0,0013	0,067*	52%
-13	0,0241	-0,1206	-0,0029	0,095*	54%
-12	0,0188	-0,1112	-0,0021	0,088*	56%
-11	0,0236	-0,1364	-0,0032	0,1079	50%
-10	0,0253	-0,2185	-0,0055	0,1720	52%
-9	0,0238	-0,0392	-0,0009	0,0311**	54%
-8	0,0402	-0,2441	-0,0098	0,1918	60%
-7	0,0269	-0,3181	-0,0085	0,2482	58%
-6	0,0250	-0,2809	-0,0070	0,2199	58%
-5	0,0459	-0,2251	-0,0103	0,1771	52%
-4	0,0421	-0,1209	-0,0051	0,095*	56%
-3	0,0479	-0,1430	-0,0068	0,1131	67%
-2	0,0296	0,1719	0,0051	0,1357	48%
-1	0,0573	0,2610	0,0150	0,2047	48%
0	0,0414	0,1339	0,0055	0,1060	48%
1	0,0347	0,1625	0,0056	0,1284	52%
2	0,0268	-0,1651	-0,0044	0,1305	58%
3	0,0211	0,0704	0,0015	0,055*	56%
4	0,0264	-0,2004	-0,0053	0,1580	67%
5	0,0208	-0,0442	-0,0009	0,035**	52%
6	0,0272	0,0076	0,0002	0,006***	54%
7	0,0197	-0,0880	-0,0017	0,069*	60%
8	0,0236	-0,0164	-0,0004	0,013**	58%

9	0,0264	-0,0267	-0,0007	0.021**	58%
10	0,0275	0,0573	0,0016	0.045**	50%
11	0,0228	-0,2616	-0,0060	0,2052	63%
12	0,0346	0,0113	0,0004	0.008***	54%
13	0,0256	0,0056	0,0001	0.004***	54%

Tablo 3: Gerçekleşen Hisse Geri Satın Alımları İçin AAR Sonuçları (Devamı)

	Std. Sapma	T-İst.	AAR	P-Değeri	Neg.AAR %
14	0,0203	-0,1763	-0,0036	0,1391	60%
15	0,0229	-0,1157	-0,0027	0,091*	56%
16	0,0222	-0,1048	-0,0023	0,083*	52%
17	0,0161	-0,1756	-0,0028	0,1386	50%
18	0,0186	-0,0647	-0,0012	0,051*	63%
19	0,0160	-0,3010	-0,0048	0,2352	60%
20	0,0185	0,0158	0,0003	0,012**	56%

(Not: *** %1, ** %5 ve * %10 düzeyinde anlamlılığı belirtmektedir.)

Tablo 3'te ortalama anormal getiri (AAR) sonuçlarının yer almakta olup, olayın meydana geldiği gün ve sonrasındaki ilk gün pozitif ortalama anormal getiri söz konusuysen, istatistiksel olarak bu değerler bir anlamlılık göstermemektedir. Olayın gerçekleştikten sonraki; 3. günde ise pozitif %10, 6. günde pozitif %1, 10. günde pozitif %5, 12. günde pozitif %1, 13. günde pozitif %1, 20. günde pozitif %1 düzeyinde bir anlamlılık görülürken diğer günlerde negatif bir ortalama anormal getiri söz konusudur. Ayrıca, olayın meydana geldiği gün olan 0. gün pozitif bir gelir söz konusu olsa da istatistiksel olarak bir anlamlılık görülmemiştir. Bunlara ilaveten, ortalama anormal getiri sonuçlarında belli bir eğilimin varlığından, olay meydana geldikten sonraki günlerde tespit edilmemiştir.

Bu bulgulara binaen, önem arz eden Kümülatif Ortalama Anormal Getiri sonuçları yapılan analizin güvenilirliğini ortaya koymak için Tablo 4'te gösterilmektedir.

Tablo 4: Gerçekleşen Hisse Geri Satın Alımları İçin CAAR Sonuçları

	Std. Sapma	T-İst.	CAAR	P-Değeri	Neg.CAAR %
[-20,20]	0,1927	-0,3877	-0,0747	0,3000	58%
[-15,15]	0,1974	-0,2723	-0,0537	0,2134	52%
[-10,10]	0,1808	-0,1830	-0,0331	0,1444	48%
[-5,5]	0,1612	-0,0013	-0,0002	0,001***	38%
[-1,1]	0,0852	0,3067	0,0261	0,2396	40%
[-20,0]	0,1445	-0,3293	-0,0476	0,2566	56%
[-15,0]	0,1434	-0,2616	-0,0375	0,2052	56%
[-10,0]	0,1439	-0,1982	-0,0285	0,1562	54%
[-5,0]	0,1362	0,0244	0,0033	0,019**	46%
[0,2]	0,0668	0,1010	0,0067	0,080*	50%
[0,5]	0,0800	0,0252	0,0020	0,019**	52%
[0,10]	0,0965	0,0100	0,0010	0,007***	48%
[0,15]	0,1086	-0,0985	-0,0107	0,078*	48%

[0,20]	0,1102	-0,1956	-0,0216	0,1543	52%
--------	--------	---------	---------	--------	-----

(Not: *** %1, ** %5, * %10 düzeyinde anlamlılığı belirtmektedir.)

Tablo 4’te kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR), ortalama anormal getirilerden yararlanılarak bulunmuştur. Hisse senedi geri satın alımlarının ilk duyurulduğu tarih esas alınarak, bu olayın duyurulmasından önceki ve sonraki [-5,+5] olay penceresinin negatif olduğu ve istatistiksel olarak %1; [0,15] olay penceresinin negatif olduğu ve istatistiksel olarak %10 anlamlılık düzeyinde anormal bir getiri bulunduğu tespit edilmiştir. Bunun yanında, [-5,0], [0,+2], [0,+5] ve [0,+10] olay pencerelerinde pozitif ve sırasıyla %5, %10, %5 ve %1 istatistiksel olarak anlamlılık düzeyinde anormal getirilerin olduğu görülmüştür. Elde edilen sonuçlar dikkate alındığında, hisse geri satın alımı duyurularının gerçekleştiği kısa dönem zarfında hisse fiyatları üzerinde kısmi etkilerinin varlığından bahsetmek mümkündür.

5. SONUÇLAR VE ÖNERİLER

Geleneksel finans anlayışı kapsamında, yatırımcıların rasyonel davrandıkları varsayımına dayanırken, davranışsal finans yaklaşımlarını benimseyenlere göre ise irrasyonel davranışlar sergiledikleri öne çıkmaktadır. Bu bakımdan, geçmişi 1800’lerin sonlarına dayanan, menkul kıymetleri ilgilendiren her türlü bilginin herhangi bir sapmaya sebep olmadan, eş zamanlı olarak fiyatlara yansıtıldığını “Etkin Piyasalar Hipotezi” ileri sürmektedir. Başka bir deyişle, piyasa ortalaması üzerinde getiri olasılığı sağlamayacağı veya var olan bilgi gruplarının temel ya da teknik analiz metotlarıyla incelenmesinin ekstra bir katkıda bulunmayacağı öne sürülmektedir. Fakat, ‘anomali’ kavramı, hem irrasyoneliteyi hem de tahmin edilebilir fiyat hareketlerinin varlığını ve ortalamadan sapma olarak ifade edilmektedir.

Türkiye’de 2009 yılında Sermaye Piyasası Kurulunun izniyle pay geri satın alımı sınırlı ve bazı istisnalar çerçevesinde kullanılabilir duruma gelmesine rağmen, menkul kıymet piyasalarının dünyada birçoğunda şirketlerin ortaklarına nakit olarak ödeme yaptığı iki metottan biri olan pay geri satın alımının geçmişi uzun senelere dayanmasına ve uygulama alanının genişliğine sahip olduğu görülmektedir. Fakat, 21.07.2016 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu borsadaki hisselerinin geri alımının önünde herhangi bir sınır söz konusu olmaksızın gerçekleştirebilmesine ilişkin karar vermiştir. Bu kararın, gerçekleşen 15 Temmuz 2016 tarihli darbe girişimi ardından dalgalı bir izlenim gösteren piyasaların kısa sürede düzeltilmesini sağladığı savunulabilir.

Bu çalışmada, Borsa İstanbul Sınai Endeksi’nde yer alan 34 işletmenin 01.01.2014-10.01.2020 tarihleri arasında gerçekleştirmiş oldukları pay geri satın alım ilanlarının piyasa değerine muhtemel etkisi açığa çıkarılması amaçlanmıştır. Bu çerçevede, Olay Çalışması yöntemi kullanıldığı çalışmada, hesaplama periyodu -20,-270 biçiminde tespit edilirken, olay penceresi -20, +20 olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte, Borsa İstanbul 100 Endeksi pazar portföyü olarak uygulanan yöntem paralelinde faydalanılmıştır. Dikkate alınan zaman diliminde, 52 adet pay geri satın alımı ilanına ulaşılrken, veri seti sürekliliğini sağlayan 48 ilan analiz kapsamına alınmıştır. Bulgular ışığında, duyuru günü ve sonrası ilk günde pozitif Ortalama Anormal Getiri bulunurken, izleyen diğer günlerde genel bir eğilim belirlenmemiştir. Öte yandan, kümülatif olarak duyuru sonrası ilk beş ve on günlük süreler göz önünde bulundurulduğunda, pozitif ve

istatistiksel olarak anlamlı etkiye ulaşılmıştır. Sonuç olarak, Borsa İstanbul Sınai Endeksi'ndeki firmaların piyasa fiyatı üzerinde hisse senedi geri satın alım duyurularının, düşünülebilir bir etkiye sahip olduğu ve piyasanın yarı-güçlü formda etkin olmadığı iddia edilebilir.

Bu çalışmanın literatürde olay çalışması yöntemi kullanılarak Borsa İstanbul'da hisse senedi geri satın alım duyuruları ile ilgili Karakuş, Zor ve Küçük (2017) ve Arsoy (2017) yapmış oldukları çalışmalarla benzer sonuçlara sahip olduğu söylenebilir. Ayrıca Borsa İstanbul'un etkinliği ile ilgili farklı sektörler ve şirketler kullanarak yapılacak çalışmalar literatüre kazandırılabilceği düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Andriosopoulos, D. ve Lasfer, M. (2015). The Market Valuation of Share Repurchases in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 55, 327-339.
- Arsoy, M. F. (2017). Hisse Geri Alım Programı Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerlerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 12(2), 1-22.
- Barak, O. (2008). İMKB'de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(1), 207-229.
- Bozkurt, İ., Öksüz, S. ve Karakuş, R. (2015). Finansal Tablo İlanlarının Hisse Getirileri Üzerindeki Etkisi: BİST'de Ampirik Bir Uygulama. *Maliye Finans Yazıları*(103), 113-140.
- Brockman, P. ve Chung, D. Y. (2001). Managerial Timing And Corporate Liquidity: Evidence From Actual Share Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 417-448.
- Chang, S. C., Chen, S. S. ve Chen, L. Y. (2010). Does Prior Record Matter In The Wealth Effect Of Open-Market Share Repurchase Announcements? *International Review of Economics and Finance*, 19, 427-435.
- Chatterjee, C. ve Dutta, P. (2015). Anomalous Price Behaviour Around Open Market Stock Repurchase Announcements in India. *Vikalpa*, 40(4), 435-443.
- Doğan, M. (2013). Türkiye Sanayileşme Sürecine Genel Bir Bakış (A General Outlook on the Industrialization Process of Turkey). *Marmara Coğrafya Dergisi*(28), 211-231.
- Doğukanlı, H. ve Ergün, B. (2011). Davranışsal Finans Etkin Piyasalara Karşı: Aşırı Tepki Hipotezinin İMKB'de Araştırılması. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20(1), 321-336.
- Duman, D.(2018). *Terör Saldırılarının Finansal piyasalara Etkisi: Borsa İstanbul 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama, (Yüksek Lisans Tezi)*. Çorum: Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Elbir, G. ve Kandır, S. Y. (2017). Yatırım Duyurularının Pay Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi: Demir-Çelik Sektörü Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 9(1), 16-32.
- Ergin, E. (2011). İMKB Şirketleri İçin Yeni Olanak: Hisse Senedi Geri Satın Alımı. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(49), 66-74.

- Eser, U. (2014). Dünya Yeniden Sanayiye Dönerken Türkiye Dünya Sanayinin Neresinde? *İktisat ve Toplum*(45), 27-44.
- Eyüboğlu, K., ve Bulut, H. İ. (2016). Şirketlere Özgü Haberlerin Hisse Performansına Etkisi: BİST-30 Şirketleri Örneği. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*(16), 113-138.
- Geri Alınan Paylara İlişkin Basın Duyurusu Hakkında Ek Açıklama*, <https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20160725/0>, Erişim Tarihi: 24.01.2020.
- Grullon, G. ve Michaely, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Programs. *The Journal of Finance*, 59(2), 651-680.
- Hisse Geri Alımı Neler Getirecek?*, <https://www.ekonomist.com.tr/borsa/hisse-geri-alimi-neler-getirecek.html>, Erişim Tarihi: 25.01.2020.
- Karakuş, R., Zor, İ. ve Küçük, Ş. Y. (2017). Pay Geri Alım İlanlarının Hisse Getirisine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(75), 55-70.
- Karan, M. B. (2011). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kıyılar, M. ve Akkaya, M. (2016). *Davranışsal Finans*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Mazgit, İ. (2013). Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BIST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Sosyo Ekonomi*, 225-264.
- Polat, H. (2011). Türkiye Ekonomisinde İmalat Sanayi. *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1(2), 24-39.
- Saens, R. ve Sandoval, E. (2005). Measuring Security Price Performance Using Chilean Daily Stock Returns: The Eventy Study Method. *Cuadernos De Economia*, 42, 307-328.
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 147-162.
- T.C. Kalkınma Bakanlığı. (2014). *T.C. Kalkınma Bakanlığı-Onuncu Kalkınma Planı 2014-2018. İmalat Sanayiinde Dönüşüm-Özel İhtisas Komisyonu Raporu*. Ankara.
- Taşdemir, A. (2019). *Pay Geri Alım Duyurularının Getiriler Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi ve Pay Geri Alım Kararlarına Etki Eden Faktörlerin Belirlenmesi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama, (Doktora Tezi)*. Gaziantep: Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Taşdemir, A. ve Alsu, E. (2019). Pay Geri Alım Duyurularının Pay Getirileri Üzerine Kısa Dönem Etkisi: BIST İmalat Sektörü Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 17(3), 340-357.
- Wang, L. H., Lin, C. H., Fung, H. G. ve Chen, H. M. (2013). An analysis of stock repurchase in Taiwan. *International Review of Economics and Finance*, 27, 497-513.

- Yağcılar, G. G. ve Arslan, Z. (2018). İşletmelerin Geri Alım Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BİST 100 Şirketleri Üzerine Bir Olay Çalışması. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*(32), 450-474.
- Yazgan, K. F. (2017). *Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: Bist Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme, (Yüksek Lisans Tezi)*. Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Zhang, H. (2005). Share Price Performance Following Actual Share Repurchases. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1887-1901.