

PAY GERİ ALIM DUYURULARININ PAY GETİRİLERİ ÜZERİNE KISA DÖNEM ETKİSİ: BİST İMALAT SEKTÖRÜ ÖRNEĞİ

Dr. Öğr. Üyesi Ahmet TAŞDEMİR •

Dr. Öğr. Üyesi Erkan ALSU •

ÖZET

Pay geri alım işlemi şirketlerin arz edilmiş toplam pay miktarının bir kısmını satın alarak ve bu sayede dolaşımdaki pay miktarını azaltıp, geri kalan payların gelecekteki nakit akışı üzerindeki etkisini arttırması yoluyla yatırımcıya dolaylı olarak kar dağıtımını ifade etmektedir. Ülkemizde son yıllarda kullanılmaya başlanan pay geri alımı, dünya genelinde on yıllardır kullanılmaktadır. Pay geri alımı araştırmacıların da dikkatini çekmiş ve bu konu hakkında birçok çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada ise BİST İmalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin pay geri alımları ele alınmış ve 2011 ve 2018 yılları arasında gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları ve bu duyuruların pay getirilerine etkisi incelenmiştir. Çalışmada olay çalışması (Event Study) metodu kullanılmıştır. Şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları geri alım duyurularını takip eden kısa dönem içerisinde pay getiri performansının ölçülebilmesi amacıyla farklı pencerelerde AAR ve CAAR değerleri hesaplanmıştır. Bu kapsamda elde edilen bulgular İmalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları hisse senedi geri alım duyuru tarihleri civarında pozitif anormal getirilerin elde edilebildiğini göstermektedir. Buna ek olarak, çalışma kapsamında pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki etkisi firma bazında da incelenmiş ve elde edilen sonuçlar değerlendirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Pay geri alımları, Pay geri alım duyurusu, Pay fiyat performansı, Anormal getiri, Düşük değerlenme.

JEL Kodları: : G11, G14, G35.

SHORT TERM EFFECT OF SHARE BUYBACK ANNOUNCEMENTS ON THE SHARE RETURNS THE EXAMPLE OF BİST MANUFACTURING SECTOR

ABSTRACT

Share buy-back transaction implies an indirect profit distribution to the investor by reducing the amount of shares by buying a portion of the total amount of shares offered and by increasing the effect of the remaining shares on the future cash flow. Share buy-back, which has been used in Turkey in

* Gaziantep Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, e-mail: varlik_004@hotmail.com

* Gaziantep Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, e-mail: alsu@gantep.edu.tr

Makale Geçmiři/Article History

Başvuru Tarihi / Date of Application : 2 Aralık / December 2018

Düzeltilme Tarihi / Revision Date : 29 Ağustos / August 2019

Kabul Tarihi / Acceptance Date : 30 Eylül / September 2019

recent years, has been used for decades in the world. Share buy-back also attracted the attention of researchers and many studies have been carried out on this subject. A number of studies have been carried out on this issue. In this study, share buy-back of the companies operating in the BIST Manufacturing sector were discussed and the share buy-back announcements made between 2011 and 2018 and the effect of these announcements on the share returns were examined. Event Study method was used in the study. AAR and CAAR values were calculated in different windows in order to measure the share return performance in the short term following the repurchase announcements of the companies. Findings in this context indicate that positive abnormal returns can be achieved around the dates of the repurchase announcement of the companies operating in the manufacturing sector. In addition, the impact of share repurchase announcements on returns was also examined on a firm basis and the results obtained were evaluated.

Keywords: Share buybacks, Share buyback announcement, Share price performance, Abnormal return, Undervaluation.

Jel Classification: G11, G14, G35.

1. GİRİŞ

Dünya genelinde birçok ülkede pay piyasalarında işlem gören şirketler için geçerli olan pay geri alım kavramı, ülkemiz piyasalarında son yıllarda sıkça duyulmaya başlamıştır. Özellikle ABD gibi gelişmiş sermaye piyasaları için son derece tanıdık bir kavramdır. Avrupa sermaye piyasası çevreleri için bile pek eski sayılamayacak olan bu kavram, ABD'de on yıllardır uygulanmakta ve sermaye piyasaları için olağan hale gelmiş bir yöntemi ifade etmektedir.

Şirketlerin, faaliyetlerinde süreklilik sağlayabilmek amacıyla, kazançlarının bir kısmını işletme bünyesinde bırakmak veya yatırımcının ilgisini çekebilmek amacıyla ortaklara dağıtmak gibi iki farklı seçenek arasından bir tercih yapmaları beklenmektedir. Kazançlarını ortaklarına dağıtmayı tercih eden şirketler için ise önlerinde iki seçenek vardır: hissedarlara temettü şeklinde doğrudan nakit olarak ödemek veya pay geri alımı yapmak. Pay geri alımı yaparak şirketler arz edilmiş toplam pay miktarını azaltacak ve geriye kalan payların gelecekteki nakit akışı üzerindeki etkisini artıracaktır. Bunlardan birini veya her ikisini birden kullanma tercihleri, geçtiğimiz 30 yılda büyük bir değişim geçirmiştir (Skinner, 2008: 2).

1982 öncesinde ABD'deki pay geri alım programları kimi zaman pazar manüplasyonu kabul edilir, bu tür programlara girişen şirketlerin sayısı kısıtlanırdı. Ancak bu durum 1982'de, ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonunun (SEC) Kural 10b-18'i benimsemesiyle değişime uğramıştır. Kural, pay geri alımları gerçekleştirmenin ilkelerini belirlemekte ve bir programa başlamanın önündeki engelleri kısıtlamaktadır (Grullon ve Michaely, 2002: 1652).

Kural 10b-18'in benimsemesiyle uygulanmaya başlanan pay geri alımları hızla popüler hale gelmiştir. Günümüzde birçok ülke piyasasında şirketler tarafından en çok başvurulan kar dağıtım yöntemlerindedir. Şirketler her yıl milyarlarca dolar değerinde pay geri alım programları gerçekleştirmektedir. Örneğin Amerikan şirketleri sadece şubat ayı içerisinde yaklaşık olarak 158 milyar dolarlık pay geri alımı gerçekleştirirken uzmanlar bu rakamın yılsonu itibari ile 800 milyar doları bulacağını öngörmektedir (Fox, 2018:1).

Günümüzde şirketlerin pay geri alımları gerçekleştirmelerinin birçok nedeni bulunmaktadır. Bunlar kimi zaman, piyasalarda yaşanan dalgalanmaların önüne geçmek, payların düşük değerlendirilmesi, ele geçirilme tehlikesi gibi savunma amaçlı olarak karşımıza çıkarken kimi zaman ise vergi avantajından yararlanmak gibi bir fırsatı değerlendirme amaçlı olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin ABD'de 2018 yılı için gerçekleştirilen vergi indirimi neticesinde birçok şirketin pay geri alımına yöneldiği ve bunun neticesinde pay geri alımlarında harcanan para miktarının ABD' için bile rekor seviyelere çıktığı gözlemlenmiştir (Fox, 2018:1).

Türkiye'de ise, ilk defa 2009 yılı sonunda alınan bir kararla, sınırlı sayıda şirkete pay geri alım olanağı tanınmıştır. Bunun ardından, 1 Temmuz 2012'de yeni TTK'nın yürürlüğe girmesiyle beraber şirketlerin kendi paylarını geri almasının önündeki engeller kalkmıştır. Yaşanan bu gelişmeler neticesinde pay geri alımlarına yönelen firmaların sayısının her geçen yıl arttığı gözlemlenmektedir. Türkiye'de SPK düzenlemeleri gereğince kamuya açıklanan geri alım programlarında pay geri alımının amacına yer verilmesi zorunludur. Bu kapsamda şirketlerin geri alım programları incelendiğinde pay geri alımlarının temelde değer düşüklüğünün önüne geçilmesi ve fiyat dalgalanmalarının azaltılması amacını taşıdığı anlaşılmaktadır. Ayrıca pay geri alımları ile ilgili literatür incelendiğinde de, pay geri alım duyurularındaki anormal getirileri açıklamak için üç ana hipotezin ortaya atılmış olduğu ve bunların sırasıyla: (1) pazara pay fiyatının düşük değerlendirdiği sinyali vermek, (2) fazla nakdi geri vermek ya da (3) firmanın sermaye yapısını optimize etmek olduğu tespit edilmiştir. Bu kapsamda, şirketlerin, pay geri alım işlemine başvurularında ki temel nedenlerinden olan; pay fiyatlarının düşük değerlendirildiği, firmanın kendi paylarına güven duymakta olduğu mesajını yatırımcıya vermek ve piyasada oluşan fiyat dalgalanmalarının önüne geçmek gibi hususlarda ne denli başarılı olduğunun incelenmesi ve pay geri alım işlemlerinin pay getirileri üzerinde ne ölçüde etkili olduğu konusu üzerine bir çalışmanın yapılması gerekliliği tespit edilmiştir.

Literatürde, pay geri alım işlemlerinin pay getirilerine etkisi, gerçekleştirilen pay geri alım işlemlerinin pay fiyatlarına etkisinin incelenmesi ve pay geri alım duyurularının pay fiyatlarına etkisinin incelenmesi şeklinde iki farklı yöntemle ele alınmış olduğu tespit edilmiştir. Bu çalışma kapsamında ise pay geri alım duyurularının pay fiyatları ve dolayısıyla getirileri üzerindeki etkilerinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu nedenle çalışma kapsamında BIST İmalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin

2011 ve 2018 yılları arasında gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları ele alınmış ve elde edilen bulgular yorumlanmıştır. Çalışma özellikle, imalat sektörü gibi belirli bir sektöre yönelik olarak gerçekleştirilmiş olması yönüyle, yerli literatürde tespit edilen sınırlı sayıdaki pay geri alım işlemleri konulu çalışmalardan ayrılmaktadır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Literatür şirketlerin kendi paylarını geri almak isteme amaçlarına odaklanan çalışmalarının yoğun olarak yer aldığı bilinmektedir. En sık belirtilen amaçlar, fazla nakdin dağıtılması, sermaye yapısının düzenlenmesi ve daha uygun vergi oranlarının uygulanmasıdır. Bunun yanı sıra geri alım tarihlerindeki anormal getirileri inceleyen çalışmalarda mevcuttur.

Vermaelen (1981, 1984), Netter ve Mitchell (1989), Lakonishok ve Vermaelen (1990) ve Comment ve Jarrell (1991) gibi ilk çalışmalar Amerikan piyasasında pay geri alım duyurularının yapıldığı tarihler civarında anlamlı pozitif getiriler tespit etmişlerdir. Zhang (2005) ve McNally vd. (2006) ise sırasıyla; Hong Kong ve Kanada'daki hisse geri alım duyurularını incelemişlerdir. Zhang (2005) geri alım tarihlerinde olumlu anormal getiriler tespit etmiş ve bu getirilerin pay geri alım duyurusu gerçekleştiren şirketlerin büyüklük ve PD/DD değerine göre değiştiğini tespit etmiştir. McNally vd. (2006) ise pay geri alımlarının fiyat desteği sağladıklarına ve pay geri alımı gerçekleştiren şirketlerin daha iyi zamanlamaya sahip olduklarına dair kanıtlar bulmuştur.

Son dönemlerde yapılan çalışmalarda ise Andriosopoulos ve Lasfer (2015) Avrupa ülkelerinde yapılan pay geri alım duyurularına karşı piyasanın vermiş olduğu tepkinin Amerikan piyasalarında yapılan geri alım duyurularına göre daha düşük düzeyde olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca, Manconi, Peyer ve Vermaelen (2015) tarafından 32 ülkede gerçekleştirilen pay geri alımlarının incelendiği çalışmada, Amerika dışındaki ülkelerde yapılan pay geri alım duyurularında kısa ve uzun dönemde pozitif getirilere rastlanılmış ancak Amerikan piyasasındaki pay geri alım duyurularına oranla bu getirilerin daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Chatterjee ve (Dutta 2015) Hindistan' da yapmış oldukları çalışmada ise Mumbai pay piyasasında işlem gören firmaların yapmış oldukları pay geri alım duyurularının pay fiyatına etkisini incelemiş ve elde ettikleri sonuçlar neticesinde Mumbai pay piyasasında yapılan pay geri alım duyurularının Amerika, Kanada ve Avustralya gibi gelişmiş ekonomilerin aksine, pozitif anormal getirilerle çevrelenmediğini tespit etmişlerdir. Isa ve Lee (2015) ise çalışmalarında geri alım işlemi için yapılan yönetim kurulu kararı, hissedarların onayını ve geri alımın başlayacağını belirten üç farklı duyuruyu ele almış ve bu duyuruların her birisi için piyasanın tepkisini ölçmüştür. Bu üç duyuruya da piyasanın olumlu tepki verdiği ortaya konulmuştur. Bununla birlikte, Ikenberry vd.(1995, 2000), Chan vd (2004), Zhang (2005) ve Peyer ve Vermaden (2009) gibi çalışmalar, geri alım duyurularından sonra kısa süreli getirilere ilaveten 48 aya kadar uzun vadeli anormal getiriler bulmuşlardır.

Türkiye'de gerçekleştirilen pay geri alımları üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde ise pay geri alım duyurularının pay fiyatına veya getirisine etkisini konu alan çalışmaların oldukça sınırlı olduğu belirlenmiştir. Bu kapsamda gerçekleştirilen literatür taraması sonucunda, yerli literatürde, Karakuş, Zor ve Küçük (2017)'nin çalışması tespit edilmiştir. Çalışmada 2014 ve 2016 yılları arasında gerçekleştirilen 100 pay geri alım duyurusu incelenmiş ve bu duyuruların pay fiyatlarına etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Çalışma neticesinde pay geri alım duyurularının pay getirilerine pozitif yönde etki ettiği tespit edilmiştir. Bu alanda yerel çalışmaların oldukça sınırlı olmasının nedeni olarak Türk sermaye piyasasında pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin kısa bir geçmişe sahip olması ve pay geri alımlarının Türkiye piyasası için henüz çok yeni bir kavram olması gösterilebilir.

3. VERİLER VE YÖNTEMLER

3.1. Kullanılan Veriler

Araştırma kapsamında, BIST İmalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım işlemleri ele alınmış ve bu kapsamda halka açık şirketlerin yapmış oldukları pay geri alım duyuruları karşısında pay getirilerinin kısa dönemli performansları incelenmiştir. Araştırma kapsamında 2011 yılı ile 2018 yılının ilk altı ayı arasındaki dönem ele alınmış ve bu dönem içerisinde imalat sektöründe faaliyet gösteren toplam 37 halka açık şirketin gerçekleştirmiş olduğu 43 pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Tespit edilen şirketler ve gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyurularına ilişkin tarihler aşağıda yer alan Tablo 1'de verilmiştir. Ancak tespit edilen bu duyurulardan bazılarının çeşitli nedenler dolayısı ile çalışma dışında bırakılması sonucunda toplam 37 pay geri alım duyurusuna ilişkin toplanan veriler araştırmaya dahil edilmiştir. Ayrıca belirtilen dönemi kapsayacak şekilde, şirketler ve BIST 100 endeksine ait günlük getiriler kullanılmıştır.

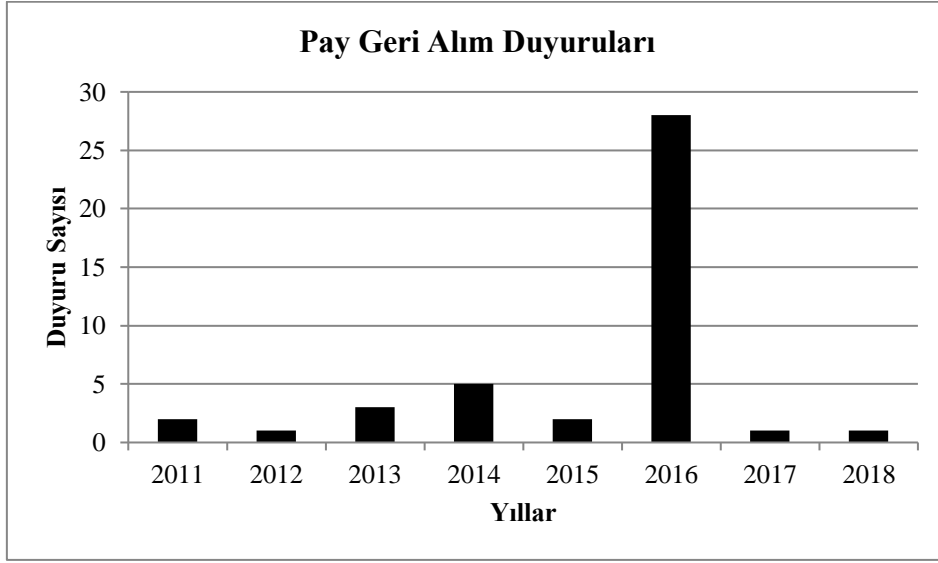
Araştırmada pay geri alım duyurularına ilişkin verilerin tamamı KAP 'ta yayımlanan ikincil veri kaynağı niteliğindeki özel durum açıklamalarından temin edilmiştir. Şirketlere ait finansal bilgiler ise BIST ve FINNET gibi veri dağıtım platformlarından elde edilmiştir. Elde edilen verilerin analizi Event Study Metrics ve Excel programı kullanılmak suretiyle gerçekleştirilmiştir.

Tablo 1. BIST İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyuruları

| Duyuru Tarihi | Kod | Şirket Adı |
|---------------|-------|--|
| 12.08.2011 | ERSU | ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş. |
| 12.08.2011 | KARKM | KARKİM SONDAJ AKIŞKANLARI ENERJİ MÜHENDİSLİK HİZMETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 29.11.2012 | SANFM | SANİFOAM SÜNGER SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 10.01.2013 | DAGI | DAGI GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 21.03.2013 | OYLUM | OYLUM SİNAİ YATIRIMLAR A.Ş. |
| 27.12.2013 | KATMR | KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |

| | | |
|------------|-------|--|
| 26.02.2014 | POLTK | POLİTEKNİK METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 8.03.2014 | EGEEN | EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş. |
| 21.05.2014 | SILVR | SİLVERLİNE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş. |
| 26.05.2014 | KRATL | KARAKAŞ ATLANTİS KIYMETLİ MADENLER KUYUMCULUK TELEKOMÜNİKASYON SANAYİ VE TİCARER A.Ş. |
| 1.08.2014 | BAKAB | BAK AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 1.09.2015 | YATAS | YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 12.11.2015 | BNTAS | BANTAŞ BANDIRMA AMBALAJ SANAYİ TİCARET A.Ş. |
| 1.06.2016 | GEREL | GERSAN ELEKTRİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş. |
| 21.06.2016 | YATAS | YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 1.07.2016 | SAYAS | SAY REKLAMCILIK YAPI DEKORASYON PROJE TAAHHÜT SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 21.07.2016 | VANGD | VANET GIDA SANAYİ İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş. |
| 22.07.2016 | ACSEL | ACISELSAN ACIPAYAM SELÜLOZ SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 22.07.2016 | AKSA | AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş. |
| 22.07.2016 | ARSAN | ARSAN TEKSTİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş. |
| 22.07.2016 | AVOD | A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş. |
| 22.07.2016 | KATMR | KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 22.07.2016 | PRZMA | PRİZMA PRES MATBAACILIK YAYINCILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 22.07.2016 | RTALB | RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER İLAÇ VE MAKİNA SANAYİ TİCARET A.Ş. |
| 25.07.2016 | BNTAŞ | BANTAŞ BANDIRMA AMBALAJ SANAYİ TİCARET A.Ş. |
| 25.07.2016 | DAGI | DAGI GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 25.07.2016 | KRSTL | KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş. |
| 25.07.2016 | OYLUM | OYLUM SİNAİ YATIRIMLAR A.Ş. |
| 25.07.2016 | ULUUN | ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 26.07.2016 | IZFAS | İZMİR FIRÇA SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 28.07.2016 | BAKAB | BAK AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 29.07.2016 | SAMAT | SARAY MATBAACILIK KAĞITÇILIK KIRTASIYECİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş. |
| 1.08.2016 | BLCYT | BİLİCİ YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 1.08.2016 | BSOKE | BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş. |
| 1.08.2016 | BTCİM | BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş. |
| 1.08.2016 | GEDZA | GEDİZ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 3.08.2016 | PRKAP | TÜRK PRYSMİAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş. |
| 19.08.2016 | SEKUR | SEKURO PLASTİK AMBALAJ SANAYİ A.Ş. |
| 6.09.2016 | EMKEL | EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ A.Ş. |
| 29.11.2016 | JANTS | JANTSA JANT SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 15.12.2016 | KRDMA | KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş. |
| 22.11.2017 | SASA | SASA POLYESTER SANAYİ AS |
| 13.04.2018 | BOSSA | BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş. |

Yukarıda yer alan Tablo 1'de pay geri alım duyurularına ilişkin bilgiler incelendiğinde bu duyuruların sayılarının yıllar itibari ile farklılık gösterdiği ve en fazla pay geri alım duyurusunun 2016 yılı içerisinde gerçekleştirildiği görülmektedir. Bu durum aşağıda verilen grafik üzerinde daha net görülmektedir.



Grafik 1. Pay Geri Alım Duyurularının Yıllara Göre Dağılımı

3.2. Kullanılan Yöntem

Çalışma kapsamında pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisini tespit edebilmek amacıyla Olay çalışması (Event Study) analizinden faydalanılmıştır. Olay çalışması analizleri, anormal getirilerin tespit edilmesinde literatürde sıklıkla kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntem ilk defa 1933 yılında Dolly tarafından kullanılmış ve günümüze dek birçok çalışmanın metodunu oluşturmuştur (Karakuş, Zor ve Küçük, 2017: 61). Günümüzde, finans, muhasebe, ekonomi ve pazarlama gibi birçok farklı çalışma alanlarında kullanılabilen bir yöntem olan olay çalışması, finans alanında, bir olayın firma değeri üzerindeki etkisini belirlemeye yarayan istatistiksel bir yöntem olarak kullanılmaktadır (Kaderli, 2007: 145).

Anormal getirilerin hesaplanabilmesinde ekonomik ve istatistiksel modeller kullanılmaktadır. Ekonomik modeller, sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM) ve arbitraj fiyatlama modeli gibi bir ekonomik teoriye dayanan modeller iken, istatistiksel modeller, herhangi bir ekonomik teoriye dayanmayan ve fiyat davranışları konusunda çeşitli istatistiksel varsayımlardan yola çıkan modellerdir. Bu modeller, piyasa modeli, faktör modeli ve sabit ortalama getiri modeli gibi modellerdir (Karakuş, Zor ve Küçük, 2017: 62).

Bu çalışmada ise piyasa modeli tercih edilmiş ve bu modele ait denklem aşağıda verilmiştir;

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha + \beta \bar{R}_{mt})$$

$AR_{i,t}$: i payının t gününde hesaplanan anormal getirisini,

$R_{i,t}$: i payının t gününde hesaplanan gerçekleşen getirisini,

Rmt: Piyasa endeksinin t günündeki getirisini ifade etmektedir. Piyasa getirisi olarak BIST 100 Endeks getirisi modele dahil edilmiştir.

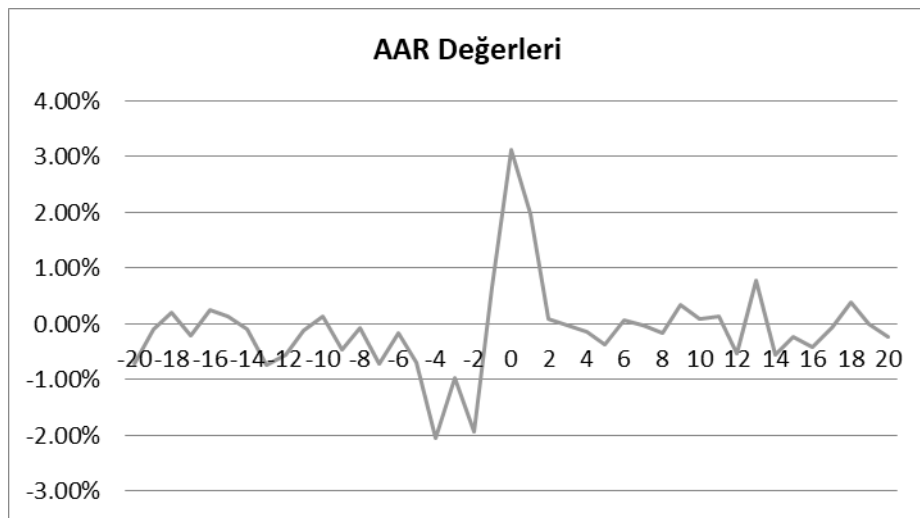
α^{\wedge} ve β^{\wedge} Değerleri ise -255, -21 dönemi için hesaplanan parametrelerdir.

Belirlenen parametrelerin yardımıyla elde edilen anormal getirilerin (AR) ilgili olay pencereleri kapsamında toplanması sonucunda ise kümülatif anormal getiri (CAR) değerleri hesaplanmaktadır.

Kullanılacak tahmin süresi olarak Andriosopoulos ve Lasfer (2015) takip edilerek yaklaşık olay günü öncesinde bir yıllık süreci kapsadığı düşünülerek -255, -21 dönemi ele alınmıştır. Ayrıca Ikenberry vd.(1995), Peyer ve Vermaelen (2005), Zhang (2005), ve Mansor ve Lee (2014) ile benzer şekilde, olay pencereleri olay öncesi 20 gün ve olay sonrası 20 gün olarak ele alınmış, (-20, +20) olmak üzere toplam 41 günlük bir dönem içerisinde oluşturulmuştur. Buna göre olay pencereleri, olay öncesi; (-20, -1), (-10, -1), (-5, -1) ve (-3, -1) olay sonrası; (+20, 0), (+10, 0), (+5, 0) ve (+3, 0) olay öncesi ve sonrası kapsayan (-20, +20), (-10, +10), (-5, +5) ve (-3, +3) şeklinde belirlenmiştir. Belirlenen her olay penceresi için hesaplanan anormal getirilerden (AR) yola çıkılarak ortalama anormal getiriler (AAR) ve kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) hesaplanmıştır.

4. BULGULAR

Bu çalışma kapsamında BIST İmalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 2011 ve 2018 yılları içerisinde gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyurularının pay getirilerine ne derecede etki ettiği incelenmiştir. Bu kapsamda Olay çalışması (Event Study) yöntemi yardımıyla elde edilen bulgular aşağıda verilmiştir. Yukarıda yer alan tablo 1'de pay geri alım duyurularına ilişkin bilgiler incelendiğinde bu duyuruların sayılarının yıllar itibari ile farklılaştığı ve en fazla pay geri alım duyurusunun 2016 yılı içerisinde gerçekleştirildiği görülmektedir. Aşağıda yer alan Grafik 2'de ise bu pay geri alım duyuruları sonucunda tespit edilen ortalama anormal getiri oranları verilmektedir.



Grafik 2. (-20, +20) Aralığında Elde Edilen Ortalama Anormal Getiriler (AAR)

Grafikte şirketlerin pay geri alım duyurularının gerçekleştirildiği tarih 0, bu duyuru öncesi 20 gün ve duyuru sonrası 20 gün olmak üzere 41 günlük bir dönem ve bu dönem içerisinde yer alan her bir gün için hesaplanan ortalama anormal getiriler (AAR) verilmektedir. Buna göre duyuru öncesi dönem içerisinde genellikle negatif getiriler gözlemlenirken özellikle -4 ve -2 günlerinde bu negatif getirilerin en fazla olduğu günler olarak göze çarpmaktadır. Ancak bu durumun -1 yani duyuru tarihi öncesindeki günden itibaren yerini pozitif getiriye bıraktığı bu pozitif getirinin ise en yüksek olduğu noktanın 0 yani olay günü olduğu ve duyuru tarihinden 2 gün sonra getirilerde tekrar negatif yönü dalgalanmalar görüldüğü tespit edilmiştir. Bu durum aşağıda verilen tablo üzerinde daha net görülebilmektedir.

Tablo 2. (-20, +20) Aralığında Elde Edilen Ortalama Anormal Getiriler (AAR)

| Tarih | AAR | t İstatistiği | Pattel Z | Tarih | AAR | t İstatistiği | Pattel Z |
|-------|--------|---------------|------------|-------|--------|---------------|-----------|
| -20 | -0.72% | -1.8249* | -2.1896** | 20 | -0.24% | -0.6131 | -0.4429 |
| -19 | -0.10% | -0.2639 | -0.158 | 19 | -0.01% | -0.022 | -0.0861 |
| -18 | 0.21% | 0.5272 | 0.1648 | 18 | 0.39% | 0.9971 | 1.0529 |
| -17 | -0.22% | -0.5599 | -0.9367 | 17 | -0.08% | -0.1942 | -0.3555 |
| -16 | 0.25% | 0.6477 | 0.7479 | 16 | -0.43% | -1.088 | -1.0062 |
| -15 | 0.14% | 0.3529 | 0.3968 | 15 | -0.22% | -0.5655 | -0.7613 |
| -14 | -0.10% | -0.2501 | -0.2848 | 14 | -0.55% | -1.3978 | -1.6907* |
| -13 | -0.74% | -1.8782* | -1.7168* | 13 | 0.78% | 1.9978** | 2.3211** |
| -12 | -0.56% | -1.4156 | -0.863 | 12 | -0.54% | -1.3823 | -1.5526 |
| -11 | -0.12% | -0.315 | -0.7716 | 11 | 0.12% | 0.3164 | -0.0093 |
| -10 | 0.15% | 0.3736 | 1.0289 | 10 | 0.09% | 0.2306 | 1.4049 |
| -9 | -0.46% | -1.177 | -1.1783 | 9 | 0.33% | 0.8469 | 0.9415 |
| -8 | -0.08% | -0.2011 | -0.5221 | 8 | -0.16% | -0.4047 | -1.1032 |
| -7 | -0.72% | -1.8380* | -2.5314** | 7 | -0.02% | -0.0413 | 0.4006 |
| -6 | -0.16% | -0.41 | -0.0529 | 6 | 0.07% | 0.1889 | -0.0096 |
| -5 | -0.69% | -1.7657* | -1.7272* | 5 | -0.36% | -0.9204 | -1.5038 |
| -4 | -2.05% | -5.2285*** | -4.9719*** | 4 | -0.14% | -0.3573 | -0.3821 |
| -3 | -0.97% | -2.4834** | -2.5920** | 3 | -0.02% | -0.0421 | -0.3573 |
| -2 | -1.93% | -4.9118*** | -4.2545*** | 2 | 0.08% | 0.2159 | -0.2521 |
| -1 | 0.67% | 1.7129* | 1.5148 | 1 | 1.97% | 5.0310*** | 5.7406*** |
| 0 | 3.12% | 7.9510*** | 7.8886*** | 0 | 3.12% | 7.9510*** | 7.8886*** |

Tablo 2'de BIST İmalat sektörü için hesaplanan AAR değerlerine ilişkin katsayılar ve anlamlılık düzeyleri verilmektedir. Buna göre * işareti %10 anlamlılık düzeyini, ** işareti %5 anlamlılık düzeyini ve *** işareti %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 2'de görüldüğü üzere, duyuru öncesi durum incelendiğinde -1 tarihine dek olan günlerin çok büyük bir kısmında negatif getirilerin hesaplandığı gözlenmekte ve bu negatif getirilerin en fazla olduğu tarihler %-2.05 getiri ile -4 ve -1.93 getiri ile -2 tarihleridir. Bu durum -1'de yerini %0.67 getiri gibi pozitif getiriye bırakmıştır. Ortalama anormal getirininin duyuru öncesi yani -1 gününde pozitif

bir görünüm alması dikkat çekmektedir. Gözlemlenen bu durum piyasanın etkin olmadığını ve içeridekilerin ticaretinin (Insider trading) bulunduğunu işaret etmektedir.

Duyuru tarihinde gözlemlenen pozitif getirinin ise %3.12 oranı ile en yüksek seviyeye çıktığı tespit edilmiştir. Olay gününde gözlemlenen bu etki piyasanın şirketlerin pay geri alım duyurularına olumlu bir reaksiyon gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu durumu Dittmar (2000) ve Lee vd. (2010), şirket yönetimlerinin piyasaya şirketin geleceği ile ilgili bir mesaj (sinyal) vermek amacıyla yeni bir bilgi sürmeleri olarak açıklamaktadır. Buna göre, yöneticiler pay geri alımı yaparak, şirketlerin geleceğine dair yatırımcıların bilmediği veya öngöremediği bazı olumlu gelişmeler olduğu ve bunun paralelinde şirketin geleceğine dair olumlu bir görünümün olduğu ve dolayısı ile yönetimin, şirketin paylarına güven duyduğu mesajı verilmektedir. Zaten çoğunlukla, pay geri alımı duyurusu gerçekleşirken yöneticiler, pay geri alımına ilişkin hazırlanan bildiriye pay geri alımı nedeni olarak düşük değerlenmeyi göstermektedirler. Bu çalışma kapsamında da ele alınan duyuruların çok büyük bir kısmının nedeni olarak düşük değerlenmenin gösterilmiş olduğu tespit edilmiş ve yöneticilerin vermiş olduğu bu mesajın olay günü yani duyuru tarihinde görülen %3.12'lik bir getiri oranı ile karşılık bulduğu belirlenmiştir.

Çalışma kapsamında ayrıca, olay öncesi, olay sonrası ve olay öncesi ve sonrasını kapsayan dönemler içerisinde açılmış alt pencereler olup bu olay pencereleri için kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) hesaplanmıştır. Hesaplanan CAAR değerleri aşağıdaki tablolar da verilmektedir;

Tablo 3. Duyuru Tarihi Öncesi Dönem İçin Açılan Olay Pencereleri

| Olay Günleri | CAAR | t İstatistiği | Pattel Z |
|--------------|--------|---------------|------------|
| (-20...-1) | -7.99% | -4.6754*** | -4.6729*** |
| (-10...-1) | -6.09% | -5.0372*** | -4.8341*** |
| (-5...-1) | -4.84% | -5.6691*** | -5.3804*** |
| (-3...-1) | -2.17% | -3.2807*** | -3.0783*** |

Tablo 3'de BIST İmalat sektöründe pay geri alım duyuru tarihi öncesi döneme ilişkin açılan olay pencereleri ve bu olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerine ilişkin katsayılar ve anlamlılık düzeyleri verilmektedir. Buna göre * işareti %10 anlamlılık düzeyini, ** işareti %5 anlamlılık düzeyini ve *** işareti %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 3'de duyuru öncesindeki dönemi ele alan 4 farklı alt olay penceresi açılmış ve bunlar için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiriler verilmiştir. Buna göre açılan tüm alt olay pencerelerinde negatif getiri tespit edilmiş ve bunların tamamı istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. En düşük CAAR değerinin % -7.99 ile (-20...-1) olay penceresinde en yüksek CAAR değerinin ise %-2.17 ile (-3...-1) olay penceresinde gerçekleştiği tespit edilmiştir. Buna göre duyuru tarihine yaklaştıkça negatif getirilerin azaldığı ifade edilebilir.

Tablo 4. Duyuru Tarihi Sonrası Dönem İçin Açılan Olay Pencereleeri

| Olay Günleri | CAAR | t İstatistiği | Pattel Z |
|--------------|-------|---------------|-----------|
| (0...2) | 5.18% | 7.6198*** | 7.7233*** |
| (0...3) | 5.16% | 6.5779*** | 6.5099*** |
| (0...5) | 4.66% | 4.8492*** | 4.5454*** |
| (0...10) | 4.98% | 3.8287*** | 3.8497*** |
| (0...20) | 4.22% | 2.3451** | 2.2340** |

Tablo 4'de BIST İmalat sektöründe pay geri alım duyuru tarihi sonrası döneme ilişkin açılan olay pencereleri ve bu olay pencereleri için hesaplan CAR değerlerine ilişkin katsayılar ve anlamlılık düzeyleri verilmektedir. Buna göre * işareti %10 anlamlılık düzeyini, ** işareti %5 anlamlılık düzeyini ve *** işareti %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 4'de ise pay geri alım duyurusu sonrasında belirlenen alt olay pencereleri ve bu pencereler için hesaplanan CAAR değerleri verilmektedir. Buna göre en yüksek CAAR değerinin %5.18 ile (0...+2) olay penceresinde gerçekleştiği onu ise %5.16 ile (0...+3) penceresinin takip ettiği görülmektedir. Olay tarihinden uzaklaştıkça getirilerin azalması sonucunda CAAR değerinin düştüğü ve bunun sonucu olarak (0...+5), (0...+10) ve (0...+20) pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin nispeten daha düşük olduğu belirlenmiştir. Ayrıca, açılan bütün pencerelerde pozitif CAAR değerlerinin hesaplandığı ve bunların tamamının ise istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 5. Birleşik Dönem İçin Açılan Olay Pencereleeri

| Olay Günleri | CAAR | t İstatistiği | Pattel Z |
|--------------|--------|---------------|-----------|
| (-20...20) | -3.99% | -1.5871 | -1.6648* |
| (-10...-10) | 0.15% | 0.3736 | -0.5496 |
| (-5...5) | -0.31% | -0.2407 | -0.2705 |
| (-3...3) | 2.93% | 2.8247*** | 2.9058*** |
| (-1...1) | 5.77% | 8.4841*** | 8.7434*** |

Tablo 5'de BIST İmalat sektöründe pay geri alım duyurusu tarihi öncesi ve sonrası döneme ilişkin açılan olay pencereleri ve bu olay pencereleri için hesaplan CAR değerlerine ilişkin katsayılar ve anlamlılık düzeyleri verilmektedir. Buna göre * işareti %10 anlamlılık düzeyini, ** işareti %5 anlamlılık düzeyini ve *** işareti %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Çalışmada pay geri alım duyuru tarihi öncesi ve sonrası dönemi kapsayan birleşik olay pencereleri de incelenmiş olup bu pencereler için belirlenen CAAR değerleri ve anlamlılık düzeyleri Tablo 5'de verilmiştir. Buna göre (-3...+3) ve (-1...+1) gibi daha kısa dönemleri ele alan birleşik olay pencerelerinde pozitif CAAR değerleri hesaplanmış ve bunların istatistiki açıdan anlamlı oldukları belirlenmiştir. Ancak, (-20...+20), (-10...+10) ve (-5...+5) gibi daha uzun dönemleri kapsayan birleşik olay pencerelerinde hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki açıdan anlamsız olduğu gözlemlenmiştir.

Ayrıca çalışma kapsamında pay geri alım duyuruları şirket bazında da incelenmiştir. Bu yönüyle çalışma literatürdeki diğer benzer çalışmalardan ayrılmaktadır. Şirket bazında pay geri alım

duyurularının pay fiyatları üzerindeki etkisini tespit edebilmek adına hesaplanan anormal getiri (AR) ve kümülatif anormal getiri (CAR) değerleri aşağıda yer alan tablolarda verilmektedir.

Tablo 6. Şirket Bazında Elde Edilen AR Değerleri

| Tarih/ID | -4 | -3 | -2 | -1 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 |
|----------|-----------|------------|------------|-------------|-----------|---------------|----------|----------|--------|
| ACSEL | -7.36%** | -0.25% | -2.67% | -2.12% | 0.12% | 2.89% | 0.67% | -0.44% | 0.38% |
| AKSA | -1.80% | 1.29% | 0.13% | 0.81% | 1.05% | 3.62% | -0.27% | 0.87% | -0.58% |
| ARSAN | -8.54%*** | -0.21% | -3.10% | 0.50% | 6.52%*** | 2.30% | -1.23% | 3.20% | -1.04% |
| AVOD | -7.48%*** | -1.66% | -4.39%* | -1.72% | -0.18% | 4.75% | 1.97% | 2.08% | 1.62% |
| BAKAB | 2.66% | 1.67% | 0.21%** | 0.01% | 0.71% | 0.27% | -0.38% | 2.17%* | -1.08% |
| BAKAB 2 | -0.65% | 0.95% | 0.75% | 2.46% | -1.86% | 1.52% | 0.18% | 1.11% | 0.31% |
| BNTAS | -0.34% | 0.04% | 0.41% | -0.12% | 3.84%* | -0.59% | -1.17% | 0.04% | -0.47% |
| BNTAS 2 | 8.91% | 4.75% | -1.83% | 4.49% | 0.28% | -2.28% | -1.58% | -0.14% | 1.16% |
| BLCYT | 1.27% | 1.03% | 5.48%** | -1.04% | -0.85% | 3.26% | -2.87% | 0.81% | -0.90% |
| BOSSA | -22.20% | -21.90%*** | -22.20%*** | -3.63% | -5.14%* | 1.80% | -6.31%** | -1.82% | 0.63% |
| BSOKE | -0.44% | 0.67% | -0.09% | -0.86% | -0.04% | 3.66% | 1.59% | -2.51%** | 0.06% |
| BTCIM | 0.83% | 1.06% | -0.84% | 1.00% | -0.70% | 1.16% | 1.11% | -0.94% | 0.09% |
| DAGI | 0.65% | 0.04% | 1.16% | 0.59% | 8.18% | 2.27% | -3.43% | -0.50% | 0.21% |
| DAGI 2 | -3.65%** | -3.67%** | -8.82%*** | 1.18% | 3.99%** | -1.41% | -4.61% | -0.22% | 0.48% |
| EGEEN | 4.08%* | 4.66%* | -1.89% | 4.88% | 4.39%* | -2.07% | -0.08% | -1.06% | -1.71% |
| EMKEL | 1.99% | -1.82% | -0.03% | -0.85% | 17.07% | -7.13% | 1.48% | -2.75% | -2.64% |
| GEDZA | 3.06% | 1.59% | -1.46% | 1.65% | 0.67% | 0.99% | 0.89% | -1.92% | -1.31% |
| GEREL | 1.18% | 2.94% | -0.52% | 1.32% | -3.92% | 18.92%** * | 9.45% | -6.47%** | -0.52% |
| IZFAS | -3.41% | -2.97% | 1.63% | 8.93% | 2.93% | -0.15% | 0.20% | 1.45% | 3.52% |
| JANTS | -1.43% | -2.77% | -0.24% | -1.03% | -4.45%*** | -3.96%** | -1.55% | 0.62% | -0.67% |
| KATMR | -2.28% | 0.13% | -5.74%** | 0.13% | -8.59%*** | 4.98%* | -0.57% | 3.18% | 0.32% |
| KATMR 2 | -6.26%* | 2.42% | -1.51% | -2.37% | 6.32%* | 4.37% | 6.68%* | -2.09% | -1.84% |
| KRDMA | -0.45% | -0.65% | -0.20% | -0.57% | 3.49%** | 2.34% | -2.31% | -0.08% | 1.02% |
| KRSTL | -2.77% | -5.37%*** | -2.57% | 3.99%* * | 13.63%** | 6.05%*** | -1.37% | 0.13% | -0.65% |
| OYLUM | -0.76% | 0.65% | 0.05% | 0.79% | 2.27% | 1.75% | -1.50% | 1.34% | -2.53% |
| OYLUM 2 | -3.00% | -0.66% | -12.53% | 6.26% | 9.73% | 5.10% | 14.03% | 8.52% | -0.28% |
| PRZMA | -5.94%*** | 0.67% | -2.92%* | 4.21%* * | 1.04% | 2.07% | 4.36%*** | -1.41% | 0.31% |
| RTALB | -7.48%*** | 0.23% | -2.37% | 0.00% | 5.09%** | -0.79% | -0.53% | -2.29% | 1.88% |
| SAMAT | 1.07% | 0.21% | -1.62% | -1.12% | 3.08%** | 0.50% | -1.68% | 0.53% | -0.65% |
| SASA | -0.86% | -1.12% | -3.35% | 3.68% | 16.84%*** | 0.93% | -4.30% | -1.56% | -3.49% |
| SAYAS | 0.17% | -3.10% | -2.50% | -0.91% | 17.36%*** | -0.95% | -3.67% | 1.38% | -0.17% |
| SEKUR | -8.43%*** | -3.28% | 2.03% | 5.26% | -0.03% | 5.80%*** | -1.92% | 1.16% | -0.38% |
| SILVR | -0.31% | -2.25% | 0.16% | -0.28% | 3.26% | -0.09% | 4.13%* | -0.55% | 0.94% |
| ULUUN | -3.53%** | -2.01% | -2.26%* | 1.87% | 4.19%*** | 4.05%*** | 1.73% | -1.28% | 0.46% |
| VANGD | -1.15% | -7.82%*** | 3.16%** | -1.24% | -2.03% | 7.39%*** | 1.49% | -0.64% | 1.22% |
| YATAS | -0.51% | 1.74% | -3.90% | -1.15% | 9.33%*** | -0.48% | -4.48% | -2.65% | 3.09% |
| YATAS 2 | -0.73% | -1.30% | 3.07% | -1.72% | -2.18% | 0.19% | -1.02% | 2.09% | -1.98% |

Tablo 6'da hesaplanan AR değerlerine ilişkin katsayılar ve anlamlılık düzeylerini gösteren t istatistiği skorları verilmektedir. Buna göre * işareti %10 anlamlılık düzeyini, ** işareti %5 anlamlılık düzeyini ve *** işareti %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının şirket bazında incelenmesi sonucunda özellikle duyurunun gerçekleştiği tarihte fiyatlardaki hareketliliği ve anormal getirileri şirket bazında görebilmek adına, duyuru tarihi, duyuru tarihi öncesi 4 gün ve duyuru tarihi sonrası 4 gün olmak üzere toplam 9 günlük döneme ilişkin hesaplanan AR değerleri tablo 6'da verilmektedir. Buna göre şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları öncesindeki 4 günlük dönemde getirilerin genellikle negatif olduğu gözlemlenirken, BOSSA, SEKUR, DAGI gibi şirketlerde belirlenen negatif getiriler dikkat çekici olmuştur. Gözlemlenen bu negatif getirilerin ardından pay geri alım duyurusunun gerçekleştiği gün olarak gösterilen 0 gününde getirilerin çok büyük oranda pozitif olduğu belirlenmiştir. Özellikle EMKEL, KRSTL, SASA ve SAYAS gibi şirketlerde gözlemlenen %10'un üzerinde gerçekleşmiş olan yüksek pozitif anormal getiriler dikkat çekmektedir. Pay geri alım duyuruları bu şirketlerin fiyatlarına adeta bir doping etkisi yapmıştır. Bu durum açıkça pay geri alım duyurularının piyasa tarafından olumlu yorumlandığının bir göstergesidir. Ancak bu tarih sonrasındaki beş günlük süreçte ise gözlemlenen bu etkinin azaldığı, özellikle yüksek getiri gözlemlenen şirketlerde daha hızlı düşüşlerin yaşandığı belirlenmiştir.

Tablo 7. Şirket Bazında Duyuru Öncesi Elde Edilen CAR Değerleri

| ID/CAR | -20,...-1 | t | -10,...-1 | t | -5,...-1 | t | -3,...-1 | t |
|---------|-----------|------------------|-----------|------------------|----------|-------------------|----------|------------------|
| | | Istatistik | | Istatistik | | Istatistik | | Istatistik |
| ACSEL | -8.82% | -0.686 | -9.35% | -1.028 | -12.54% | -1.952** | -5.04% | -1.012 |
| AKSA | -7.97% | -1.210 | 0.63% | 0.136 | -0.04% | -0.011 | 2.23% | 0.874 |
| ARSAN | -35.54% | -3.558** | -32.33% | -4.578*** | -12.39% | -2.480** | -2.81% | -0.727 |
| AVOD | -14.87% | -1.436 | -14.24% | -1.944** | -17.10% | -3.302** | -7.76% | -1.935** |
| BAKAB 1 | -3.49% | -0.425 | -1.19% | -0.204 | 2.69% | 0.655 | 1.89% | 0.594 |
| BAKAB 2 | 3.25% | 0.600 | 2.97% | 0.773 | 2.40% | 0.884 | 4.15% | 1.976** |
| BLCYT | -2.29% | -0.245 | 0.61% | 0.092 | 9.15% | 1.960** | 5.46% | 1.509 |
| BNTAS 1 | -2.04% | -0.428 | 1.26% | 0.373 | 0.32% | 0.135 | 0.32% | 0.172 |
| BNTAS 2 | 8.37% | 0.845 | 10.37% | 1.481 | 12.05% | 2.433** | 7.41% | 1.932** |
| BOSSA | -39.23% | -2.981** | -65.11% | -6.997*** | -69.50% | -10.562*** | -47.72% | -9.363*** |
| BSOKE | -1.59% | -0.299 | -0.45% | -0.120 | -0.75% | -0.284 | -0.27% | -0.133 |
| BTCIM | 5.76% | 1.076 | 2.13% | 0.562 | 3.00% | 1.118 | 1.22% | 0.588 |
| DAGI 1 | 5.57% | 0.442 | 3.49% | 0.391 | 1.90% | 0.301 | 1.79% | 0.367 |
| DAGI 2 | -45.18% | -5.940*** | -22.72% | -4.224*** | -21.89% | -5.755*** | -11.31% | -3.838** |
| EGEEN | 9.29% | 0.884 | 1.85% | 0.249 | 10.30% | 1.958* | 7.66% | 1.880* |
| EMKEL | -1.37% | -0.139 | -1.00% | -0.144 | 1.11% | 0.227 | -2.70% | -0.710 |
| GEDZA | 4.81% | 0.434 | 3.43% | 0.437 | 4.28% | 0.771 | 1.78% | 0.415 |
| GEREL | -15.28% | -1.304 | 5.05% | 0.609 | 4.55% | 0.777 | 3.73% | 0.823 |
| IZFAS | 4.66% | 0.311 | -4.64% | -0.438 | 3.35% | 0.447 | 7.59% | 1.309 |
| JANTS | 3.71% | 0.502 | -8.25% | -1.580 | -4.01% | -1.087 | -4.04% | -1.413 |
| KATMR 1 | -14.20% | -1.137 | -13.32% | -1.508 | -10.90% | -1.745* | -5.47% | -1.130 |
| KATMR 2 | -7.55% | -0.487 | -1.16% | -0.106 | -6.52% | -0.841 | -1.47% | -0.245 |
| KRDMA | -3.61% | -0.493 | -0.40% | -0.077 | -0.94% | -0.258 | -1.43% | -0.505 |

| | | | | | | | | |
|---------|---------|-----------------|---------|-----------------|---------|-----------------|--------|-----------------|
| KRSTL | -16.96% | -1.940* | -12.89% | -2.086** | -13.71% | -3.136** | -3.95% | -1.166 |
| OYLUM 1 | 0.60% | 0.059 | 7.01% | 0.976 | 1.71% | 0.337 | 1.49% | 0.379 |
| OYLUM 2 | -27.44% | -1.243 | -15.78% | -1.011 | -15.10% | -1.369 | -6.92% | -0.810 |
| PRZMA | -15.93% | -2.161** | -14.89% | -2.856** | -12.14% | -3.293** | -6.45% | -2.260** |
| RTALB | -17.35% | -1.517 | -9.75% | -1.206 | -6.67% | -1.167 | -2.14% | -0.483 |
| SAMAT | -3.02% | -0.511 | -4.18% | -1.001 | -0.45% | -0.152 | -2.53% | -1.106 |
| SASA | -24.44% | -1.585 | -10.22% | -0.938 | -3.48% | -0.451 | -0.78% | -0.131 |
| SAYAS | -23.05% | -2.180** | -12.67% | -1.695* | -7.40% | -1.401 | -6.52% | -1.592 |
| SEKUR | 29.05% | 3.115** | 14.43% | 2.188** | 4.44% | 0.951 | 4.01% | 1.110 |
| SILVR | -2.61% | -0.238 | -5.40% | -0.698 | -5.48% | -1.001 | -2.38% | -0.561 |
| ULUUN | -13.10% | -2.125** | -8.98% | -2.061** | -10.16% | -3.296** | -2.40% | -1.006 |
| VANGD | -13.27% | -2.142** | -6.86% | -1.566 | -7.92% | -2.559** | -5.90% | -2.459** |
| YATAS 1 | -25.52% | -1.826 | -8.68% | -0.878 | -5.32% | -0.762 | -3.30% | -0.609 |
| YATAS 2 | 7.11% | 0.609 | 0.00% | 0.000 | -0.86% | -0.147 | 0.06% | 0.013 |

Tablo 7'de şirketler bazında pay geri alım duyurusu öncesi döneme ilişkin açılan olay pencereleri için hesaplan CAR değerlerine ilişkin katsayılar ve anlamlılık düzeylerini gösteren t istatistiği skorları verilmektedir. Buna göre * işareti %10 anlamlılık düzeyini, ** işareti %5 anlamlılık düzeyini ve *** işareti %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Şirket bazında kümülatif anormal getirilerin incelenmesi sonucunda ise pay geri alım duyurusunun gerçekleştiği tarih öncesinde özellikle (-20, -1) dönemini ifade eden olay penceresinde negatif getirilerin yüksek olduğu ve bu yüksek negatif getirilerin (-5, -1) ve (-3, -1) gibi duyuru tarihine daha yakın olan ve daha kısa süreyi ele alan olay pencerelerinde yerini daha düşük seviyelerdeki negatif getirilere bıraktığı tespit edilmiştir.

Tablo 8. Şirket Bazında Duyuru Sonrası Elde Edilen CAR Değerleri

| ID/CAR | 0,..20 | t İstatistik | 0,..10 | t İstatistik | 0,..5 | t İstatistik | 0,..3 | t İstatistik |
|---------|---------|------------------|---------|------------------|---------|------------------|---------|-----------------|
| ACSEL | 3.16% | 0.2402 | 2.75% | 0.2890 | 6.10% | 0.8669 | 3.24% | 0.5637 |
| AKSA | 6.83% | 1.0122 | 4.78% | 0.9784 | 4.58% | 1.2690 | 5.28% | 1.7905* |
| ARSAN | 9.58% | 0.9356 | 6.70% | 0.9046 | 7.93% | 1.4499 | 10.79% | 2.4149** |
| AVOD | 7.22% | 0.6802 | 10.98% | 1.4288 | 11.83% | 2.0839** | 8.62% | 1.8604* |
| BAKAB 1 | 5.18% | 0.6146 | 2.58% | 0.4236 | 2.45% | 0.5443 | 2.78% | 0.7563 |
| BAKAB 2 | -4.41% | -0.7931 | -3.90% | -0.9696 | 0.11% | 0.0377 | 0.94% | 0.3873 |
| BLCYT | -5.70% | -0.5958 | 1.41% | 0.2035 | -1.64% | -0.3201 | 0.35% | 0.0847 |
| BNTAS 1 | 4.56% | 0.9325 | 7.40% | 2.0899** | 1.75% | 0.6706 | 2.12% | 0.9916 |
| BNTAS 2 | -2.15% | -0.2122 | -2.98% | -0.4052 | -4.07% | -0.7508 | -3.73% | -0.8417 |
| BOSSA | -31.59% | -2.3423** | -23.46% | -2.4037** | -15.02% | -2.0835** | -11.47% | -1.9485* |
| BSOKE | -3.11% | -0.5716 | -0.91% | -0.2308 | 2.46% | 0.8439 | 2.71% | 1.1402 |
| BTCIM | -0.52% | -0.0941 | -0.32% | -0.0815 | 0.05% | 0.0172 | 0.63% | 0.2637 |
| DAGI 1 | 10.68% | 0.8272 | 8.59% | 0.9189 | 4.68% | 0.6776 | 6.52% | 1.1567 |
| DAGI 2 | -12.47% | -1.5997 | -5.50% | -0.9754 | -2.24% | -0.5386 | -2.24% | -0.6598 |
| EGEEN | 11.98% | 1.1022 | 8.26% | 1.0499 | -0.07% | -0.0122 | -2.05% | -0.4320 |
| EMKEL | -0.83% | -0.0826 | -0.40% | -0.0554 | 4.49% | 0.8347 | 8.66% | 1.9717** |
| GEDZA | -10.25% | -0.9014 | -2.71% | -0.3295 | -0.82% | -0.1347 | 0.64% | 0.1293 |
| GEREL | -10.25% | -0.9014 | -2.71% | -0.3295 | -0.82% | -0.1347 | 0.64% | 0.1293 |

| | | | | | | | | |
|---------|--------|-----------------|---------|------------------|---------|------------------|--------|------------------|
| IZFAS | 11.81% | 0.7693 | 13.60% | 1.2248 | 8.45% | 1.0306 | 4.43% | 0.6609 |
| JANTS | -7.84% | -1.0360 | -13.47% | -2.4585** | -10.97% | -2.7112** | -9.34% | -2.8269** |
| KATMR 1 | -6.54% | -0.5109 | -1.26% | -0.1363 | 0.21% | 0.0312 | -1.00% | -0.1791 |
| KATMR 2 | 8.88% | 0.5591 | 19.79% | 1.7216* | 18.47% | 2.1749** | 15.29% | 2.2052** |
| KRDMA | 3.74% | 0.4990 | 8.00% | 1.4741 | 4.05% | 1.0114 | 3.44% | 1.0519 |
| KRSTL | 33.80% | 3.7732** | 25.31% | 3.9043** | 18.82% | 3.9296** | 18.44% | 4.7170*** |
| OYLUM 1 | 2.22% | 0.2130 | 1.79% | 0.2382 | 2.23% | 0.4001 | 3.87% | 0.8519 |
| OYLUM 2 | 26.87% | 1.1885 | 28.95% | 1.7692* | 38.88% | 3.2166** | 37.37% | 3.7872** |
| PRZMA | 6.71% | 0.8879 | 5.79% | 1.0585 | 7.28% | 1.8026* | 6.06% | 1.8366* |
| RTALB | 0.04% | 0.0034 | 3.22% | 0.3801 | 3.23% | 0.5162 | 1.48% | 0.2891 |
| SAMAT | -1.67% | -0.2764 | 0.97% | 0.2223 | 1.81% | 0.5603 | 2.43% | 0.9186 |
| SASA | 43.08% | 2.7277** | 20.57% | 1.7993* | 13.90% | 1.6460* | 11.91% | 1.7277* |
| SAYAS | 12.41% | 1.1453 | 22.98% | 2.9300** | 13.93% | 2.4053** | 14.13% | 2.9890** |
| SEKUR | 18.99% | 1.9865** | 12.67% | 1.8315* | -4.36% | -0.8536 | 5.02% | 1.2026 |
| SILVR | 3.62% | 0.3226 | 2.42% | 0.2977 | 8.58% | 1.4302 | 6.75% | 1.3793 |
| ULUUN | 4.92% | 0.7786 | 4.90% | 1.0717 | 6.30% | 1.8661* | 8.69% | 3.1506** |
| VANGD | 13.26% | 2.0901** | 16.90% | 3.6798** | 7.39% | 2.1784** | 6.21% | 2.2424** |
| YATAS 1 | -1.01% | -0.0704 | 0.79% | 0.0761 | 2.28% | 0.2980 | 1.72% | 0.2749 |
| YATAS 2 | 0.52% | 0.0431 | 0.94% | 0.1091 | -4.18% | -0.6535 | -0.91% | -0.1752 |

Tablo 8'de şirketler bazında pay geri alım duyurusu sonrası döneme ilişkin açılan olay pencereleri için hesaplanan CAR değerlerine ilişkin katsayılar ve anlamlılık düzeylerini gösteren t istatistiği skorları verilmektedir. Buna göre * işareti %10 anlamlılık düzeyini, ** işareti %5 anlamlılık düzeyini ve *** işareti %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir

Ayrıca, duyuru sonrası dönemi ele alan olay pencerelerinin incelenmesi sonucu elde edilen alt olay pencereleri ve bu olay pencereleri için hesaplanan CAR değerleri yukarıdaki Ttablo 8'de verilmektedir. Tablo 8 incelendiğinde birçok şirketin olay sonrası CAR değerlerinin pozitif olduğu ve özellikle duyuru tarihine daha yakın olan ve daha kısa süreyi ele alan (0, +3) ve (0, +5) gibi olay pencerelerinde CAR değerlerinin yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte, daha uzun dönemi ele alan (0, +10) ve (0, +20) gibi olay pencerelerinde ise gözlemlenen yüksek pozitif getirilerin kademeli olarak azaldığı gözlemlenmiştir. Ancak birçok şirkette gözlemlenen pozitif getirilerin aksine BOSSA ve JANTS gibi bazı şirketlerde duyuru öncesi gözlemlenen negatif getirilerin duyuru sonrası dönemde de devam ettiği belirlenmiştir.

5. SONUÇ

Pay geri alımları şirketlerin hissedarlara nakit dağıtımını için kullandıkları araçlar arasında yıllar itibari ile giderek daha fazla önem kazanmıştır. Günümüzde birçok şirket temettü ödemek yerine piyasadaki paylarının bir kısmını geri almayı tercih etmektedir. Bunun en temel sebebi olarak ise bu mekanizmanın içinde şirketlere esneklik sunulması gösterilebilir. Pay geri alımları, kesin bağlılıklar taşımayan uygulamalardır. Diğer yandan ise temettülerin yükümlülükleri vardır ve temettülerin azaltılması veya iptal edilmesi pay fiyatlarını olumsuz etkileyebilmektedir. Payları geri almak için şirketler farklı seçeneklere sahip oldukları gibi şirketleri bu alımları yapmaya iten farklı motivasyonlar

da bulunmaktadır. Ortaya çıkan bu motivasyonlar doğrultusunda uluslararası piyasalarda her yıl milyarlarca dolar değerinde pay geri alımları gerçekleştirilmektedir.

Uluslararası piyasalarda hızla popüler hale gelen hisse geri alımları Türkiye'de ise ancak 2009 yılından sonra uygulanmaya başlanmıştır. 2009 yılı ve sonrasındaki gelişmeler ve ardı ardına yapılan düzenlemeler pay geri alımı gerçekleştiren şirketlerin sayısının artmasına neden olmuştur. Ancak, şirketlerin pay geri alım uygulamasına artan bu ilgilerine rağmen yerli literatürün bu alanda oldukça sınırlı olduğu ve gerçekleştirilen çalışmaların birkaç taneden öteye geçmediği gözlemlenmiştir. Bu nedenle şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alımları üzerine özellikle yerli literatüre katkı sağlayacak bir çalışmanın ortaya konulması amaçlanmıştır.

Çalışma kapsamında BIST İmalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 2011 ve 2018 yılları arasında gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları ele alınmış ve elde edilen veriler analiz edilmiştir. Çalışmada olay çalışması (Event Study) metodu kullanılmıştır. Buna göre belirlenen şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyurularını takip eden kısa dönem içerisinde pay getiri performansının ölçülebilmesi amacıyla geri alımın yapıldığı günün “20 iş günü öncesi” ve “20 iş günü sonrası” olmak üzere toplam 41 iş günü uzunluğunda bir olay penceresi (-20, +20) açılmıştır. Bu olay penceresi kapsamında olay öncesi ve sonrası ve birleşik dönemi kapsayacak şekilde alt olay pencereleri açılmıştır. Belirlenen bu olay pencereleri için payların AAR ve CAAR bilgileri incelenmiştir.

Elde edilen bulgular neticesinde şirketlerin pay geri alım işlemine ait duyurularının kamuya açıklandığı günün öncesindeki 20 günlük süreçte getirilerin genellikle negatif düzeyde olduğu gözlemlenirken, geri alım işlemine ait duyuruların kamuya açıklanmasıyla birlikte getirilerin yönünün pozitif olarak gerçekleşmeye başladığı gözlemlenmiştir. Buna göre duyuru tarihinde BIST İmalat sektöründe gerçekleştirilen pay geri alım duyuruları sonucunda duyuru tarihinde bir yatırımcı %3,12 gibi ortalama anormal getiri (AAR) elde edebilmektedir. Bu durum kümülatif olarak incelendiğinde, özellikle duyuru etkisinin hissedilmeye başladığı -1 günü ve duyurunun etkisinin devam ettiği +1 gününü de içerisine alan (-1, +1) birleşik olay penceresine bakıldığında elde edilebilecek toplam ortalama anormal getiri oranının %5,7 gibi bir orana çıktığı belirlenmiştir.

Ayrıca çalışma kapsamında pay geri alım duyuruları şirket bazında da incelenmiştir. Bunun sonucunda pay geri alım duyurusu gerçekleştiren şirketlerin birçoğunda duyuru tarihinde pozitif AR ve CAR değerlerine rastlanılmıştır. Ancak birçok şirketin de geri alımlar sonrasında benzer performansı gösteremediği hatta duyuru tarihinde çok yüksek pozitif getiri gözlemlenen şirketlerin bazılarında pay geri alım duyurusunun pay getirisi üzerindeki etkisinin hızla azaldığı ve daha yatay bir görünümde devam ettiği belirlenmiştir. Bu durum şirketlerin pay geri alım duyurusu gerçekleştirerek adeta pay fiyatlarını dopinglediklerini ve bu sayede yüksek fiyat sıçramaları sağlayabildiklerini, daha sonra ise fiyatların benzer düzeylerde tutunmaya çalışarak küçük dalgalanmalar sergilediklerini göstermektedir. Pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki bu etkisi EMKEL, KRSTL, SASA ve SAYAS gibi

bazı şirketlerde gözlemlenebilirken BOSSA, DAGI, SEKUR, JANTS gibi şirketlerde gözlemlenememiştir. Pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin farklılıklar sergilemesi, şirketlerin bir kısmının yatırımcıya vermek istedikleri sinyalin ulaştığı ve yatırımcı açısından bu sinyalin olumlu yorumlanmış olduğu bir kısmının ise bunu gerçekleştirememiş olduğu şeklinde açıklanabilmektedir. Çalışma kapsamında ele alınan birçok şirketin pay geri alım duyurusuna istinaden hazırlanmış oldukları bildirimde pay fiyatlarının düşük değerlendirildiğini yani olması gereken değerinin altında değerlendirildiğini ve bu nedenle pay geri alımı yapılacağını belirttikleri değerlendirildiğinde verilen mesajın yatırımcılar tarafından olumlu karşılanması ve doğru yorumlanması büyük önem arz etmektedir.

Şirketlerin kendine özgü durumlarının ve bazı dış faktörlerin de pay geri alım duyurularının piyasa tarafından nasıl algılandığı hakkında etkisinin olduğu ve bu hususun ayrı bir çalışma konusu olduğu düşünülmektedir. Pay geri alımları konusunda çalışma gerçekleştirecek araştırmacılara, pay geri alım duyurusunun piyasa tarafından olumlu veya olumsuz olarak yorumlanmasının nedenlerinin ve şirketlerin pay geri alım kararı almasında hangi faktörlerin etki ettiğinin incelenmesi önerilmektedir.

KAYNAKÇA

- Andriosopoulos D., And Lasfer M. (2014). "The Market Valuation of Share Repurchases in Europe." *Journal of Banking & Finance* 55: 327-339.
- Chan K., Ikenberry D. And Lee I. (2004). "Economic Sources of Gain in Stock Repurchases." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39.03: 461-479.
- Chatterjee C. And Dutta P. (2015). "Anomalous Price Behaviour Around Open Market Stock Repurchase Announcements in India." *Vikalpa* 40.4 (2015): 435-443.
- Comment R., And Jarrell G. A. (1991). "The Relative Signalling Power of Dutch-Auction And Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases." *The Journal of Finance* 46.4: 1243-1271.
- Dittmar A. K. (2000). "Why Do Firms Repurchase Stock." *The Journal of Business* 73.3: 331-355.
- Fox J. (2018). "The Big and Possibly Dumb Buyback Boom." [www.bloomberg.com. https://www.bloomberg.com/view/articles/2018-03-06/the-big-and-possibly-dumb-boom-in-corporate-share-buybacks](https://www.bloomberg.com/view/articles/2018-03-06/the-big-and-possibly-dumb-boom-in-corporate-share-buybacks)
- Grullon G. And Ikenberry D. (2000). "What Do We Know About Stock Repurchases?" *Journal of Applied Corporate Finance* 13.1: 31-51.
- Grullon G. And Michaely R. (2002). "Dividends, Share Repurchases, and The Substitution Hypothesis." *The Journal Of Finance* 57.4: 1649-1684.
- Ikenberry, D., Lakonishok J., And Vermaelen T. (1995). "Market Underreaction To Open Market Share Repurchases." *Journal of Financial Economics* 39.2: 181-208.

- Ikenberry D., Lakonishok J. And Vermaelen T. (2000). "Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading." *The Journal of Finance* 55.5: 2373-2397.
- Isa M., And Lee S. P. (2014). "Market Reactions to Share Repurchase Announcements in Malaysia." *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 10.1: 45-73.
- Kaderli, Y. (2007). "Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasındaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama." *Muhasebe Ve Finansman Dergisi*, (36), 144-154.
- Karakuş, R., İ, Zor Ve Küçük, Ş. Y. (2017). "Pay Geri Alım İlanlarının Hisse Getirisine Etkisi." *Journal of Accounting & Finance*, (75).
- Lakonishok J., And Vermaelen T. (1990). "Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers." *The Journal of Finance* 45.2 (1990): 455-477.
- Lee, C. I., Ejara, D. D., & Gleason, K. C. (2010). "An Empirical Analysis of European Stock Repurchases." *Journal of Multinational Financial Management*, 20(2-3), 114-125.
- Manconi, A., Peyer, U., & Vermaelen, T. (2015). "Buybacks Around The World: Market Timing, Governance And Regulation." *Knowledge. Insead. Edu*,
- Netter J. M. And Mitchell M. L. (1989). "Stock-Repurchase Announcements and Insider Transactions After The October 1987 Stock Market Crash." *Financial Management*: 84-96.
- McNally W. J., Smith B. F. And Barnes T. (2006). "The Price Impacts of Open Market Repurchase Trades." *Journal of Business Finance & Accounting* 33.5-6: 735-752.
- Peyer, U. C., & Vermaelen, T. (2005). "The Many Facets of Privately Negotiated Stock Repurchases". *Journal of Financial Economics*, 75(2), 361-395.
- Peyer U. C., & Vermaelen T. (2009). "The Nature And Persistence of Buyback Anomalies." *Review of Financial Studies* 22.4: 1693-1745.
- Skinner D. J. (2008). "The Evolving Relation Between Earnings, Dividends, And Stock Repurchases." *Journal of Financial Economics* 87.3: 582-609.
- Vermaelen T. (1981). "Common Stock Repurchases And Market Signalling: An Empirical Study." *Journal of Financial Economics* 9.2: 139-183.
- Vermaelen T. (1984). "Repurchase Tender Offers, Signaling, And Managerial Incentives." *Journal of Financial And Quantitative Analysis* 19.02: 163-181.
- Zhang H. (2005). "Share Price Performance Following Actual Share Repurchases." *Journal of Banking & Finance* 29.7: 1887-1901