

İŞLETMELERİN GERİ ALIM DUYURULARININ HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİ: BİST 100 ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR OLAY ÇALIŞMASI

Gamze GÖÇMEN YAĞCILAR¹
Zühal ARSLAN²

ÖZET

Bu çalışmanın amacı hisse senedi geri alım kararını açıklayan firmaların hisse senedi getirilerinin geri alım duyurularına tepkisini ortaya koymaktır. Bu amaçla SPK'nın 21 Temmuz 2016 tarihli duyuru ile geri alımlar üzerindeki sınırlamaları kaldırmasını takiben alım kararı açıklayan 10 şirketin 17 adet geri alım duyurusu incelemeye alınmıştır. Olay çalışması yöntemi kullanılan çalışmada ± 10 günlük olay penceresi belirlenmiş ve 21 gün için hisse senetlerinin beklenen getirileri hesaplanmıştır. Beklenen ve gerçekleşen getiriler arasındaki farkı ifade eden "anormal getirilerin" anlamlılığını ölçmek için t testinden yararlanılmıştır. Bulgular, hisse geri alım kararının açıklanmasından önce ve sonra, negatif ve pozitif anormal getiri elde edilmesinin mümkün olduğunu ortaya koymuştur. Ne var ki kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Hisse Geri Alımları, Olay Analizi, Anormal Getiri, Borsa İstanbul

EFFECTS OF FIRMS' BUY-BACK ANNOUNCEMENTS ON STOCK RETURNS: AN EVENT STUDY ON BIST-100 FIRMS

ABSTRACT

1 Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Bankacılık ve Finans Bölümü, gamzeyagcilar@sdu.edu.tr

2 Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi, Yalvaç Büyükkutlu Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu, Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, zuhalkucukcaka@sdu.edu.tr

The purpose of this study is to determine whether the stock returns of the companies that explain the stock repurchase order are affected by share buyback decisions. For this purpose, the effect of 17 share repurchase decisions of 10 companies regarding the share buyback decisions of companies traded in Borsa Istanbul following the press release of SPK on July 21, 2016 has been examined. In the study using the event study method, ± 10 working days were taken and for 21 days expected returns of stocks have been calculated. T test is used to estimate significance of abnormal returns which is the difference between expected and actual stock returns. Results suggest that it is possible to obtain negative and positive abnormal returns before and after the share buyback decision is announced. However, it seems not possible to obtain statistically significant cumulative abnormal returns.

Keywords: Share Repurchases, Event Study, Abnormal Return, Borsa İstanbul

GİRİŞ

Finans literatüründe genellikle bir temettü ödeme yöntemi olarak ele alınan hisse geri alımları, Türkiye’de yeni bir uygulama olmakla birlikte başta ABD olmak üzere pek çok ülkede uzun yıllardır yaygın olarak gerçekleştirilmektedir. Yapılan araştırmalar temettü ödeme yöntemi olarak geri alımların hızla nakit temettü ödemelerinin yerine geçtiğine işaret etmektedir (Grullon ve Michaely, 2002:1649; Skinner, 2008:582; Wesson, Smit, Kidd ve Hamman, 2018:180).

Firmaların hisse geri alımlarına giderek daha fazla yönelmeleri çeşitli nedenlere bağlanabilir. Bonaime, Öztekin ve Warr (2014)’e göre hisse senetlerinin açık piyasa geri alımlarıyla toplanması genellikle sermaye piyasaları tarafından iyi haber olarak yorumlanır ve böylece ortalama %2-%3 oranında anormal getiriyle karşılaşılır (s. 184). Bu durumu firma ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisine bağlayan Chen, Harper ve Iyer (2018)’e göre, hisse senetleri piyasada fiyatlanırken firmanın gelecekteki beklentileri hesaba katılmadığı için hisse senetlerini eksik değerleyebilmektedir. Böylece, firma geri alım duyurusu yaptığında piyasa bunu eksik değerlendirme sinyali olarak algılar ve duyuruya pozitif tepki verir. Ani fiyat düşüşlerinin yaşandığı finansal krizler süresince firmalar geri alım programları açıklayarak kendi paylarına destek sağlayabilir ya da piyasaya eşzamanlı olarak hisselerinin eksik değerlendirildiği mesajı gönderebilirler (Chen vd., 2018:255). Buna ilave olarak hisse senetlerinin geri satın alınması, eşanlı olarak arzı düşürüp talebi arttırmak yoluyla hisse senedi fiyatlarını destekleyebilir ve hisse başına karları arttırmak yoluyla da hisse fiyatları üzerinde dolaylı pozitif bir etki yaratabilir (Liu ve Swanson, 2016:78). Nitekim Liu ve Swanson

(2016) firmaları hisse geri alımına yönlendiren anlamlı bir motivasyonun, eksik değerlendirilmiş özkaynaklara destek sağlamak olduğuna dair kanıtlar elde etmişlerdir. Özellikle piyasa getirileri düştüğünde ve düşmeye devam edecek gibi görüldüğünde yöneticilerin hisse geri alımlarını arttırdıkları bulunmuştur (s. 89).

Diğer taraftan geri alımlar, firmanın elindeki fazla nakdin hissedarlara döndürülmesinin alternatif bir yolu olarak da düşünülebilir. Tong ve Bremer (2016), Tokyo Borsasında 2000-2009 yılları arasında gerçekleşen hisse geri alımlarını inceleyerek, firmaları hisse geri alımına iten nedenleri bulmaya çalışmışlardır. Çalışmada Japon firmalarının geri alımları çoğunlukla kurumsal tasarruf fazlalarını elden çıkarmak için kullandıkları anlaşılmıştır. Üstelik bu yöntem, nakit temettü ödemesine göre firmaya çok daha fazla esneklik sağlamaktadır. Çünkü temettülerin aksine firma belirttiği geri alım niyetini fiilen yerine getirmek zorunda olmayıp, bazı durumlarda firmanın fiili olarak gerçekleştirdiği geri alım miktarı, duyurulandan farklı olabilmektedir (s. 43). Jagannathan, Clifford ve Weisbach (2000)'e göre kar payı ödemesi süreklilik arz eden bir taahhüt ve kalıcı nakit akımlarının dağıtılmasında kullanılan bir yöntem olup, buna karşılık geri alımlar potansiyel olarak geçici nakit akımları ile ödenmektedir. Bu nedenle geri alımlar temettüye kıyasla finansal esnekliği daha fazla korumaktadır çünkü firmayı dolaylı olarak gelecekte de ödeme yapma taahhüdü altına sokmamaktadır (s. 356). Skinner (2008) de, bu esneklik sayesinde firmanın kazançları ve temettüler arasındaki zayıf ilişkinin, geri alımlar ile telafi edilebildiğini; geri alım programlarının firmanın kazanç durumundaki değişikliklere göre hızlıca adapte edilebildiğini öne sürmektedir (s. 583).

Geri alım eğiliminin diğer nedenleri arasında ise aşırı nakdin yol açtığı temsil maliyetlerinin düşürülmesi, devralma girişimlerini savuşturma niyeti, sektörel eğilim, özkaynağın azaltılarak kaldıraç oranlarının yükseltilmesi yoluyla sermaye yapısının değiştirilmesi ve vergisel avantajlar sayılabilir (Bonaime vd., 2014:182; Ergin, 2011:68).

Türkiye'de 2009 yılına kadar halka açık şirketlerin kendi hisse senetlerini geri satın almalarına imkân tanınmamıştır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 03.09.2009 tarihli basın duyurusu ile İMKB'de (yeni adıyla Borsa İstanbul) işlem gören aracı kurumlar ile yatırım ortaklıklarının kendi paylarını satın almalarına ilişkin ilke ve esasların belirlendiğini ifade etmiştir. Geri alım yapılabilecek pay miktarı ise ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesinin %20'si ile sınırlı tutulmuştur (SPK,

2009). 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununun yürürlüğe girmesini takiben geri alımların kapsamı da genişletilmiş ve Borsa’da işlem gören tüm şirketlere bu imkân tanınmıştır. Ancak geri alım oranı ödenmiş/çıkarılmış sermayenin %10’u ile sınırlandırılmıştır (SPK, 2011). 3 Ocak 2014 tarihinde yürürlüğe giren II-22.1 sayılı “Geri Alınan Paylar Tebliği” ile getirilen düzenleme, geri alınan payların toplam bedellerinin, Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanan son yıllık finansal tablolarda yer alan kar dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşmayacağını hükme bağlamıştır (SPK, 2014). 21.07.2016 tarihinden itibaren yürürlükte olan son düzenleme ile de halka açık şirketlerin, özel durum açıklaması yapmak kaydıyla herhangi bir limit söz konusu olmaksızın borsada kendi paylarını geri alabilmelerine olanak sağlanmıştır (SPK, 2016). Anılan duyurularda geri alımlara ilişkin düzenlemelerin gerekçeleri arasında kendi payları üzerinde işlem yapan ortaklıkların yaptıkları işlemlerin daha şeffaf bir ortamda yapılmasının sağlanması, yatırımcıların daha doğru bir şekilde bilgilendirilmesi (SPK, 2009; SPK, 2011), Borsada görülen yoğun fiyat hareketlerine karşı, hisse fiyatlarındaki dalgalanmaları azaltıcı yönde şirketlere imkân tanınması (SPK, 2011) ve piyasaların sağlıklı bir şekilde işlemesi (SPK, 2016) göze çarpmaktadır.

Bu çalışmada SPK’nın 2016 yılındaki son duyurusundan itibaren Borsa İstanbul’da hisse senedi geri alım kararını açıklayan firmaların hisse senedi getirilerinin hisse geri alım kararlarından etkilenip etkilenmediği, diğer bir ifade ile hisse geri alım kararlarının açıklandığı tarih etrafındaki günlerde anormal bir getiri elde edilip edilemeyeceği “olay çalışması” yöntemiyle incelenmiştir. Bu amaçla yapılan çalışmanın geri kalanında ilgili literatüre yer verilmiş, araştırmanın kapsamı ve yöntemi aktarıldıktan sonra gerçekleştirilen uygulama ile hisse senedi geri alım kararının duyurulması öncesinde ve sonrasında hisse senetlerinin anormal bir getiri sağlayıp sağlamadığı analiz edilmiş, bulgular ve sonuçlara yer verilmiştir.

1. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Şirketlerin kendi hisselerini geri alması konusunda ilk uygulamaların ABD ve Kanada gibi ülkelerde başladığı, daha sonra ise Avrupa başta olmak üzere gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde de çeşitli araştırmaların yapıldığı görülmektedir. Türkiye’de ise şirketlerin kendi hisselerini satın alması uygulaması ve buna yönelik programların son

dönemlerde uygulanmaya başlamasından dolayı hisse geri alımı konusundaki çalışmaların sınırlı kaldığı görülmektedir.

Uluslar arası literatüre bakıldığında, Dann (1981) çalışmasında 1962-1976 yılları arasında New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 122 şirkete ait 143 hisse geri alım çağrısının şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini incelemiş ve firmaların hisselerini geri alma niyetlerini duyurmasının piyasada pozitif tepkiye neden olması sonucunda hisse fiyatlarının bildirim yapıldığından itibaren bir gün içerisinde anlamlı bir yükselişe geçtiğini tespit etmiştir. Netter ve Mitchell (1989) ile Liu ve Ziebart (1997) ise yaptıkları çalışmalarında ABD piyasasında şirketlerin pay fiyatlarında geri alım işlemlerine tepki olarak önemli artışların yaşandığını tespit etmişlerdir.

Brockman ve Chung (2001), Hong Kong piyasasında yaptıkları araştırmada, geri alım işlemlerin örnekleme dâhil olan şirketin pay piyasasındaki likiditeyi azalttığı ve şirket için bir maliyete neden olduğunu vurgulamışlardır. Jagannathan ve Stephens (2003) ise çalışmalarında geri alım işlemlerine başka bir açıdan bakarak ülke karşılaştırmalarına değil, şirketlerin hisse geri alım sıklığına odaklanmışlardır. Buna göre sık geri alım yapan şirketlerin daha büyük ve temettü oranı daha yüksek; seyrek geri alım yapan şirketlerin ise daha küçük ve kurumsal yatırımcı oranının daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir.

Grullon ve Michaely (2004) piyasaların geri alım programlarına verdikleri tepkileri test etmek amacıyla yatırım olanakları azalan, dolayısıyla verimsiz yatırım yapma riski bulunan şirketler üzerine araştırma yapmışlar ve bu şirketlerin geri alımlarına piyasanın olumlu tepki verdiği sonucuna varmışlardır. Zhang (2005), geri alım işlemlerinin pay fiyatlarındaki değişimle bağlantılı olduğunu göstermek amacıyla Hong Kong borsasında pay geri alım programları kapsamında yaptığı çalışmada küçük ve PD/DD yüksek olan firmaların geri alımlarına olumlu tepki verdiğini tespit etmiştir.

Hong ve diğerleri (2008) geri alım işlemleri ile hisse fiyatlarındaki oynaklık arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla çalışma gerçekleştirmişler ve çalışma sonucunda pay geri alımlarının düşük değerlendirilmiş şirket paylarına fiyat istikrarı kazandırdığını tespit etmişlerdir.

Chang, Chen ve Chen (2010), hisse geri alım duyurularının yapıldığı tarih etrafındaki kısa süre zarfında anormal getiri sağlandığını teyit etmek amacıyla 1741 Amerikan şirketine ait 1986-2005 yılları arasında 5717 hisse geri alım programı başlatma bildirimlerini kullanarak çalışma gerçekleştirmişler ve piyasaların geri alımlara pozitif olarak tepki verdiğini ve aynı zamanda çalışma kapsamındaki şirketlerin fiyat performanslarının da hisse geri alım programı başlatma bildirimlerinden olumlu etkilendiği sonucuna varmışlardır.

Chi, Lu ve Tsai (2010)'un çalışmalarında Tayvan'da 2000-2005 yılları arasında gerçekleşen hisse geri alımları Olay Çalışması yöntemi ile analiz edilmiş ve Kümülatif anormal getiriler üzerine sektörel farklılıklar olduğu kadar, geri alımın yapılaş amacının da etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Su ve Lin (2012) Tayvan'da işlem gören şirketler için araştırma yapmışlar ve pay geri alım programı bildirimini yapan şirketlerin uzun dönemde herhangi bir anormal getiri elde etmediklerini ancak pay geri alım bildirimlerin şirketlerde kısa süreli olarak anormal getiriye neden olduğunu tespit etmişlerdir. Wang, Lin, Fung, Chen (2013) Tayvan piyasasına yönelik çalışmasında hisselerini geri alan bu hisseleri ve öz sermayesinde muhafaza eden şirketlerin uzun vadede fiyat performansından dolayı anormal getiri elde edebilmelerinin mümkün olduğu sonucuna varmıştır.

Wesson, Muller ve Ward (2014), Güney Afrika piyasasında işlem gören şirketlerin hisse değerlerinin gerçekleştirilen hisse geri alım programı bildiriminden etkilenip etkilenmediğini test etmek amacıyla çalışma gerçekleştirmişler ve hisse geri alım programı bildiriminin öncesinde negatif kümülatif anormal getiri tespit etmişler, bildirim dönemi ve sonrasında anlamlı anormal getiri elde edememişlerdir.

Andriosopoulos ve Lasfer (2015), Fransa, Almanya ve İngiltere piyasalarındaki geri alım programlarını ve piyasaların program duyurularına tepkisini incelemek amacıyla çalışma gerçekleştirmişlerdir. Bu çalışmada kamuya açıklanan ilk pay geri alım duyurularının sonraki duyurulara göre daha yüksek ve anlamlı anormal getiri sağladığı, duyuru günündeki piyasa tepkisinde ise Almanya ve İngiltere piyasaları arasında fark olmadığı; Fransa piyasasında ise daha düşük düzeyde tepki olduğu sonucuna varmışlardır.

Albaity ve Said (2016), gelişmekte olan piyasalarda da hisse geri alımının hisse değerine etkisini incelemek amacıyla Malezya'da işlem gören şirketleri incelemişler ve açık piyasa geri alım programı ilanlarının örnekleme dâhil olan şirketlerin hisse senetleri için uzun dönemli istatistiksel olarak anlamlı anormal getiri sağladığı sonucuna varmamışlardır.

Türkiye'de yapılan çalışmalarda ise Aktan (2012), şirketlerin kendi hisselerini geri satın alması konusunu mali ve finansal bakımdan incelemek amacıyla çalışma gerçekleştirmiştir. Bu çalışmanın sonucunda şirketlerin hisse geri alım işlemleri yapmasının sebepleri, hangi yöntemleri kullanarak hisselerini geri alabilecekleri çeşitli örnekler yoluyla incelenmiş ve ayrıca şirketlerin hisse geri alım programlarına başlamadan önce bu programı oluşturabilmeleri için yapmaları gereken araştırmalara değinildikten sonra Türkiye'de hisse geri alım işlemlerinin ne aşamada olduğu özetlenmiştir.

Pirgaip (2014), Borsa İstanbul'da işlem gören ve pay alımı yapan şirketlerin günlük geri alım işlemlerine neden olan faktörler ile pay geri alımları sonrasında şirket paylarının fiyatlarındaki yükselmeye bağlı olarak anormal getiri elde edilip edilemeyeceğini ve bu işlemler karşısında yatırımcıların kısa vadedeki tepkisini ölçmek amacıyla çalışma gerçekleştirmiştir. Çalışma sonucunda piyasanın kısa vadede günlük geri alım işlemlerine pozitif tepki verdiği ve anormal getiri elde edilebileceği ayrıca payların likiditesinin arttığı ve oynaklığının da azaldığı tespit edilmiştir.

Arsoy (2017), Borsa İstanbul'da işlem gören ve 2010-2015 yılları arasında hisse geri alım programı yapacağını açıklayan şirketlerin piyasa değerlerinin, hisse geri alım programı duyurularından etkilenip etkilenmediğini olay çalışması yöntemiyle ilgili dönemde geri alım programı duyurusu yapan ve yapmayan şirketler olmak üzere hisse senedi piyasasının yarı etkin güçlü yapıda olup olmadığını araştırmak amacıyla çalışma gerçekleştirmiştir. Çalışma sonucunda hisse geri alım programı duyurularından sonra istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal getiri elde edilmesinin mümkün olmadığı ve Borsa İstanbul Hisse Senedi Piyasasının incelenen dönem içinde hisse geri alım programı duyurularından etkilendiği ve yarı güçlü etkin yapıda bir piyasa olmadığı sonucuna varmıştır.

Karakuş, Zor ve Küçük (2017), pay geri alım programlarına ilişkin bildirimlerin hisse getirisine etkisini belirlemek amacıyla yaptıkları çalışmalarında Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin 2014-2016 yılları arasında pay geri alım programı başlatmasına ilişkin 100 adet bildirim hisse getirilerine etkisi büyük-küçük şirket ayrımı ve PD/DD oranı yüksek-düşük ayrımı yapılarak karşılaştırmalı olarak da olay çalışması yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, pay geri alım bildirimlerinin, bildirim tarihi öncesinde ve sonrasında istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal getiriler yarattığı ve ayrıca büyük şirketler tarafından yapılan bildirimlerin daha kısa bir dönem için ve daha düşük anormal getiriler; PD/DD yüksek şirketler tarafından yapılan bildirimlerin ise bildirim tarihinden önce kümülatif anormal getiriler yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yukarıdaki çalışmaların özeti Tablo 1'de yer almaktadır.

Tablo 1: Geri Alımlar Karşısında Piyasa Tepkisine İlişkin Literatür Özeti

Uluslararası Çalışmalar		
Çalışma	Kapsam	Bulgu
Dann (1981)	ABD Piyasasında işlem gören şirketler	Pozitif Tepki
Netter ve Mitchell (1989)	ABD Piyasasında işlem gören şirketler	Pozitif Tepki
Liu ve Ziebart (1997)	ABD Piyasasında işlem gören şirketler	Pozitif Tepki
Brockman ve Chung (2001)	Hong Kong Piyasasında işlem gören şirketler	Düşük likidite ve işletme için artan maliyetler
Jagannathan ve Stephens (2003)	Geri alım sıklığına göre sınıflandırılmış şirketler	Sık geri alım yapan şirketlerin daha büyük ve temettü oranı daha yüksek; seyrek geri alım yapan şirketlerin ise daha küçük ve kurumsal yatırımcı oranının daha düşük olduğu tespit edilmiştir.
Grullon ve Michaely (2004)	Yatırım olanakları azalan, dolayısıyla verimsiz yatırım yapma riski bulunan	Pozitif Tepki

	şirketler	
Zhang (2005)	Hong Kong Piyasasında işlem gören şirketler	Küçük ve PD/DD yüksek olan firmalarda Pozitif Tepki
Hong ve diğerleri (2008)	ABD Piyasasında işlem gören şirketler	Pay geri alımlarının düşük değerlendirilmiş şirket paylarına fiyat istikrarı kazandırdığı tespit edilmiştir.
Chang, Chen ve Chen (2010)	ABD Piyasasında işlem gören şirketler	Pozitif Tepki
Chi, Lu ve Tsai (2010)	Tayvan Piyasasında işlem gören şirketler	Kümülatif anormal getiriler üzerine sektörel farklılıklar olduğu kadar, geri alımın yapılış amacının da etkili olduğu sonucuna varılmıştır.
Su ve Lin (2012)	Tayvan Piyasasında işlem gören şirketler	Uzun dönemde herhangi bir anormal getiri elde etmedikleri ancak pay geri alım bildirimlerin şirketlerde kısa süreli olarak anormal getiriye neden olduğu tespit edilmiştir.
Wang, Lin, Fung, Chen (2013)	Tayvan Piyasasında işlem gören şirketler	Anormal getiri elde edebilmenin mümkün olduğu tespit edilmiştir.
Wesson, Muller ve Ward (2014)	Güney Afrika piyasasında işlem gören şirketler	Bildiriminin öncesinde negatif kümülatif anormal getiri tespit edilmiştir; bildirim dönemi ve sonrasında ise anlamlı anormal getiri tespit edilememiştir.
Andriosopoulos ve Lasfer (2015)	Fransa, Almanya ve İngiltere Piyasalarında işlem gören şirketler	İlk pay geri alım duyurularının sonraki duyurulara göre daha yüksek ve anlamlı anormal getiri sağladığı tespit edilmiştir.
Albaity ve Said (2016)	Malezya Piyasasında işlem gören şirketler	Anlamlı anormal getiri tespit edilememiştir.
Türkiye’de Yapılmış Çalışmalar		
Çalışma	Bulgu	

Aktan (2012)	Şirketlerin hisse geri alım işlemleri yapmasının sebepleri ve hangi yöntemleri kullanarak hisselerini geri alabilecekleri çeşitli örnekler yoluyla incelenmiştir.
Pirgaip (2014)	Piyasanın kısa vadede günlük geri alım işlemlerine pozitif tepki verdiği ve anormal getiri elde edilebileceği; ayrıca payların likiditesinin arttığı ve oynaklığının da azaldığı tespit edilmiştir.
Arsoy (2017)	2010-2015 dönemi için anlamlı kümülatif anormal getiri elde edilmesinin mümkün olmadığı bulunmuştur.
Karakuş, Zor ve Küçük (2017)	2014-2016 dönemi için bildirim tarihi öncesinde ve sonrasında istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal getiriler elde edilebileceği tespit edilmiştir.

2. VERİ VE METODOLOJİ

2.1. Kapsam ve Veri Seti

Bu çalışmanın amacı, 2016-2018 yıllarında açıklanan hisse geri alım kararlarının, şirketlerin hisse fiyatlarında nasıl bir etki yarattığını tespit etmektir. Bu amaç doğrultusunda Tablo 2’de görüldüğü gibi 04.01.2016 tarihinden 05.03.2018 tarihine kadar geçen sürede BİST’te toplam 10 şirket tarafından yapılan 17 hisse geri alım kararı duyurusu incelenmiştir. Bu kararların 11 adedi 2016 yılında, 4 adedi 2017 yılında ve 2 adedi 2018 yılında gerçekleştirilmiştir.

Tablo 2: Şirketlerin hisse geri alım kararları (adet)

	ŞİRKET	2016	2017	2018	Toplam
BİZİM	Bizim Toptan Satış Mağazaları A.Ş.	-	1	-	1
DOAS	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	1	-	-	1
DOHOL	Doğan Sirketler Grubu Holding	1	-	-	1

	A.Ş.				
TCELL	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	1	-	-	1
BIMAS	BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	1	-	-	1
KRDMD	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	1	-	-	1
GLYHO	Global Yatırım Holding A.Ş.	-	-	1	1
GSDHO	GSD Holding A.Ş.	1	-	-	1
NTHOL	Net Holding A.Ş.	3	1	-	4
ENKAI	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	2	2	1	5
	Toplam	11	4	2	17

İlgili dönemde hisse geri alım programı duyurusu yapan şirketlerin geri alım program duyurularının tarihleri Finnet Elektronik Yayıncılık Data Limited Şirketinin “<http://www.finnet.gen.tr/>” kurumsal web sitesinden BİST 100 endeksine ait ilgili fiyat verileri ise “<https://finance.yahoo.com/>” web sitesinden elde edilmiştir.

2.2. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada, Olay Çalışması (Event Study) yönteminden yararlanılmıştır. Olay çalışması; firmaya özgü kar duyurusu, hisse senedi bölünmesi, birleşme, borçlanma gibi olayların, ilgili firmanın hisse senetlerinde anormal fiyat hareketi ortaya çıkarıp çıkarmadığının olaydan belli bir süre öncesi ve sonrasını kapsayan bir olay penceresi belirlenerek analiz edilmesi olarak tanımlanmaktadır (Sarıgül 2015).

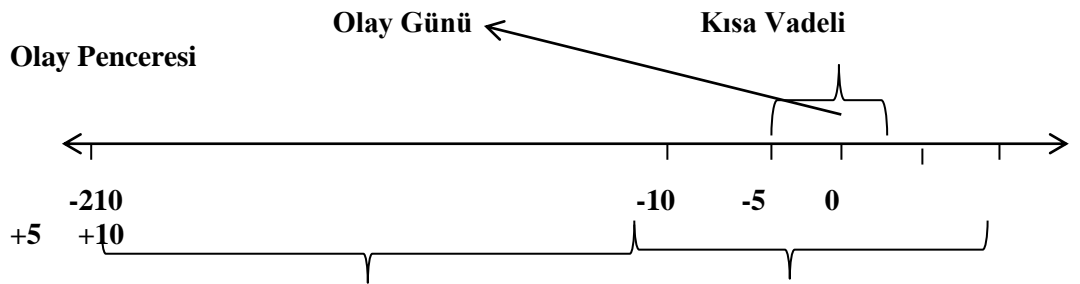
Olay çalışmasının yürütülmesi için temel varsayım; kamuya açıklanan tüm bilgilerin hisse senedi fiyatlarına yansıdığını iddia eden yarı güçte etkin olma durumudur. Yarı güçte etkin bir piyasa kamuya açıklanan tüm bilgileri anında fiyatlara yansıtacağı için böyle bir piyasada bu tür bilgilere dayalı anormal getiri elde edilebilmesi beklenmeyecektir. Olay

çalışması ise ilgili olayın herhangi bir anormal getiriye yol açıp açmadığını ölçmeye çalışmaktadır (Tong 2010; Yazgan 2017).

Olay çalışmasında öncelikle olayın gerçekleştiği tarihten belirli bir süre öncesi ve sonrasını ifade eden olay penceresi tanımlanmalıdır. Bu olay penceresi içerisinde yer alan her bir gün için hisse senetlerinin gerçekleşen getiriler tespit edildikten sonra ilgili hisse senetleri için olay penceresi içerisinde beklenen getiriler elde edilir. Gerçekleşen getirilerin beklenen getirileri aşan kısmı anormal getirileri ifade etmektedir. Olay penceresi içerisinde toplam anormal getiriler kümülatif anormal getirileri oluşturmaktadır. Anormal ve kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığı t testi ile analiz edilerek bu getirilerin tesadüfi olup olmadığı incelenmektedir (Karakuş 2017).

Çalışmada olay konusunu şirketler tarafından pay geri alım kararının kamuoyuna duyurulmasına ilişkin kararlar oluşturmaktadır. Bildirimlerin yapıldığı tarihten 10 gün öncesi ve sonrası ise çalışmanın olay penceresi olarak kabul edilmiştir. Şirketlerin geri alım kararı yapacağı duyurusundan sonra, program kapsamındaki şirketlerin olay tarihi etrafındaki ± 10 günlük anormal getiri oranları hesaplanmış ve bunların istatistiksel anlamlılığı test edilmiştir. Tahmin penceresi ise her şirket için hisse geri alım programı duyurusunun yapıldığı tarihten 210 gün öncesinden 10 gün öncesine kadar olan 200 iş günlük süredir (-210,-10). Olay çalışmasında kullanılan olay günü ile olay ve tahmin pencereleri Şekil 1’de görülmektedir.

Şekil 1: Olay Penceresi



	Tahmin Penceresi	Olay
Penceresi		

Bu doğrultuda olay çalışmasının gerçekleştirilmesi için en sık tercih edilen yaklaşım piyasa modeli olup gerçekleştirilecek adımlar aşağıda gösterilmektedir (Brown ve Warner, 1985: 1-31; Benninga, 2008:373-374; Mazgit, 2013: 225-264; Yazgan, 2017:60-61).

$$R_{it} = \frac{[D + (P_{it} - P_{it-1})]}{P_{it-1}} \quad (1)$$

Denklem (1)'de R_{it} hisse "i" senedinin t günündeki fiili getirisini; P_{it} firmanın hisse senedinin t günü kapanış fiyatını, P_{it-1} "i" hisse senedinin (t-1) günü kapanış fiyatını ve "D" ise hisse senedinin (t) gününde ödenen kar payını göstermektedir. Pazar getiri oranı ise aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$R_{mt} = \frac{I_t - I_{(t-1)}}{I_{(t-1)}} \quad (2)$$

Eşitlikteki R_{mt} , pazara ilişkin günlük getiriyi, " I_t " BİST100 endeksinin (t) günündeki kapanış değerini, " I_{t-1} " BİST 100 endeksinin (t-1) günündeki kapanış değerini göstermektedir. Tahmin penceresi içerisinde hisse senetlerinin ve endeksin günlük getirileri hesaplandıktan sonra, Denklem (3)'te gösterilen piyasa modelinin en küçük kareler (EKK) yöntemi ile çözülmesi sonucu her bir hisse senedi için α (sabit terim) ve β katsayıları (eğim) hesaplanmıştır. Kullanılan piyasa modeli Denklem (3)'de gösterilmiştir.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (3)$$

Denklem (3)'de R_{it} , t gününde gerçekleşen getiriyi, R_{mt} gününde gerçekleşen piyasa getirisini, hesaplanan α_i değeri sabit terimi, β_i ise i hisse senedinin sistematik riske duyarlılığını göstermektedir. Denklem (3)'teki, tahmin penceresi dönemini kapsayan piyasa modelinin çözülmesi ile elde edilen α_i ve β_i katsayıları, Denklem (4)'te gösterilen,

olay penceresine ilişkin beklenen getirilerin $[E(R)_{i,t}]$ hesaplanmasında kullanılmaktadır.

Hesaplamalar yapıldıktan sonra olay penceresinde gerçekleşen getiriler ve piyasa modeli ile elde edilen katsayılar kullanılarak olay penceresindeki her bir gün için beklenen getiriler Denklem (4), anormal getiriler Denklem (5) ve kümülatif anormal getiriler Denklem (7) hesaplanmaktadır:

$$E(R)_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} \quad (4)$$

Burada;

$E(R)_{i,t}$: t+n günündeki beklenen getiri

α_i : Tahmin penceresinde hesaplanan sabit terim

β_i : Tahmin penceresinde hesaplanan eğim (beta katsayısı)

$R_{m,t}$: t+n günündeki piyasa getirisi

Anormal getiri (AR) olay penceresindeki her bir gün için cari getiri (R) ile denklem (4)'de hesaplanan beklenen getiri ($E(R)$) arasındaki farktır:

$$AR_{i,t} = R_t - E(R)_t \quad (5)$$

Anormal getirilerin anlamlılığını test etmek için t istatistiğinden yararlanılmaktadır. T istatistiğinin değeri, günlük anormal getirilerin, piyasa modelinden elde edilen standart hataya bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Denklem 6'da t istatistiğinin hesaplanışı yer almaktadır.

$$t\text{istatistiği} = \frac{AR_{i,t}}{\sigma}$$

(6)

Kümülatif anormal getiri (CAR), bir olayın olay penceresi olarak da ifade edilen belirli bir zaman aralığındaki toplam etkisini göstermektedir. CAR,

carî dönemdeki anormal getiri ile bir önceki dönemde hesaplanan CAR toplamına eşittir (Denklem (7)). CAR piyasasının şokları nasıl tanımladığını belirlemek ve endekste dalgalanmaya yol açan belirsizliğin seyrini görmek açısından da değerlendirilmektedir. İlk gün için CAR için aynı günün anormal getirisi olarak alınmaktadır (Yazgan, 2017:61).

$$CAR_t = AR_t + CAR_{t-1} \quad (7)$$

CAAR_t ise olay penceresindeki her bir gün için firmaların AR_t değerlerinin kümülatif toplamı olarak ifade etmektedir. CAAR için t istatistiğinin değeri ise denklem (8)'deki gibi hesaplanmaktadır. Hesaplanan t istatistiği, -1,96 ve +1,96 arasında yer alıyorsa, bulgunun %5 olasılık düzeyinde, -1,64 ve +1,64 arasında yer alıyorsa %10 olasılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu düşünülmektedir.

T Testi, kümülatif anormal getirilerin homojen dağıldığı, normal dağılıma sahip olduğu, anormal getiriler arasında korelasyon olmadığı ve anormal getirilerin sabit varyansa sahip olduğu varsayımına dayanmaktadır. Bu varsayımlar altında kümülatif anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığını belirlemek için kullanılan test istatistiği Denklem 8 ve 9'a göre hesaplanmaktadır (Babacan, 2015:69-70).

$$T_{cross} = \frac{CAAR_{(T_1;T_2)}}{\sigma_{CAAR_{(T_1;T_2)}}} \quad (8)$$

$$\sigma_{CAAR_{(T_1;T_2)}} = \sqrt{\frac{1}{N(N-d)} \sum_{i=1}^N [CAR_{i(T_1;T_2)} - CAAR_{i(T_1;T_2)}]^2} \quad (9)$$

Denklem 8 ve 9'da yer alan "CAR" kümülatif anormal getirileri, "CAAR" ortalama kümülatif anormal getirileri, "T1;T2" olay penceresini, "N" haber sayısını, "d" serbestlik derecesini tanımlamaktadır. Piyasa modeli için serbestlik derecesi d =2'dir.

3. BULGULAR

Bu çalışmada 2016-2018 yılları arasında şirketlerin pay geri alımı kararlarını ilan etmesinin ilgili hisse senetleri için anormal getiri yaratıp yaratmadığı incelenmiştir. Tablo 3 ve devamında 21 iş günü uzunluğundaki olay penceresi içerisinde hisse geri alım kararı duyurusu yapan tüm şirketlerin programın kamuya açıklandığı tarih etrafında (± 10) elde ettikleri günlük anormal getirileri (AR), ve t istatistiklerine yer verilmiştir. Buna göre şirketlerin hisse gerim alım kararlarının duyurulmasının etkili olmadığı şirket bulunmamaktadır. Şirketlerin hisse geri alım kararının duyurulması ile şirketlerin getirilerinde %5 ve %10 düzeyinde anlamlı etkinin olduğu şirketler aşağıda açıklanmıştır.

BİZİM'e bakıldığında olaydan sonraki 1.günde %5 düzeyinde pozitif yönde anlamlı etkinin olduğu görülmektedir. DOAS'a bakıldığında olaydan önceki 6.günde pozitif yönlü %5 düzeyinde; 5. ve 4. Günde ise negatif yönlü %5 düzeyinde anlamlı etkinin olduğu görülmektedir.

DOHOL'a bakıldığında olay günü negatif yönlü %5 düzeyinde anlamlı etki bulunmaktadır. TCELL'in ise olaydan sonraki 1. günde negatif yönlü %10 düzeyinde; olaydan önceki 7. günde pozitif yönlü %5 düzeyinde; olaydan önceki 9.günde pozitif yönlü %10 düzeyinde anormal getiri sağladığı bulunmuştur.

BIMAS'a bakıldığında olaydan önceki 3.günde %5 düzeyinde negatif yönlü; olaydan önceki 2. günde ise pozitif yönlü %5 düzeyinde anlamlı etki bulunmaktadır. KRDM, GLYHO ve GSDHO'a bakıldığında ise olay günü %5 düzeyinde pozitif yönde anlamlı etkinin olduğu görülmektedir.

Tablo 3. Tüm Örneklem İçin Anormal Getiriler

	BİZİM	DOAS	DOHOL	TCELL	BIMAS	KRDM D	GLYHO	GSDHO
Olay Zamanı	3.02.2017	27.07.2016	1.12.2016	27.07.2016	22.07.2016	15.12.2016	1.03.2018	26.07.2016
-10	0.0042	0.0033	-0.0063	0.0096	0.0003	0.0141	-0.0237	-0.0020
-9	-0.0072	-0.0068	-0.0078	0.0320*	-0.0096	-0.0146	-0.0233	-0.0010
-8	-0.0141	0.0024	-0.0137	-0.0128	-0.0064	0.0259	-0.0083	-0.0133

-7	-0.0197	0.0124	0.0213	0.0275*	-0.0042	-0.0111	0.0050	-0.0016
-6	0.0133	0.0402*	-0.0186	-0.0093	-0.0061	-0.0097	0.0262	-0.0090
-5	-0.0024	-0.0487*	-0.0315	0.0122	-0.0098	0.0014	-0.0092	-0.0100
-4	-0.0047	-0.0455*	0.0098	0.0050	-0.0005	0.0125	-0.0253	-0.0043
-3	0.0021	0.0169	-0.0093	0.0143	-0.0300*	-0.0083	-0.0079	-0.0219
-2	-0.0083	-0.0046	-0.0197	-0.0044	0.0431*	-0.0121	-0.0182	0.0219
-1	-0.0044	-0.0263	-0.0272	0.0126	0.0078	-0.0076	-0.0194	0.0363
0	-0.0054	0.0185	- 0.0558*	-0.0189	0.0117	0.0434*	0.1418*	0.1737*
1	0.0339*	-0.0007	-0.0278	- 0.0241* *	-0.0022	0.0277	-0.0165	-0.0342
2	0.0249	-0.0110	-0.0200	-0.0082	0.0114	-0.0106	-0.0200	-0.0191
3	-0.0019	-0.0118	0.0238	-0.0052	-0.0089	-0.0103	-0.0283	0.0176
4	0.0025	-0.0021	-0.0088	-0.0084	0.0011	0.0028	0.0001	0.0033
5	0.0073	0.0117	-0.0159	-0.0047	-0.0132	-0.0055	0.0000	-0.0059
6	0.0054	-0.0209	0.0312	-0.0072	0.0075	-0.0022	-0.0096	-0.0019
7	0.0007	-0.0002	-0.0228	0.0030	0.0076	0.0080	-0.0107	0.0001
8	-0.0095	-0.0108	0.0045	-0.0017	0.0089	0.0051	-0.0040	-0.0164
9	0.0018	0.0045	-0.0006	-0.0100	-0.0176	0.0042	0.0212	-0.0012
10	-0.0138	-0.0080	0.0188	0.0173	0.0138	0.0128	-0.0059	0.0104
Sabit	- 0.00144	8.655E- 05	0.00189 9	-0.00035	0.00016 1	0.00012 8	0.00081 7	-0.00107
Eğim	0.93067	1.123822	0.87939 7	0.87618 1	0.65835 9	1.20535 8	1.33305 2	0.92363 0
Standart	0.01719	0.01959	0.02768	0.01299	0.01269	0.01799	0.02488	0.02316

Hata	6		3		4	0	8	3
------	---	--	---	--	---	---	---	---

Not: * ve **, %5 ve %10 anlamlılık seviyesinde t istatistiği anlamlı olan AR değerlerini ifade etmektedir.

Tablo 3'teki verilere göre NTHOL'a bakıldığında birden fazla alım kararı verildiği görülmektedir. 25.09.2017 tarihinde açıklanan alım kararının etkisine bakıldığında; olaydan önceki 6. Günde %5 düzeyinde pozitif yönlü, olay günü %5 düzeyinde negatif yönlü ve olaydan bir gün sonra ise pozitif yönlü %5 düzeyinde anlamlı etkinin olduğu görülmektedir. 22.12.2016 tarihindeki hisse geri alım kararının etkisine bakıldığında olay tarihi itibarıyla hiçbir günde anlamlı etkiye rastlanmamıştır. NTHOL'ün 26.07.2016 tarihinde açıklanan hisse geri alım kararının etkisine bakıldığında ise olaydan önceki 6. ve 3. günlerde %5 anlamlılık düzeyinde negatif; olaydan önceki 2. ve 1. günde %5 düzeyinde pozitif yönlü; olaydan sonraki 4. ve 7.günde %5 düzeyinde pozitif yönlü etkiler görülmektedir. NTHOL'ün 22.07.2016 tarihinde açıklanan hisse geri alım kararının etkisine bakıldığında ise olaydan önceki 4. ve 1. günde %5 düzeyinde negatif yönlü anlamlı etki; olay günü ve olaydan sonraki 1. günde %5 düzeyinde pozitif yönlü anlamlı etkinin olduğu görülmektedir.

ENKAI'e bakıldığında 16.01.2018, 9.08.2017, 6.07.2017, 4.10.2016 ve 25.07.2016 tarihlerinde geri alım kararı açıkladığını ve bu günlerin hepsinde anlamlı etkinin olduğu görülmektedir. 16.01.2018 tarihinde açıklanan hisse geri alım kararına göre olaydan önceki ve sonraki 10. günde %5 düzeyinde negatif yönlü anlamlı etkinin olduğu görülmektedir. Ayrıca 9.08.2017 tarihinde açıklanan hisse geri alım kararı kapsamında olaydan önceki 5. Günde %10 düzeyinde negatif yönlü anlamlı etkinin olduğu görülmektedir. 6.07.2017 tarihine göre ise olay günü %5 düzeyinde negatif yönlü; olaydan sonraki 8. günde %10 düzeyinde pozitif yönlü anlamlı etki olduğu görülmektedir. 4.10.2016 tarihinde açıklanan geri alım kararına göre olaydan sonraki 1. Günde %10 düzeyinde pozitif yönlü anlamlı bir etki görülmüştür. 25.07.2016 tarihinde açıklanan hisse geri alım kararı kapsamında olaydan önceki 2. günde %5 düzeyinde negatif yönlü, olaydan sonraki 6. Günde %5 düzeyinde pozitif yönlü anlamlı etkinin olduğu görülmektedir.

Tablo 3. Tüm Örneklem İçin Anormal Getiriler (Devam)

	NTHOL	ENKAI
--	-------	-------

Olay Zamanı	25.09.2017	22.12.2016	26.07.2016	22.07.2016	16.01.2018	9.08.2017	6.07.2017	4.10.2016	25.07.2016
-10	-0.0096	0.0007	-0.0044	-0.0017	-0.0255*	0.0041	-0.0024	-0.0044	-0.0109
-9	0.0100	0.0012	-0.0004	-0.0043	0.0060	-0.0020	0.0042	-0.0003	0.0010
-8	-0.0109	-0.0086	-0.0015	-0.0034	-0.0027	0.0004	0.0049	0.0012	0.0014
-7	-0.0223	-0.0029	0.0062	-0.0004	0.0005	0.0037	0.0033	0.0002	-0.0038
-6	0.0346*	-0.0093	-0.0327*	-0.0009	0.0065	-0.0130	-0.0133	-0.0016	-0.0108
-5	-0.0217	-0.0166	-0.0033	0.0062	0.0003	-0.0207*	-0.0153	0.0111	0.0235
-4	-0.0210	-0.0062	-0.0011	-0.0358*	0.0094	-0.0146	0.0111	-0.0143	0.0107
-3	-0.0123	-0.0117	-0.0316*	-0.0038	-0.0164	0.0049	-0.0087	-0.0024	0.0216
-2	-0.0395*	-0.0059	0.1020*	-0.0019	-0.0149	-0.0020	-0.0062	0.0049	-0.0507*
-1	0.0052	0.0011	0.0232*	-0.0336*	-0.0172	-0.0020	0.0129	-0.0015	-0.0214
0	-0.0354*	0.0012	0.0026	0.1020*	-0.0005	-0.0194	0.0244*	0.0063	0.0151
1	0.0494*	-0.0014	-0.0093	0.0246*	0.0105	0.0146	0.0058	0.0277*	0.0115
2	-0.0023	0.0001	-0.0070	0.0022	-0.0114	0.0047	-0.0061	0.0044	-0.0003
3	-0.0123	-0.0089	-0.0037	-0.0086	0.0000	0.0037	0.0055	0.0111	0.0065
4	0.0004	0.0110	0.0215*	-0.0070	-0.0155	-0.0180	-0.0040	-0.0083	-0.0084
5	-0.0066	-0.0044	-0.0120	-0.0037	0.0060	0.0053	-0.0047	-0.0032	-0.0045
6	0.0145	-0.0010	0.0060	0.0221*	0.0021	0.0090	0.0055	-0.0033	0.0316*
7	-0.0052	0.0019	0.0232*	-0.0126	-0.0045	-0.0003	-0.0004	0.0150	0.0143
8	0.0020	0.0086	-0.0091	0.0052	0.0057	-0.0047	0.0237*	0.0030	0.0100

9	0.0063	-0.0047	-0.0072	0.0240*	0.0134	0.0013	-0.0110	-0.0038	-0.0181
10	-0.0193	-0.0007	-0.0061	-0.0092	-0.0280*	-0.0059	-0.0029	0.0087	0.0115
Sabit	-0.00128	-0.00031	-0.00037	-0.00028	-0.00010	0.00067 7	0.00082 2	9.11E- 05	0.00022 8
Eğim	0.3520	0.3267	0.33857 9	0.29609 73	0.47405	0.44573 7	0.52169 4	0.66142 3	0.56310 23
Standart Hata	0.01547	0.01185	0.01075 0	0.01100 5	0.01132	0.01217 4	0.01210 2	0.01642 2	0.01607 2

Not: * ve **, %5 ve %10 anlamlılık seviyesinde t istatistiği anlamlı olan AR değerlerini ifade etmektedir.

Tablo 4’de ise tüm örneklem için kümülatif anormal getirilere (CAAR) göre, (-10;+10),(-5;+5), (-2;+2), (0;+10) olay pencereleri içerisinde genel anlamda bütün şirketler için ortak bir yorumlama yapılmak istendiğinde hisse geri alımına ait kararların CAAR’da, başka bir deyişle kümülatif anormal getiride anlamlı bir değişime yol açmadığı görülmektedir.

Tablo 4. Tüm Örneklem İçin Kümülatif Anormal Getiriler

Olay Penceresi	CAAR	t istatistiği
(-10;+10)	-0.0112987	-0.6058
(-5;+5)	-0.0104904	-0.5378
(-2;+2)	0.01762076	0.92871
(0;+10)	0.02214273	1.4472

SONUÇ

Bu çalışmada, hisse senedi geri alım kararını açıklayan firmaların piyasa değerlerinin hisse geri alım kararlarından etkilenip etkilenmediği araştırılmıştır. Bu amaçla Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin 2016-2018 yılları arasında geri alım kararı açıklayan 10 tane şirketin 17 adet

geri alım duyurusunun hisse getirilerine etkisi incelenmiştir. Olay çalışması yöntemi kullanılan çalışmada ± 10 iş gününü kapsayan olay penceresi alınmış ve 21 günlük sürede beklenen ve gerçekleşen getiriler arasındaki farkın (anormal getiriler) anlamlılığı t testi ile ölçülmüştür. Ayrıca tüm örneklem için kümülatif anormal getiriler hesaplanmış ve anlamlılığı test edilmiştir.

Araştırma bulgularına göre, şirketlerin yönetim kurullarının hisse geri alım kararlarını açıklamasıyla ilişkili olarak istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal getiri elde edilmesi mümkün değildir. (-10;+10),(-5;+5), (-2;+2), (0;+10) günlük olay pencereleri içerisinde genel anlamda bütün şirketler için ortak bir yorumlama yapılmak istendiğinde hisse geri alımına ait kararların kümülatif anormal getirinin varlığına ilişkin bir kanıt elde edilememiştir. Ancak hisse geri alım kararının açıklanmasının öncesinde ve sonrasında negatif ve pozitif anormal getiri elde edilmesinin mümkün olduğu görülmüştür. Hisse geri alım kararını açıklayan şirketlere ayrı ayrı bakıldığında duyuru öncesinde (ana örnekleme, -6, -5, -4, -7, -9, -3 ve -2); ve sonrasında (ana örnekleme, +1, +4, +7 ve +10) farklı anlam düzeylerinde negatif ve pozitif anormal getiri elde edilebileceği görülmüştür. Bu sonuçlar, Borsa İstanbul Hisse Senedi Piyasasının incelenen dönem içinde hisse geri alım programı duyurularının etkili olduğunu göstermiştir.

Gerek geri alım uygulamasının Borsa İstanbul için nispeten yeni bir uygulama olması nedeniyle ve gerekse SPK'nın 21 Temmuz 2016 ve 25 Temmuz 2016 tarihli duyuruları sonrasında gerçekleşen geri alımlar çalışma kapsamında yer aldığından, bu çalışmada hisse geri alım kararlarının kısa dönemli etkilerine bakılmıştır. Pay geri alım programlarının hisse senetlerinin uzun dönemli performansına etkisinin değerlendirilmesinin de literatüre önemli katkılar sağlayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

AKTAN, M. F., (2012), *Şirketlerin Kendi Hisselerini Geri Satın Alması*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

ALBAİTY, M.-Said, D. S., (2016), *Impact of Open-Market Share Repurchases on Long-Term Stock Returns: Evidence From the Malaysian Market*, SAGE Open, 6(4), pp. 1-12.

ANDRİOSOPOULOS, D.-Lasfer, M., (2015), *The Market Valuation Of Share Repurchases In Europe*, Journal of Banking & Finance, 55, pp. 327–339.

ARSOY, M. F., (2017), *Hisse Geri Alım Programı Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerlerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği*, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi Ağustos, 12(2), ss.1- 22.

BABACAN, B., (2015), *Gönüllü Açıklamalar Ve Hisse Senedi Fiyat Hareketleri: Bist’de Bir Uygulama*, Gebze Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi. Gebze.

BENNINGA, S., (2008), *Financial Modeling. (Third Edition)*, London: The MIT Press.

BONAİME, Alice A., Özde Öztekin and Richard S. Warr, (2014), *Capital Structure, equity mispricing, and stock repurchases*, Journal of Corporate Finance, 26, pp. 182-200.

BROCKMAN, P.-Chung, D. Y., (2001), *Managerial Timing And Corporate Liquidity: Evidence From Actual Share Repurchases*, Journal of Financial Economics, 61(3), p.417-448.

BROWN, S.J-Warner, J.B., (1985), *Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies*, Journal of Financial Economics.

CHANG, S.C-Chen S.S.-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, pp. 427–435.

CHEN, Hsuan-Chi, Joel T. Harper and Subramanian R. Iyer (2018), *Economic Shock and Stock Repurchases*, North American Journal of Economics and Finance, 44, pp. 254-264.

CHİ, Der-Jang, Hsueh-Tien Lu, Zong-Ru Tsai (2010), *Does stcok repurchase declaration affect stock price? Differences between the electrics industry and other industries*, Expert Systems with Applications, 37, pp. 640-646.

DANN, L.Y., (1981), *Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders*, Journal of Financial Economics, 9, pp. 113-138.

ERGİN, E., (2011), *İMKB Şirketleri İçin Yeni Olanak: Hisse Senedi Geri Satın Alımı*, Muhasebe Ve Finansman Dergisi, Ocak, s.66-74.

GRULLON, Gustavo and Roni Michaely (2002), *Dividens, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis*, the Journal of Finance, Vol. 57, No. 4, August, pp. 1649-1684.

GRULLON, G.-Michaely, R., (2004), *The Information Content of Share Repurchase Programs*, The Journal of Finance , 59(2), p.651-680.

HONG, H.-Wang, J.-Yu, J., (2008), *Firms as buyers of last resort . Journal of Financial Economics*, 88(1), p.119-145.

JAGANNATHAN, Murali, Clifford P. Stephens and Michael S. Weisbach (2000), *Financial Flexibility and the choice between dividends and stock repurchases*, Journal of Financial Economics, 57, pp. 355-384.

JAGANNATHAN, M.-Stephens, C., (2003), *Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs*, Financial Management, 32(2), p.71-91.

KARAKUŞ, R.-Zor, İ.-Küçük, Ş. Y., (2017), *Pay Geri Alım İlanlarının Hisse Getirisine Etkisi*, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Temmuz, s.55-70.

LİU, C.S.- Ziebart, D. A., (1997), *Stock Returns And Open-Market Stock Repurchase Announcements*, Financial Review, 32(4), p.709-728.

LİU, Harrison and Edward P. Swanson (2016), *Is price support a motive for increasing share repurchases?*, Journal of Corporate Finance, 38, pp. 77-91.

MAZGİT, İ., (2013), *Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BIST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama*, Sosyo Ekonomi.

NETTER, J. M.-Mitchell, M. L., (1989), *Stock-Repurchase Announcements And Insider Transactions After The October 1987 Stock Market Crash*, Financial Management, 18(3), p.84-96.

PİRGAİP, B., (2014), *Pay Geri Alımları İle Geri Alım İşlemlerinin Neden Ve Sonuçlarının Analizi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Ankara.

SARIGÜL, H., (2015), *Sendikasyon Kredisi Kullanım Duyurularının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi*, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi,7(12)12, s.113-129.

SKINNER, Douglas J. (2008), *the Evolving relation between earnings, dividends and stock repurchases*, Journal of Financial Economics, 87, pp. 582-609.

SU, N. H.-Lin, C.-J., (2012), *The Impact of Open-Market Share Repurchases on Long-Term Stock Returns: Evidence from the Taiwanese Market*, Emerging Markets Finance & Trade, 48(Supplement 2), p.200–229.

SPK (2009), 03.09.2009 tarihli Hisse Geri Alımına İlişkin Basın Duyurusu, <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/200993/1>, erişim tarihi: 08.10.2018.

SPK (2011), 11.08.2011 tarihli Hisse Geri Alımlarına İlişkin Basın Duyurusu, <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/2011811/0>, erişim tarihi: 08.10.2018.

SPK (2014), 03.01.2014 tarihli Geri Alınan Paylar Tebliği Hakkında Basın Duyurusu, <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20140103/2>, erişim tarihi: 08.10.2018.

SPK (2016), 21.07.2016 tarihli Basın Duyurusu, <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20160721/0>, erişim tarihi: 08.10.2018.

TONG, L., (2010), *Event Study Analysis of Share Price and Stock Market Index Data*, Master's Thesis, United Kingdom: University of Stirling, Department of Computing Science and Mathematics.

TONG, Jiao and Marc Bremer (2016), *Stock Repurchases in Japan: A solution to excessive corporate saving?*, J. Japanese Int. Economies, 41, pp. 41-56.

WESSON, N.-Muller, C.-Ward, M., (2014), *Market Underreaction To Open Market Share Repurchases On The JSE*, South African Journal of Business Management, 45(4), p.59-69.

WESSON, N., E.v.d.M. Smit, M. Kidd and W.D. Hamman (2018), *Determinants of the choice between share repurchases and dividend payments*, Reasrch in International Business and Finance, 45, pp. 180-196.

WANG, L-H.-Lin, C.-H.-Fung, H.G.-Chen, H.-M., (2013), *An Analysis Of Stock Repurchase In Taiwan*, International Review Of Economics And Finance, 27, p.497-513.

YAZGAN, K.F., (2017), *Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: Bist Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme*, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir.

ZHANG, H., (2005), *Share Price Performance Following Actual Share Repurchases*, Journal of Banking and Finance, 29, p.1887-1901.