

Erken Görünüm

Journal Pre-proof

Hisse Senedi Geri Alımlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Borsa İstanbul'dan Kanıtlar

Doç. Dr. Hasan Hüseyin YILDIRIM

Balıkesir Üniversitesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, BALIKESİR.

e-posta: hhyildirim@balikesir.edu.tr, ORCID: 0000-0002-5840-8418

Doç. Dr., Nevzat ÇALIŞ

Bandırma Onyedli Eylül Üniversitesi, Muhasebe ve Vergi Bölümü, BALIKESİR.

e-posta: ncalis@bandirma.edu.tr, ORCID: 0000-0002-5604-0728

Prof. Dr., Şakir SAKARYA

Balıkesir Üniversitesi, İşletme Bölümü, BALIKESİR.

e-posta: sakarya@balikesir.edu.tr, ORCID: 0000-0003-2510-7384

DOI: 10.30794/pausbed. 1543246

Dergi adı: Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi

Journal Name: Pamukkale University Journal of Social Sciences Institute

Gönderilme tarihi/Received: 04.09.2024

Kabul tarihi/Accepted: 20.04.2025

Bu makaleyi şu şekilde alıntılayın: Yıldırım, H. H., Çalış, N., Sakarya, Ş. (2025). "Hisse Senedi Geri Alımlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Borsa İstanbul'dan Kanıtlar", *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, sayı 69, ss. xx-xxx.

To cite this article: Yıldırım, H. H., Çalış, N., Sakarya, Ş. (2025). "The Effect of Share Buybacks on Stock Returns: Evidence From Borsa İstanbul", *Pamukkale University Journal of Social Sciences Institute*, issue 69, pp. xx-xxx.

This is a PDF file of an article that has undergone enhancements after acceptance, such as the addition of a cover page and metadata, and formatting for readability, but it is not yet the definitive version of record. This version will undergo additional copyediting, typesetting and review before it is published in its final form, but we are providing this version to give early visibility of the article. Please note that, during the production process, errors may be discovered which could affect the content, and all legal disclaimers that apply to the journal pertain.

Bu, kabulden sonra kapak sayfası ve üst veri ekleme, okunabilirlik için biçimlendirme gibi geliştirmelere tabi tutulan bir makalenin PDF dosyasıdır, ancak henüz dosyanın kesin sürümü değildir. Bu sürüm, son haliyle yayınlanmadan önce ek dosya düzenleme, dizgi ve incelemeden geçecektir, ancak makalenin erken görünürlüğünü sağlamak için bu sürümü sağlıyoruz. Üretim sürecinde içeriği etkileyebilecek hataların keşfedilebileceğini ve dergi için geçerli olan tüm yasal uyarıların geçerli olduğunu lütfen unutmayın.



HİSSE SENEDİ GERİ ALIMLARININ HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DAN KANITLAR

Öz

Firma yöneticileri finansal oranları iyileştirmek veya gelecek dönemde şirket performansının iyi olma ihtimalinin artmasına bağlı olarak hisse fiyatının yükseleceğine yönelik beklentiden dolayı hisse senetlerini geri alım yapmaktadırlar. Son dönemlerde SPK ve Türk Ticaret Kanun'undaki düzenlemelerle birlikte Türkiye'de şirketlerin kendi paylarını geri alması son yıllarda oldukça sık karşılaşılan bir durum haline gelmiştir. Bu çalışma hisse senedi geri alımlarının hisse senedi getirilerine etkisini incelemeyi amaçlanmıştır. Çalışmada Borsa İstanbul hisse senedi geri alım endeksinde faaliyet yürüten 42 firmanın 23.05.2022-01.05.2024 tarihleri arasındaki 508 günlük işlem verilerinden yararlanılarak hisse senedi geri alımı yapan firmalar örnekleme dahil edilmiştir. Çalışmanın uygulama kısmında panel veri analizinden yararlanılmıştır. Panel regresyon modelinin seçiminde Hausman ve Breusch-Pagan LM testleri yapılmıştır. Sonuç olarak havuzlanmış panel regresyon modelinin uygun model olduğu tespit edilmiştir. Regresyon analizi varsayımlarına bağlı olarak dirençli tahmincilerden Huber Eicker ve White Tahmincisi kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Sonuç olarak araştırmanın da konusu olan hisse senedi geri alımının hisse getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar kelimeler: *Hisse Senedi Geri Alımı, Hisse Senedi Getirisi, Panel Veri Analizi.*

THE EFFECT OF SHARE BUYBACKS ON STOCK RETURNS: EVIDENCE FROM BORSA İSTANBUL

Abstract

Company executives engage in stock buybacks either to improve financial ratios or due to the expectation that the likelihood of improved company performance in the future will lead to an increase in stock prices. With the recent amendments to the Capital Markets Board of Turkey and the Turkish Commercial Code, companies buying back their own shares has become a very common situation in Turkey in recent years. This study aims to examine the effect of stock buybacks on stock returns. The study includes firms engaged in stock buybacks in the Borsa İstanbul stock buyback index, based on 508 days of trading data from 23.05.2022 to 01.05.2024, with a sample of 42 companies involved in stock repurchases. Panel data analysis was used in the application part of the study. Hausman and Breusch-Pagan LM tests were performed in the selection of the panel regression model. As a result, it was determined that the pooled panel regression model was the appropriate model. Regression analysis was performed using Huber Eicker and White Estimators, which are robust estimators, depending on the regression analysis assumptions. As a result, it was concluded that the stock buyback, which is the subject of the research, has a statistically significant and negative effect on stock returns.

Keywords: *Share Buybacks, Stock Return, Panel Data Analysis.*

1. GİRİŞ

Günümüzde ana faaliyet konusu ile diğer faaliyetlerden elde edilen nakdin verimliliği kadar, söz konusu bu nakit ve diğer nakit benzeri likit varlıkların üretken bir şekilde değerlendirilmesi işletmelerin rekabet gücü ve büyüme hızları açısından kritik önem taşımaktadır. Dolayısı ile şirket yönetimleri likit varlıkların değerlendirileceği alanlar konusunda olabildiğince etkin bir tercih yapmaya çalışmaktadırlar. Bu alanlardan birisi de şirketin kendi hisselerini geri almasıdır. Bunun yanında şirketlerin hisse geri alımı yapmasının farklı güdüler ile gerçekleştiğini de belirtmek gerekmektedir.

Hisse senedi geri alımı, firmaların ortaklarına nakit dağıtımında kullandıkları ve en çok tercih edilen yöntemlerden biridir. Firma yöneticileri hisse senetlerini geri almayı kâr payı dağıtımına göre daha esnek olduğu için tercih ederler. Buna ilaveten hisse senedi geri alımları ile ortaklara sağlanan sermaye kazançlarına ödenen vergi yükü kâr payı dağıtımına göre ödenen vergiden daha düşüktür. Firma yöneticileri hisse başına kazanç, özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı gibi değişik finansal oranlarda iyileştirme yapmaya çalışan firmaların hisse senedi geri alımları ile dolaşımda bulunan pay senedi sayılarını azaltmaya çalışırlar. Firmaları hisse senetlerini geri almaya motive eden temel faktörlerden birisi de düşen hisse fiyatlarıdır. Ayrıca, firma yöneticileri hisse senetlerini geri alım kararı alarak geleceğin daha iyi olacağına dair bir sinyal verebilirler. (Fettahoğlu, 2013:13).

Dünyanın birçok ülkesinde işletmelerin kendi hisse senetlerini geri satın almaları çeşitli sebeplerden dolayı yasaklanmıştır. Bununla birlikte dünyada görece daha erken uygulanmaya başlamış olsa da, Türkiye’de de şirketlerin kendi paylarını geri alması son yıllarda oldukça sık karşılaşılan bir durum haline gelmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) 01.09.2009 tarih ve 27/748 sayılı İlke Kararı ile payları borsada işlem gören aracı kurumlar ve yatırım ortaklıklarının kendi hisselerini geri almalarına imkan sağlamıştır (Karakuş, Zor ve Yılmaz Küçük, 2017; 58). Daha sonra, 1 Temmuz 2012’de yeni Türk Ticaret Kanunu’nun (TTK) yürürlüğe girmesiyle beraber şirketlerin kendi paylarını geri almasının önündeki engeller kaldırılmıştır. Bu bağlamda Türkiye’de şirketlerin hisse senetlerinin geri satın alınması 6102 no’lu yeni TTK’nun 379. maddesinde düzenlenmiştir. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPK), 2012 yılında yürürlüğe girerek 2499 sayılı eski kanunun yerini almış ve sermaye piyasalarında önemli değişiklikler getirmiştir. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, yatırımcı haklarını güçlendirmek, piyasa şeffaflığını artırmak ve sermaye piyasalarını daha güvenilir hale getirmek amacıyla önemli değişiklikler getirmiştir. Yatırımcıların korunması için tazmin sistemleri oluşturulurken, halka arz süreçleri kolaylaştırılmış ve yeni sermaye piyasası araçları düzenlenmiştir. Bununla birlikte kurumsal yönetim ilkeleri güçlendirilmiş, bağımsız yönetim kurulu üyeliği gibi uygulamalar getirilerek pay sahiplerinin hakları korunmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu’nun denetim ve gözetim yetkileri artırılmış, piyasa manipülasyonu ve içeriden öğrenenlerin ticareti gibi usulsüzlüklere yönelik cezalar ağırlaştırılmıştır. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) benimsenerek bağımsız denetim zorunlu hale getirilmiş, finansal altyapı kurumları güçlendirilmiş ve yeni yatırım araçları sermaye piyasalarına kazandırılmıştır. Bu düzenlemelerle, piyasaların daha şeffaf, etkin ve güvenilir bir yapıya kavuşturulması amaçlanmıştır. Yaşanan bu gelişmeler neticesinde Borsa İstanbul’da da hisse geri alımlarına yönelik firmaların sayısının her geçen yıl arttığı gözlemlenmektedir (Taşdemir ve Alsu, 2019; 342).

Şirketlerin kendi hisse senetlerini geri satın alma nedenleri üzerine literatürde birçok çalışma (Chasiotis vd., 2021; Yılmaz & Oktay, 2023; Gopal vd., 2024) bulunmaktadır. Bu çalışmaların gözden geçirilmesiyle, hisse geri alımının nedenlerini yedi genel başlık altında sınıflandırmak mümkündür (Gökgöz, 2014: 3-5; Aktan, 2012: 77-128 ve Ergin, 2011:68-70). Bunlar;

Şirketlerin piyasada hisse senetlerine gerektiği kadar değer verilmediğini düşünmek: Şirket yönetimi tarafından hisse senetlerinin piyasada olması gerektiği kadar değerlendirilmediği düşünülebilir. Buna göre yönetim, hisse geri alımına giderek şirket hisselerinin değerini artırmayı amaçlayabilir. Ancak bu hedefin başarılı olabilmesi için şirketin güven vermesi ve yatırımcıyı ikna etmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, hisse geri alımı, hisselerin değerini daha da azaltabilir.

Şirketler mali rasyolarını iyileştirmek isterler: Şirketler, Hisse Başına Kazanç, Özkaynak Getirisi gibi mali rasyolarını iyi göstermek isterler. Bu amaca bağlı olarak şirketler piyasada işlem gören hisse senetlerini geri alarak dolaşımdaki hisse sayısını düşürmeye çalışırlar. Böylece, hisse sayısının azalması, Hisse Başına Kazancın artmasını sağlar.

Şirketler hissedarlarına nakit aktarmak isterler: Şirketler hissedarlarına nakit transferini iki şekilde yapabilirler. Birincisi, nakit temettü ödeme şeklindedir. İkincisi, hissedarların hisselerini geri alarak nakit transferidir. Son zamanlarda, hisse geri alımı yoluyla nakit transferi dünya piyasalarında yaygın bir uygulama haline gelmiştir.

Vergisel nedenler: Şirketler temettü ödemek yerine hisse geri alımını tercih ettiklerinde vergi yüklerini azaltabilirler. Bunun nedeni, temettülerin vergilendirilmesinin sermaye kazançlarına kıyasla daha yüksek olmasıdır. Örneğin, ülkemizde temettü ödemeleri %15 gelir vergisi stopajına tabi iken, hisse satışından elde edilen sermaye kazançları vergiden muaf tutulmaktadır. Bu vergi avantajları nedeniyle şirketler, hisse geri alımını tercih edebilirler.

Atıl durumdaki nakit parayı değerlendirme isteği: İşletmeler, faaliyetleri sonucunda ellerinde biriken fazla nakit parayı değerlendirmek isterler. Şirket yönetimi, mevcut nakdi yatırıma dönüştürmek için çeşitli projelerden karını maksimize edecek en uygun projeyi seçmeye çalışır. Bazen hisse senedini geri alarak hisse değerini yükselterek kar elde etmek daha avantajlı bir yatırım gibi görünebilir. Bu durumda şirket yöneticileri hisse geri alımına giderek atıl durumdaki nakitlerini bu şekilde değerlendirebilirler.

Sinyal etkisi: Şirket yöneticileri, şirketin mevcut durumu ve geleceği hakkında piyasadaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olurlar. Bu bilgi türü “asimetrik bilgi” olarak adlandırılır. Şirket yönetiminin hisse geri alımı kararı, yatırımcılarda hisselerin piyasadaki gerçek değerinin altında olduğu yönünde bir izlenim yaratır. Bu izlenim, sektöre yayılır ve yatırımcılar, yönetimin sahip olduğu asimetrik bilgiden etkilenerek, gelecekte hisse değerlerinin yükseleceği beklentisiyle şirket hisselerine yönelirler. Sonuç olarak, bu durum hisse değerlerini artırır.

Şirketin kontrolünü rakiplere kaptırmamak veya belirli hissedarlarda hisseleri toplama isteği: Hisse senetlerinin piyasada dolaşımda olduğu durumlarda, şirket hisseleri başkaları tarafından kolayca satın alınabilir. Şirketin yönetimini devralmak isteyen spekülative yatırımcılar, hisse satın alanlar arasında yer alıyor olabilir. Bu gibi durumlarda şirket hisse geri alımına giderek tedavüldeki hisse sayısını azaltabilir ve rakiplerin kontrolü ele geçirmesini engelleyebilir. Kontrolü ele almanın yanı sıra, önemli miktarda hisseye sahip olan bir grup hissedarın yönetime alınması sağlanacaktır. Hisse senetlerinin büyük bir bölümünü elinde bulunduran hissedarlar yönetimin alacağı kararları sürekli karşı çıkarak engelleyebilir veya yönetimi sabote edebilirler. Bu nedenle şirketler, yönetimin rahat çalışabilmesi için hisselerin belirli hissedarlara ait olmasını isterler. Bunu sağlamak için hisse geri alımına da başvurabilirler. Bu sebeple hisse senedi geri alımları çalışmanın temel motivasyonunu oluşturmaktadır.

Hisse senedi geri alımları ile ilgili yapılan çalışmalar genel olarak değerlendirildiğinde çalışmaların iki farklı pencerede toplandığı görülmektedir. Çalışmaların bir bölümünde hisse senedi geri alımlarının hisse getirisine etkisinin incelendiği görülürken, diğer çalışmalarda ise hisse senedi geri alımlarının likidite, karlılık gibi rasyolara etkisinin incelendiği görülmektedir. Bu bağlamda hisse senedi geri alımları ile ilgili ulusal literatürde ulaşılan kaynaklar çerçevesinde konu ile ilgili sınırlı sayıda çalışmanın olduğu görülmektedir. Ayrıca ulusal literatürde yapılan çalışmaların daha çok hisse senedi geri alım duyurularına odaklandığı ve olay çalışması yöntemi ile yapıldığı görülmektedir. Bu noktadan hareketle ulusal literatürde hisse senedi gerim alımlarının hisse senedi getirilerine etkisinin farklı değişkenlerle birlikte ve farklı bir yöntem kullanılarak incelenmesinin literatürdeki boşluğu dolduracağı ve literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmada hisse senedi geri alımlarının hisse sendi getirilerine etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışmada Borsa İstanbul hisse senedi geri alım endeksinde faaliyet yürüten 42 firmanın 23.05.2022 tarihinden 01.05.2024 tarihine kadarki 508 günlük işlem verilerinden yararlanılarak hisse senedi geri alımı yapan firmalar örnekleme dâhil edilmiştir. Çalışma dört ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölüm giriş kısmını, ikinci bölüm literatür taramasını kapsamaktadır. Üçüncü bölümde çalışma yöntemleri ve bulgular yer almakta, dördüncü ve son bölümde ise sonuçlar ve öneriler sunulmuştur.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde hisse senedi geri alımları ile ilgili yapılan ulusal ve uluslararası çalışmaların özetlerine yer verilmiştir.

Hatakada ve Isagawa (2004) yapmış oldukları çalışmalarında Japon firmaları tarafından 1995'ten 1998'e kadar yapılan hisse senedi geri alım duyurularını çevreleyen hisse senedi fiyatı davranışlarını incelemişlerdir. Çalışmada olay çalışması yöntemi kullanılırken çalışma sonucunda Japonya'daki hisse senedi geri alım duyurularının hisse senedi fiyatlarını artırdığı tespit edilmiştir.

Lee vd. (2010) yapmış oldukları çalışmalarında Fransız, Alman, İtalyan ve İngiliz firmalarına yönelik hisse geri alım duyurularının hisse senedi fiyatına etkilerini araştırmışlardır. Çalışmada olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda ABD'li firmalar gibi, Alman ve İtalyan firmaların hisse geri alımlarının da olumlu ve önemli bir hisse fiyatı tepkisi ile karşılaşılmıştır. Bununla birlikte, İngiliz firmalarının geri alım duyurularının küçük pozitif anormal getiriler sağladığı; Fransız firmalarının hisse geri alımlarının ise anormal getirilerinin sıfırdan önemsiz ölçüde farklı olduğu tespit edilmiştir.

Su ve Lin (2012) yapmış oldukları çalışmalarında Tayvan'da işlem gören firmaların hisse senedi payı geri alımlarını takiben uzun vadeli hisse senedi getirilerini incelemişlerdir. Araştırmada olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, duyuru yapan firmaların kontrol firmalarına göre önemli pozitif uzun vadeli getiri elde etmediği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, takvim zamanı portföy yaklaşımını kullanarak, anormal getirilerin on iki, yirmi dört ve otuz altı ay boyunca önemli ölçüde negatif olduğu tespit edilmiştir. Bu da hisselerini geri alan firmaların hisse senetlerinin duyuru sonrası dönemde düşük performans gösterdiği sonucunu göstermektedir.

Thanatawee (2016) yapmış olduğu çalışmada hisse senedi geri alımlarının Tayland'daki borsada işlem gören şirketlerin hisse senedi likiditesi üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmanın örneklemini 2002'den 2014'e kadar 13 yıllık bir süre içinde Tayland Borsasında (SET) işlem gören 75 firma tarafından yapılan 3.055 fiili hisse geri alımını içermektedir. Fiili hisse geri alımları ile likidite ölçümleri arasındaki doğrusal ve doğrusal olmayan ilişkileri incelemek için çoklu regresyon yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda gerçek hisse geri alımlarının genel olarak likidite üzerinde olumlu etkileri olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte, hisse geri alımlarının Tayland borsasında işlem gören şirketlerin hisse senedi likiditesi üzerindeki etkisi doğrusal olmama eğilimindedir. Düşük fiyattan hisse geri alımlarında daha fazla hisse geri alımı likiditeyi artırırken, yüksek fiyattan hisse geri alımlarında ise hisse alımının likiditeyi azalttığı tespit edilmiştir.

Hillert vd. (2016) yapmış oldukları çalışmalarında hisse senedi geri alımlarının likidite üzerindeki etkisini 2004-2010 yılları arasında ABD'de 50.204 geri alımı kapsayan bir veri seti özelinde analiz etmişlerdir. Regresyon analizi yöntemi kullanılarak yapılan analiz sonucunda hisse geri alımlarının likiditeyi iyileştirdiği tespit edilmiştir.

Stunda (2017) yapmış olduğu araştırmasında ABD'de geri alımların büyüyen ve büyümeyen sektörlerin hisse getirileri üzerindeki etkisini analiz etmek için panel regresyon analizini kullanmıştır. Analiz 2010 yılında hisse geri alımı yapan firmalar üzerinde 2011-2015 yılları arasında gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda tüm firmalar dikkate alındığında kümülatif anormal getiri (CAR) ile yıllık kazanç arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, CAR ile kazanç arasındaki ilişkinin geri alım yapmayan firmalarda, geri alım yapan firmalara göre daha güçlü olduğu belirlenmiştir. Bu ilişki ortalamanın üstünde ve altında büyüyen endüstriler için geçerlidir. Ayrıca geri alım yapan firmalar için hisse senedi fiyatındaki yüzdesel değişim negatif ve anlamsızken geri alım yapmayan firmalar için hisse senedi fiyatlarındaki yüzdesel değişim pozitif ve anlamlı olarak gerçekleşmiştir.

Lai vd. (2017) yapmış oldukları çalışmalarında hisse senedi geri alımı ve nakit temettülerin firmaların gelecekteki karlılığı üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Veriler 2002 ila 2012 yılları arasında Tayvan Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerden oluşmaktadır. Yapılan regresyon analizi sonucunda hisse geri alımı ile firmaların gelecekteki kazançları arasında negatif ve anlamsız bir ilişki tespit edilmiştir. Öte yandan nakit temettü ile gelecekteki kârlılık arasında ise pozitif ve anlamlı bir ilişki elde edilmiştir.

Arsoy (2017) yapmış olduğu araştırmasında firmaların hisse geri alım programlarının 2010-2015 döneminde açıklanmasından etkilenip etkilenmediklerini analiz ederek Borsa İstanbul'un yarı güçlü etkili bir formda etkin olup olmadığını incelemiştir. Araştırmada olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Etkinlik penceresi (-20, +20) iş günüdür. Ayrıca programların açıklanmasından sonra geri alım yapan ve geri alım yapmayan firmalar ayrı ayrı analiz edilmiştir. Çalışma sonuçlarına göre hisse senedi yeniden alım programlarının duyurulmasından sonra istatistiksel olarak kümülatif anormal getiri elde etmek mümkün değildir. Sonuç olarak Borsa İstanbul hisse geri alım programlarının isimlendirmelerinden etkilendiği ve söz konusu dönemde yarı güçlü bir formda etkin bir piyasa olmadığı tespit edilmiştir.

Pirgaip (2021) yapmış olduğu çalışmada pandemi döneminde hisse senedi geri alımlarının hisse getirileri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmada olay çalışma yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda geri alım işlemlerinin hisse senedi getirileri üzerinde önemli ölçüde olumlu etkileri olduğu tespit edilmiştir.

Chasiotis vd. (2021) yapmış oldukları çalışmalarında hisse senedi geri alımlarının belirleyicilerini tespit etmeyi amaçlamışlardır. Çalışmada nicel regresyon yöntemi kullanılmıştır. Newyork borsası geri satın alma şirketlerinden oluşan geniş bir panelden elde edilen ampirik sonuçlar, çeşitli belirleyicilerin boyut, önem ve yön açısından hisse geri satın alımları üzerindeki asimetric etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bishal vd. (2021) yapmış oldukları çalışmalarında 17.466 firmanın 2010-2019 dönemleri arasında hisse senedi geri alımları ve yatırım davranışlarını araştırmışlardır. Çalışma sonucunda hisse geri alımlarının finansmanın eşzamanlı yatırımların seviyesini etkilediği tespit edilmiştir. Yani nakitle finanse edilen geri satın alma firmaları ile karşılaştırıldığında, borçla finanse edilen geri satın alma firmaların eşzamanlı sermaye harcamalarını arttırdığı görülmüştür.

Jha vd. (2022) yapmış oldukları çalışmalarında kurumsal sosyal sorumluluk ve hisse senedi geri alımları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada panel regresyon yöntemi kullanılmıştır. Kurulan modelde hisse geri alımları bağımlı değişken olarak seçilirken, kurumsal sosyal sorumluluk ise bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Çalışma sonucunda kurumsal sosyal sorumluluk ile hisse geri alımları arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Bukalska vd. (2022) yapmış oldukları çalışmalarında hisse senedi geri alım duyuruları çevresinde işletme performansında meydana gelen değişiklikleri araştırmışlardır. Çalışmada Wilcoxon sıralı işaret testi yöntemi kullanılmıştır. İşletme performansını ölçmede aktif karlılık (ROA) ve özkaynak karlılığı (ROE) oranları kullanılmıştır. Çalışma sonucunda hisse geri alım duyurularından sonra işletme performansının kötüleştiği tespit edilmiştir.

Ayan Civelek ve Konak (2022) yapmış oldukları çalışmalarında Borsa İstanbul Sanayi Endeksi'nde işlem gören 34 firmanın 01.01.2014 - 10.01.2020 döneminde açıkladığı hisse geri alım ilanlarının piyasa değeri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Bu anlamda, halka açık bilgi setlerinin fiyatlara eşzamanlı yansımaları olarak ifade edilebilecek olan piyasa verimliliğini yarı güçlü biçimde test etmek için olay çalışması yönteminden yararlanılmıştır. Elde edilen veriler ışığında, duyurudan sonraki gün ve ilk gün Pozitif Ortalama Anormal Getiri tespit edilirken, takip eden günlerde herhangi bir anormal getiri tespit edilememiştir. Sonuç olarak Borsa İstanbul Sanayi Endeksi'nde yer alan firmaların hisse geri alım ilanlarının piyasa değeri üzerinde kısmen anlamlı ve piyasanın yarı güçlü bir formda etkin olmadığı tespit edilmiştir.

Hassan vd. (2023) yapmış oldukları çalışmalarında firmaların hisse senedi geri alımları, hisse senedi fiyatları, hisse başına kazanç ve kâr payı ödemelerinin uzun dönemli ilişkilerini zaman serisi analizi yardımıyla incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda anlamlı ilişkiye sahip az sayıda firmanın olduğu tespit edilmiştir. Yalnızca beş firmanın hisse geri alımı ile hisse senedi fiyatı arasında anlamlı bir pozitif ilişki tespit edilirken, iki firmada ise geri satın alım ile hisse başına kazanç arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca yalnızca iki firmada geri satın alma ile temettü ödemesi arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Sonuç olarak geri alımların bir firmanın mali gücüne ve piyasa performansına önemli ölçüde bir katkısının olmadığı tespit edilmiştir.

Yılmaz ve Oktay (2023) yapmış oldukları çalışmalarında 2009-2019 yılları arasında dünya genelinde 62 ülkede faaliyet gösteren 22,445 firma verisinden ve toplam 161,592 gözlem sayısından yararlanarak hisse senedi geri alımlarının belirleyicilerini araştırmışlardır. Çalışmada lojistik regresyon ve en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada kârlılık, kaldıraç, maddi duran varlıklar, büyüklük, büyüme fırsatları, araştırma geliştirme harcama oranı ile gayri safi yurt içi hâsıla, doğrudan yabancı yatırım, yurt içi tasarruf oranı gibi değişkenler kullanılmıştır. Çalışma sonucunda doğrudan yabancı yatırımlar hariç seçilen diğer bağımsız değişkenlerin hisse senedi geri alımları üzerinde etkisinin pozitif olduğu tespit edilmiştir.

Gopal vd. (2024) yapmış oldukları çalışmalarında büyüme fırsatlarının hisse senedi geri alımları üzerindeki rolünü incelemişler ve hisse senedi geri alımlarını açıklamada sinyalizasyon ve vekalet teorilerinin önemine dair kanıtlar sunmuşlardır. Hisse senedi geri alımlarını tam olarak açıklamak için her iki teoriye de ihtiyaç vardır. Sinyal teorisine göre, hisse geri alımları için duyuru dönemi getirilerinin pozitif olduğunu, bu da geri alım yapan firmaların hisselerinin değerinin düşük olduğunu göstermektedir. Ayrıca vekalet teorisiyle tutarlı olarak düşük büyüme fırsatlarına ve yüksek serbest nakit akışına sahip firmalar için duyuru dönemi getirilerinin daha yüksek olduğu da tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada geri alım yapan firmaların geri alımı takip eden 12 ay, 24 ay ve 36 ay boyunca uzun vadeli hisse senedi fiyat performansları da incelenmiştir. Çalışmada üç faktörlü modele göre daha iyi açıklama gücü olması nedeniyle geri alım yapan firmaların uzun vadeli hisse senedi performansını incelemek için Fama-French beş faktör modeli kullanılmıştır. Araştırma sonucunda düşük büyüme ve yüksek serbest nakit akışına sahip firmaların bu dönemde referans portföylerinden daha iyi performans gösterme eğiliminde oldukları görülmüştür.

Hisse senedi geri alımları üzerine yapılan çalışmalar, farklı ülkelerde ve dönemlerde geri alımların hisse senedi fiyatlarına, likiditeye, kârlılığa ve yatırım davranışlarına etkisini araştırmaktadır.

Hisse fiyatlarına etkisi: Çoğu çalışma, geri alım duyurularının hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu etkileri olduğunu göstermektedir (Hatakada & Isagawa, 2004; Lee vd., 2010; Pirgaip, 2021). Ancak bazı araştırmalar, uzun vadede düşük getiri veya belirsiz etkiler olduğunu tespit etmiştir (Su & Lin, 2012; Bukalska vd., 2022).

Likidite üzerindeki etkisi: Tayland ve ABD borsalarında yapılan çalışmalar, hisse geri alımlarının genellikle likiditeyi artırdığını ancak fiyat seviyesine bağlı olarak değişkenlik gösterebildiğini ortaya koymuştur (Thanatawee, 2016; Hillert vd., 2016).

Kârlılık ve yatırım ilişkisi: Hisse geri alımlarının gelecekteki kârlılık üzerindeki etkisi genellikle sınırlı seviyede veya negatif olarak bulunmuştur (Lai vd., 2017; Hassan vd., 2023). Bununla birlikte, geri alımların finansman şeklinin yatırım davranışlarını etkilediği de görülmüştür (Bishal vd., 2021).

Piyasa verimliliği: Türkiye’de Borsa İstanbul üzerine yapılan çalışmalar, piyasanın yarı güçlü etkinlik formunda olmadığını ve geri alım duyurularının etkilerinin sınırlı olduğunu göstermektedir (Arsoy, 2017; Ayan Civelek & Konak, 2022).

Geri alım belirleyicileri: Kurumsal sosyal sorumluluk, firma büyüklüğü, kârlılık, kaldıraç ve büyüme fırsatları gibi faktörlerin geri alım kararlarını etkilediği tespit edilmiştir (Chasiotis vd., 2021; Yılmaz & Oktay, 2023; Gopal vd., 2024).

Sonuç olarak, hisse senedi geri alımları genellikle kısa vadede pozitif fiyat tepkisine yol açsa da uzun vadeli etkileri ve firma performansı üzerindeki sonuçlarının karmaşık ve değişken olabildiği görülmüştür.

Mevcut literatür, hisse senedi geri alımlarının kısa vadeli fiyat tepkilerini ele alsa da uzun vadeli etkileri konusunda çelişkili bulgular içermektedir. Ayrıca, ekonomik krizler, faiz oranları ve enflasyon gibi makroekonomik değişkenlerin geri alımlar üzerindeki rolü yeterince incelenmemiştir. Geri alımların, temettü ödemeleri veya yatırım harcamaları gibi alternatif sermaye dağıtım politikalarıyla karşılaştırılması da sınırlıdır. Sektörel ve firma bazında derinlemesine analizler eksik olup, farklı sektörlerde geri alımların etkilerinin nasıl değiştiği yeterince araştırılmamıştır. Bunun yanı sıra, yatırımcı davranışları ve piyasa psikolojisi açısından geri alımların nasıl algılandığına dair çalışmalar da yetersizdir. Bu eksikliklerin giderilmesi, hisse geri alımlarının piyasa üzerindeki etkilerini daha kapsamlı ve tutarlı bir şekilde anlamamıza katkı sağlayacaktır. Bu çalışmada da yukarıda ifade edilen eksikler kapsamında firmaya özgü borsa değişkenleri kullanılarak ve ulusal literatürde sıklıkla kullanılan olay çalışması yöntemi yerine panel regresyon analizi kullanılması bakımından literatürden farklılaşmaktadır. Bu yönüyle araştırmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

3. YÖNTEM

3.1. Veri Seti

Çalışmanın veri setini Borsa İstanbul’da işlem gören ve BIST Geri Alım Endeksinde (XUGRA) yer alan firmalar oluşturmaktadır. Analiz kapsamında öncelikle BIST Geri Alım Endeksinde yer alan 46 firmanın verileri 23.05.2022 – 01.05.2024 tarihleri arasında 508 günlük veri elde edilmiştir. Ancak ilgili tarihler arasında firma verilerindeki eksikliklerden dolayı veri seti daraltılmıştır. Nihai olarak çalışmanın oluşturulmasında endekste yer alan 42 firmanın (EK1) günlük verileri kullanılmıştır. Sonuç olarak ilgili firmaların 508 günlük veri setinden oluşan panel veri seti ile analizler yapılmıştır. Analizde veri dönemi belirlenirken Borsa İstanbul’daki hisse senedi geri alımları incelenmiş ve en yoğun hisse senedi geri alımının 23.05.2022 – 01.05.2024 tarih aralığında olduğu tespit edilmiştir. Firmalara ait verilerin elde edilmesinde Finnet A.Ş.’nin ve Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş.’nin veri tabanlarından yararlanılmıştır.

3.2. Değişkenler

Araştırmada kullanılan değişkenlerin kısaltmaları ve diğer değişkenlerin içerikleri aşağıdaki Tablo 1’de ayrıntılı olarak sunulmuştur. Çalışmanın bağımlı değişkeni analize dönemi için seçilen 46 firmanın getirisidir. Çalışmadaki bağımsız değişkenler ise hisse senedi geri alımı, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı ve firma değerinin FAVÖK’e oranıdır. Değişkenlerin seçiminde referans olarak alınan ilgili çalışmalara da Tablo 1’de yer verilmiştir.

Tablo 1: Analizde Kullanılan Değişkenler

Değişken Türü	Kısaltma	Açıklama	İlgili Çalışma
Bağımlı Değişken	get	Hisse Senedinin Günlük Getirisi	Su ve Lin (2012), Stunda (2017), Pirgaip (2021)
Bağımsız Değişken	gra	Hisse Senedinin Geri Alımı (Kukla Değişken, Geri Alım var ise “1” yoksa “0”)	Ayan Civelek ve Konak (2022)
	fk	Fiyat Kazanç Oranı	Ege ve Bayrakdaroğlu (2009), Güriş ve Pala (2016), Öztürk (2017)
	pddd	Piyasa Değerinin Defter Değerine Oranı	Oruç, E. (2010)
	fdf	Firma Değerinin FAVÖK’e oranı	Kuzu, S. (2018)

3.3. Ekonometrik Model

Analiz için oluşturulan modele ait panel regresyon denklemi aşağıda yer almaktadır. Hisse senetlerinin getirisi bağımlı değişken iken hisse senedi geri alımı dâhil 4 adet bağımsız değişken kullanılmıştır.

$$get_{it} = c + \beta_1 gra_{it} + \beta_2 fk_{it} + \beta_3 pddd_{it} + \beta_4 fdf_{it} + \varepsilon_{it}$$

D (1)

Tablo 2’de analiz kapsamında yer alan 42 firmanın 508 günlük verisinden oluşan tanımlayıcı test istatistiklerine ilişkin sonuçlar yer almaktadır. Değişken bazındaki gözlem sayısı 21.336’dır. Değişkenlerin normal dağılım sergilemediği Jarque Bera test istatistiklerinden de anlaşılmaktadır. Normal dağılım için diğer bir ipucu çarpıklık ve basıklık değerleridir. Bu bağlamda değişkenlerin normal dağılım özelliği göstermesi için çarpıklık değerinin “0” a yakın olması, basıklık değerinin ise “3” e yakın olması istenmektedir. Değişken özelinde de bakıldığında çarpıklık ve basıklık değerleri olarak normal dağılım sergilenmediği anlaşılmaktadır. Panel veri setine dayalı olarak elde edilen veri setinde bağımlı değişken olan getiri ortalamasının “0,0035”, maksimum getirinin “0,1018” ve minimum getirinin “-0,1008” olduğu görülmektedir.

Tablo 2: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı Test İstatistikleri

	get	gra	fk	pddd	fdf
Ortalama	0.0035	0.0573	40.0323	2.7355	17.3263
Medyan	0.0013	0.0000	7.9000	2.0250	7.5150
Maksimum	0.1018	1.0000	2784.3000	17.1000	1135.6800
Minimum	-0.1008	0.0000	0.0000	0.2300	0.0000
Standart Sapma	0.0339	0.2324	189.4215	2.2517	65.2803
Çarpıklık	0.3050	3.8095	9.3948	1.7322	10.9225
Basıklık	4.0451	15.5122	101.2646	7.2037	140.6643
Jarque-Bera	1301.81	191158.80	8915498.00	26431.61	17306090.00
Olasılık Değeri	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Gözlem Sayısı	21336	21336	21336	21336	21336

Tablo 3’te değişkenlere ait Spearman korelasyon analizi sonuçları yer almaktadır. Korelasyon analizi sonuçlarına göre bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasındaki korelasyon düşüktür. Bağımlı değişkenle en yüksek korelasyona sahip değişken “gra” değişkeni iken en düşük korelasyona sahip değişken “fdf” değişkenidir.

Tablo 3: Değişkenlere Ait Korelasyon Testi Sonuçları

	get	gra	fk	pddd
gra	-0.0755			
fk	0.0110	0.0130		
pddd	0.0319	-0.0594	0.3970	
fdf	0.0060	-0.0158	0.2132	0.2189

3.4. Analiz Aşamaları ve Analizde Kullanılan Testlere Ait Denklemler

Panel veri setinde zaman serisinde olduğu gibi öncelikle değişkenlerin birim kök içerip içermediğine bakılmalıdır. Eğer değişkenler birim kök içeriyor ise sahte regresyon sorunundan dolayı elde edilen analiz çıktıları hatalı olacaktır (Sarıkovanlık vd., 2019:189). Panel veri setlerinde birim kök analizi öncesi yatay kesit bağımlılığı testi yapılarak birinci ya da ikinci nesil birim kök testlerinden hangisinin yapılacağına karar verilecektir. Birim kök içeren değişkenlere çeşitli dönüşümler yapılarak durağanlık sağlanmaya çalışılacaktır. Birim kök analizi sonrası regresyon oluşturulan panel regresyon denklemi için uygun model (sabit etki, rassal etki, havuzlanmış) seçiminin yapılması gerekmektedir. Panel veri seti için uygun model seçildikten sonra modelin varsayımlarına bakılır. Böylece varsayımlarda sağlanmayan durumlar tespit edilir. Daha güvenilir sonuçların elde edilebilmesi için varsayımlardaki olumsuzlukları giderecek olan dirençli tahminciler kullanılarak sonuçlar yorumlanmalıdır.

Çalışmada kullanılan yatay kesit bağımlılığı testi olan Pesaran CD testine ait denklem aşağıda yer almaktadır (Pesaran, 2004).

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij} \right) \quad D (2)$$

Hausman (1978) test istatistiğinden yararlanılarak regresyon modelleri için rassal etki ve sabit etki yaklaşımlarından hangisinin uygun olduğuna karar verilebilir. Hausman testi için H istatistiği (H) hesaplanmaktadır. Test istatistiği ve hipotezi aşağıdaki gibidir:

$$H = (\hat{\beta}_{SE} - \hat{\beta}_{TE})' [A \text{ var}(\hat{\beta}_{SE}) - A \text{ var}(\hat{\beta}_{TE})]^{-1} (\hat{\beta}_{SE} - \hat{\beta}_{TE}) \quad D (3)$$

H₀ : Rassal etki daha uygundur.

Moulton ve Randolph tarafından 1989 yılında önerilen F testi aşağıdaki denklemdeki gibidir. Testin H₀ hipotezi reddedilirse klasik modelin uygun olmadığı anlaşılmaktadır (Tatoğlu, 2012:166).

$$F = \frac{(RRSS - URSS)/(N - 1)}{(URSS)/N(T - 1) - 1}$$

D (4)

3.5. Bulgular

Değişkenlerin yatay kesit bağımlılığına ait test sonuçları Tablo 4’de yer almaktadır. Yatay kesit bağımlılığı için Breusch-Pagan LM, Pesaran scaled LM, Bias-corrected scaled LM, Pesaran CD testinin sonuçları çıkarılmıştır. Analiz sonuçlarına göre tüm değişkenlerin yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 4: Yatay Kesit Bağımlılığına Ait Test Sonuçları

Değişken Adı	Test	İstatistik	Serbestlik Derecesi	Olasılık	Sonuç
get	Breusch-Pagan LM	35569.90	861	0.000	Var
	Pesaran scaled LM	836.41		0.000	
	Bias-corrected scaled LM	836.37		0.000	
	Pesaran CD	175.38		0.000	
gra	Breusch-Pagan LM	4415.58	861	0.000	Var
	Pesaran scaled LM	85.65		0.000	
	Bias-corrected scaled LM	85.61		0.000	
	Pesaran CD	20.01		0.000	
fk	Breusch-Pagan LM	73807.36	861	0.000	Var
	Pesaran scaled LM	1757.87		0.000	
	Bias-corrected scaled LM	1757.83		0.000	
	Pesaran CD	60.39		0.000	
pddd	Breusch-Pagan LM	171312.50	861	0.000	Var
	Pesaran scaled LM	4107.56		0.000	
	Bias-corrected scaled LM	4107.52		0.000	
	Pesaran CD	380.01		0.000	
fdf	Breusch-Pagan LM	88761.29	861	0.000	Var
	Pesaran scaled LM	2118.23		0.000	
	Bias-corrected scaled LM	2118.19		0.000	
	Pesaran CD	127.47		0.000	

Panel veri seti zaman boyutu içerdiği için birim kök testi yapılmalıdır. Yukarıdaki tabloda yer alan yatay kesit analizi sonuçlarına bakıldığında ikinci nesil birim kök testleri ile birim kök analizinin yapılması daha uygundur. Bu sebeple Pesaran-CIPS testi yapılarak değişkenler için birim kök analizi yapılmıştır. Birim kök test sonuçlarına bakıldığında fk, pddd ve fdf değişkenlerinin düzey değerlerinde durağan olmadığı birinci farkları alındığında ise durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 5: Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Pesaran - CIPS					Sonuç
	t-bar	cv10	cv5	cv1	P-value	
get	-6.190	-2.050	-2.120	-2.230	0.001	Durağan
gra	-5.321				0.001	Durağan
fk	-1.519				0.973	Durağan Değil
dfk	-5.254				0.001	Durağan
pddd	-1.814				0.433	Durağan Değil
dpddd	-6.190				0.001	Durağan
fdf	-0.433				0.999	Durağan Değil
dfdf	-5.054				0.001	Durağan

Değişkenler durağanlık çalışmasından sonra uygun model seçimi için Hausman (1978) ve Breusch-Pagan LM (1980) testi yapılmıştır. Tablo 6’daki Hausman testinin sonuçlarına bakıldığında rassal etkili modelin daha uygun olduğu görülmektedir. Hausman test sonucundan Breusch-Pagan LM testi yapılarak rassal etki ile havuzlanmış modelden hangisinin uygun olduğuna karar verilmiştir. Test sonucuna bakıldığında havuzlanmış (klasik) modelin daha uygun olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 6: Model Seçimi İçin Hausman ve F Testi Sonuçları

Hausman Testi	
Ki-Kare Değeri	Prob Değeri
5,11	0.2758
Breusch-Pagan LM Testi	
Ki-Kare Değeri	Prob Değeri
0,01	0.999

Havuzlanmış (klasik) modele ait regresyon analizi sonucu Tablo 7’de yer almaktadır.

Tablo 7: Havuzlanmış (Klasik) Model Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımlı Değişken	get			
Gözlem Sayısı	21335			
Belirlilik Katsayısı (R²)	0,148			
Bağımsız Değişkenler	Beta Katsayısı	Standart Hata	t-Statistic	Olasılık Değeri
gra	-0.0098037	0.0009216	-10.64	0.001
dfk	0.0000641	0.0000248	2.58	0.010
dpddd	0.0000553	6.63e-06	8.34	0.001
dfdf	0.0507962	0.0008658	58.67	0.001
c	0.0040742	0.0002207	18.46	0.001

Yukarıda yer alan havuzlanmış (klasik) model için farklı varyanslılık ve otokorelasyon varsayımlarına bakılmalıdır. Tablo 8’de farklı varyanslılık için White testi sonuçları ile otokorelasyon için Durbin-Watson testi sonuçları yer almaktadır. Tablo 8’e bakıldığında modelde farklı varyanslılık sorununun olduğu otokorelasyon sorununun ise olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 8: Varsayımların Sonuçları

Varsayım Türü	Test Değerleri	Sonuç
Farklı Varyanslılık Testi	<i>White Testi</i>	Farklı Varyanslılık Var
	<i>Ki Kare Değeri: 17526,73</i> <i>Olasılık Değeri: 0.0001</i>	
Otokorelasyon Testi	<i>Durbin-Watson: 1.9247</i>	Otokorelasyon Yok

Varsayım sonuçlarına göre farklı varyanslılık sorununu ortadan kaldırmak için Huber (1967), Eicker (1967) ve White tahmincisi kullanılmıştır. Tablo 9’da Huber, Eicker ve White tarafından geliştirilen dirençli tahminci yöntemine ait regresyon sonuçları yer almaktadır.

Tablo 9: Havuzlanmış (Klasik) Model Regresyon Analizi Sonuçları (Dirençli Standart Hatalar- Huber Eicker ve White Tahmincisi)

Bağımlı Değişken	get			
Gözlem Sayısı	21335			
Belirlilik Katsayısı (R²)	0,148			
Bağımsız Değişkenler	Beta Katsayısı	Standart Hata	t-Statistic	Olasılık Değeri
gra	-0.0098037	0.0009627	-10.18	0.001
dfk	0.0000641	0.0000967	0.66	0.507
dpddd	0.0000553	0.000021	2.64	0.008
dfdf	0.0507962	0.0081998	6.19	0.001
c	0.0040742	0.0002218	18.37	0.001

Tablo 9’da havuzlanmış (klasik) modelde dirençli tahmincilere göre yapılan regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. Sonuçlara bakıldığında hisse senedi geri alımının hisse senetlerinin getirisi üzerinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir. Ayrıca, piyasa değerinin defter değerine oranı (pddd) ile firma değerinin FAVÖK’e oranı (fdff) değişkenlerinin hisse senetlerinin getirisi üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Halka açık faaliyet yürüten şirketlerin hisse senetlerini geri alım yapmasının altında farklı gerekçeler yatmaktadır. Firma yöneticileri finansal oranlarda (hisse başına kazanç, özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı)

iyileştirme yapmak için hisse geri alımında bulunurlar. Şirketlerin hisse senetlerini geri alımındaki diğer bir neden ise hisse senedinin borsada işlem gören fiyatının gerçek değerinin altında olmasıdır. Gelecek dönemde şirket performansının iyi olma ihtimalinin artması şirketin paylarını geri almasını etkileyebilir.

Türkiye’de şirketlerin kendi hisselerini geri almalarına yönelik düzenlemeler ve zaman içerisinde yapılan revizyonlar ile şirketlerin kendi hisselerini geri alma yönündeki engeller ve kısıtlamalar ortadan kaldırılmış ve hatta teşvik edilmiştir. Bu duruma bağlı olarak son dönemde hisse senedi geri alımı yapan şirket sayısı artmıştır.

Bu çalışmada hisse senedi geri alımlarının hisse sendi getirilerine etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışmada Borsa İstanbul hisse senedi geri alım endeksinde faaliyet yürüten 42 firmanın 23.05.2022- 01.05.2024 tarihleri arasındaki 508 günlük işlem verilerinden yararlanılarak hisse senedi geri alımı yapan firmalar örneklemeye dahil edilmiştir. Çalışmanın uygulama kısmında panel veri analizinden yararlanılmıştır. Öncelikli olarak çalışmada tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Çalışmada regresyon analizine geçilmeden değişkenlerin yatay kesit bağımlılığının olup olmadığına bakılmıştır. Yapılan analizler sonucunda tüm değişkenlerin yatay kesit bağımlılığı barındırdığı tespit edilmiştir. Daha sonra değişkenlerin birim kök içerip içermediğini tespit etmek için ikinci nesil birim kök testi yapılmıştır. Değişkenlerin birim kök içerenleri için dönüşümler uygulandıktan sonra regresyon modeli için uygun model seçimi yapılmıştır. Sonuç olarak havuzlanmış (klasik) modelin panel regresyon modeli için daha uygun model olduğu tespit edilmiştir. Havuzlanmış modelde regresyon varsayımlarına bakılmış ve modelde farklı varyanslılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Farklı varyanslılık sorununu çözmek için dirençli tahmincilerden Huber Eicker ve White Tahmincisi kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Sonuç olarak araştırmamızın da konusu olan hisse senedi geri alımının hisse getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu sonuçlar literatürdeki çalışmalarla karşılaştırıldığında Su ve Lin (2012)’in yılında yapmış olduğu çalışma sonucu ile benzerlik gösterirken Pirgaip (2021)’in yılında yapmış olduğu çalışma ile de farklılık göstermektedir.

Hisse senedi geri alımları genel olarak yatırımcılar açısından şirketlerin piyasaya geri ödeme yaparak hisse başına kazancı artırmaya çalıştıkları bir strateji olarak görülür. Bu, yatırımcılar için olumlu algılanabilir ve hisse fiyatının yükselmesine neden olabilir. Buna bağlı olarak da getiriler artabilir. Bu çalışmadaki ulaşılan bulguya bakıldığında ise geri alımlar getirileri olumsuz etkilemektedir. Bunun nedeni olarak hisse geri alımı yapan şirketin gelecekteki büyüme fırsatlarını sınırlayabileceği veya mevcut nakit rezervlerinin verimsiz bir şekilde kullanıldığı algısını yaratması mümkündür. Yatırımcılar, hisse geri alımının şirketin uzun vadeli büyüme stratejilerinden ziyade, kısa vadeli hisse fiyatlarını destekleme çabası olarak görebilirler. Bu da olumsuz bir etki yaratabilir. Ayrıca hisse geri alımlarının, şirketin yeterince kârlı olmadığını veya büyüme perspektiflerinin zayıfladığını gösteriyor olabileceği de düşünülebilir. Yatırımcılar, bu tür geri alımların genellikle büyüme yerine mevcut değeri artırmaya yönelik bir strateji olduğunu düşünerek olumsuz bir tepki de verebilirler. Hisse senedi geri alımında zamanlama da önemlidir. Eğer geri alımlar, piyasanın zaten aşırı değerlenmiş olduğu bir dönemde yapılıyorsa, yatırımcılar bu adımları, şirketin gereksiz yere hisse başına kazancı artırmaya çalışması olarak değerlendirebilirler.

Bundan sonraki yapılacak çalışmalarda hisse senedi geri alımının getiri üzerindeki etkisini anlayabilmek için şirketler sektörlerine göre gruplandırılarak bir analiz yapılabilir. Bununla birlikte borsanın yükseliş ve düşüş dönemleri olarak iki farklı dönemde getirilerde bir farklılaşma olup olmadığına da bakılabilir. Ayrıca hisse senedi geri alımlarını bağımlı değişken yapmak suretiyle lojistik regresyon yöntemi de kullanılabilir. Yapılan çalışmadan elde edilen bulguların hem bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından ve hem de politika yapımcılar açısından karar vermede önemli katkılar sunması beklenmektedir.

KAYNAKÇA

- Aktan, M. F. (2012). Şirketlerin Kendi Hisselerini Geri Satın Alması, Ankara Üniversitesi SBE, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Arsoy, M. F. (2017). Hisse geri alım programı duyurularının şirketlerin piyasa değerlerine etkisi: Borsa İstanbul örneği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 12(2), 1-22.
- Ayan Civelek, S., & Konak, F. (2022). Hisse geri satın alımları piyasa fiyatını etkiler mi? BİST Sınai endeksi üzerine bir uygulama. *Anadolu Akademi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(1), 109-122.
- Bishal, B. C., Bhagwat, Y. N., & DeBruine, M. (2021). Leverage Change, Share Repurchases, and Capital Expenditures. *Journal of Accounting and Finance*, 21(3).
- Bukalska, E., Kaźmierska-Jóźwiak, B., & Rozkovec, J. (2022). Operating performance around share repurchases—evidence from Poland. *In Forum Scientiae Oeconomia* (Vol. 10, No. 4, pp. 117-131).
- Chasiotis, I., Georgantopoulos, A. G., & Eriotis, N. (2021). Determinants of share repurchases A quantile regression approach. Chasiotis, I., Georgantopoulos, GA, Eriotis, (2021), 27-36.
- Ege, İ., & Bayrakdaroglu, A. (2009). İMKB Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniği ile Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 5(10), 139-158.
- Eicker, F. (1967). Limit Theorems for Regressions with Unequal and Dependent Errors, *in Proceeding of The Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*, Ed. Lecam L. and Neyman, J., 59-80, Berkeley, University of California Press.
- Ergin, E. (2011). İMKB Şirketleri İçin Yeni Olanak: Hisse Senedi Geri Satın Alımı, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 49:66-74.
- Fettahoğlu, S. (2013). *Finans Yönetiminde İşletmelerin Pay Senetlerini Geri Satın Alma Kararı*, Umuttepe Yayınları, Kocaeli.
- Gopal, N., Mateti, R. S., Nguyen, D., & Vasudevan, G. (2024). Stock buybacks and growth opportunities. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-17.
- Gökgöz, A. (2014). Hisse Senedi Geri Alımı ve Muhasebesi, *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 7(2), 1-14.
- Gürış, S., & Pala, A. (2016). Hisse senedi getirisi ve firma karakteristikleri arasındaki ilişkinin borsa İstanbul üzerinde test edilmesi: Panel veri modeli uygulaması. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(15), 413-421.
- Hassan, M., Nassar, R., & Keleta, G. (2023). Effect of Stock Buybacks on Stock Price, Earnings, and Dividend: An Empirical Study. *Journal of International Business Disciplines*, 18(1).
- Hatakada, T., & Isagawa, N. (2004). Stock price behavior surrounding stock repurchase announcements: Evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12(3), 271-290.
- Hausman, J. A. (1978). Specification Test in Econometrics, *Econometrica*, 46(6).
- Hillert, A., Maug, E., & Obernberger, S. (2016). Stock repurchases and liquidity. *Journal of financial economics*, 119(1), 186-209.
- Fintables, <https://fintables.com>
- Finnet, <https://www.finnet.com.tr>
- Huber, P. J. (1967). The Behavior of Maximum Likelihood Estimates Under Non-Standard Conditions, *in Proceeding of The Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*, Ed. Lecam L. and Neyman, J., 221-233, Berkeley, University of California Press.
- Jha, A., Kulcharya, M., & Kwon, M. J. (2022). Stock repurchasing and corporate social responsibility. *Journal of Financial Stability*, 62, 101071.
- Karakuş, R., Zor, İ., & Yılmaz Küçük, Ş. (2017). Pay Geri Alım İlanlarının Hisse Getirisine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 75 (Temmuz), 58.
- Kuzu, S. (2018). Hisse Senedi Getiri Modellemesinin Piyasa Dinamikleri İle Ortaya Konması. *Uygulamalı Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), 29-41.
- Lai, H. H., Lin, S. H., Hsu, A. C., & Chang, C. J. (2017). Share repurchase, cash dividend and future profitability. *The International Association of Organizational Innovation*, 9, 101– 109.
- 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.
- Moulton, B.R. ve Randolph, W. C. (1989). Alternative Test of The Error Components Model, *Econometrica*, 57, 685-693.

- Oruç, E. (2010). İMKB’de İşlem Gören İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri İle Çeşitli Finansal Göstergeleri Arasındaki İlişki. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(1-2), 33-43.
- Öztürk, H. (2017). Borsa İstanbul’da ŞD/FAVÖK (Şirket Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) ve F/K (Fiyat/Kazanç) Çarpanları Üzerine Bir Analiz. *Maliye ve Finans Yazıları*, (108), 87-103.
- Pesaran, M. H. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels, University of Cambridge, Faculty of Economics, Cambridge WP 0435 in Economics.
- Pirgaip, B. (2021). Pan (dem) ic reactions in Turkish stock market: evidence from share repurchases. *Eurasian Economic Review*, 11(2), 381-402.
- Sarıkovanlık, V., Koy, A., Akkaya, M., Yıldırım, H. H., & Kantar, L. (2019). *Finans Biliminde Ekonometri Uygulamaları*, Seçkin Yayıncılık. Ankara.
- Stunda, R. A. (2017). Corporate stock buybacks: Do they enhance or worsen company performance over time? *Quarterly Journal of Finance & Accounting*. 55, 1–26.
- 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 and Trade*, 48(sup2), 200-229.
- Taşdemir, A., & Alsü, E. (2019). Pay Geri Alım Duyurularının Pay Getirileri Üzerine Kısa Dönem Etkisi: BİST İmalat Sektörü Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 17(3), 342.
- Tatoğlu, F. Y. (2012). *Panel Veri Ekonometrisi - Stata Uygulamalı*, Beta Yayıncılık, İstanbul.
- Thanatawee, Y. (2016). The non-linear impact of share repurchases on liquidity: The case of listed companies in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*, 9(1), 1-29.
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and A Direct Test for Heteroskedasticity, *Econometrica*, 48, 817-838.
- Yılmaz, M., & Oktay, S. (2023). Firmaların Pay Senedi Geri Satın Alımlarının Belirleyicileri: Uluslararası Bir İnceleme. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (75), 334-354.

EK 1: Analizde Verisi Kullanılan Firmalar

Sıra	Firma Kodu	Firma Adı	Sıra	Firma Kodu	Firma Adı
1	ACSEL	Acipayam Selüloz	22	KUYAS	Kuyas Yatırım
2	AGESA	AGESA Hayat Emeklilik	23	LIDER	LDR Turizm
3	AKSGY	Akiş GMYO	24	LOGO	Logo Yazılım
4	ALBRK	Albaraka Türk	25	MAGEN	Margün Enerji
5	AYDEM	Aydem Enerji	26	MSGYO	Mistral GMYO
6	CUSAN	Çuhadaroğlu Metal	27	NATEN	Naturel Enerji
7	DGNMO	Doğanlar Mobilya	28	ORGE	Orge Enerji Elektrik
8	DOHOL	Doğan Holding	29	OSMEN	Osmanlı Menkul
9	EREGL	Ereğli Demir Çelik	30	PEKGY	Peker GMYO
10	ESEN	Esenboğa Elektrik	31	PRKME	Park Elek.Madencilik
11	FORMT	Formet Metal Ve Cam	32	RALYH	Ral Yatırım Holding
12	GEDİK	Gedik Y. Men. Değ.	33	SAHOL	Sabancı Holding
13	GENİL	Gen İlaç	34	SARKY	Sarkuysan
14	GMTAS	Gimat Mağazacılık	35	SISE	Şişe Cam
15	İPEVA	İhlas Ev Aletleri	36	SUWEN	Suwen Tekstil
16	İNDES	İndeks Bilgisayar	37	THYAO	Türk Hava Yolları
17	İNVES	Investco Holding	38	TKFEN	Tekfen Holding
18	KLSYN	Koleksiyon Mobilya	39	TURSG	Türkiye Sigorta
19	KONKA	Konya Kağıt	40	VERTU	Verusaturk Girişim
20	KOZAL	Koza Altın	41	VERUS	Verusa Holding
21	KRVGD	Kervan Gıda	42	YYLGD	Yayla Gıda