



## Pay Geri Alım Duyurularının Pay Getirileri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul'da Covid-19 Salgını Öncesinde ve Sırasında Karşılaştırmalı Bir Analiz

### The Impact of Share Repurchase Announcements on Share Returns: A Comparative Analysis Before and during Covid-19 Pandemic in Borsa Istanbul

Bekir KAYA <sup>a</sup> Emine ÖNER KAYA <sup>b</sup>

<sup>a</sup> Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, Polatlı Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, Muhasebe ve Vergi Bölümü, Ankara, Türkiye.

[bekir.kaya@hbv.edu.tr](mailto:bekir.kaya@hbv.edu.tr)

<sup>b</sup> Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, Finans ve Bankacılık Bölümü, Ankara, Türkiye.

[emine.oner@hbv.edu.tr](mailto:emine.oner@hbv.edu.tr)

#### MAKALE BİLGİSİ

#### ÖZET

##### Anahtar Kelimeler:

Pay Geri Alımı  
Pay Getirisi  
Olay Çalışması  
Borsa İstanbul  
Covid-19

**Amaç** – Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki kısa dönem etkisinin belirlenmesidir. Ayrıca, Covid-19 salgını öncesinde ve sırasında pay fiyatlarının pay geri alım duyurularına verdiği tepki incelenmekte ve karşılaştırılmaktadır.

**Yöntem** – Çalışmanın örneklemi, 2018-2022 döneminde Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda 72 şirket tarafından açıklanan pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin 101 bildirimini içermektedir. Olay çalışması yöntemi kullanılarak, belirlenen farklı olay pencereleri için günlük ortalama anormal getiriler (AAR) ve kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) hesaplanmış ve ardından bu getirilerin anlamlılığını test etmek için parametrik ve parametrik olmayan testler uygulanmıştır.

Gönderilme Tarihi 27 Ocak  
2023

Revizyon Tarihi 9 Mart 2023

Kabul Tarihi 15 Mart 2023

**Bulgular** – Test sonuçları, pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca pay fiyatlarının pay geri alımı duyurularına verdiği tepkide, 11 Mart 2020 tarihinde Covid-19'un pandemi ilan edilmesinden önce ve sonra istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu tespit edilmiştir.

##### Makale Kategorisi:

Araştırma Makalesi

**Tartışma** – Bulgular, Borsa İstanbul'da pay geri alım duyurularının ardından anormal getiri elde etme imkânı olduğunu göstermektedir. Ayrıca elde edilen sonuçların, düşük değerlendirme ve sinyal verme hipotezlerini desteklediğini ifade etmek mümkündür.

#### ARTICLE INFO

#### ABSTRACT

##### Keywords:

Share Repurchase  
Share Return  
Event Study  
Borsa İstanbul  
Covid-19

**Purpose** – The aim of this study is to determine the short-term effects of share repurchase announcements of companies traded in Borsa Istanbul on share returns. In addition, the reaction of share prices to the share repurchase announcements before and during the COVID-19 pandemic is examined and compared.

**Design/methodology/approach** – The sample of the study includes 101 notifications regarding the initiation of share repurchase transactions announced by 72 companies on the Public Disclosure Platform (PDP) during the 2018-2022 period. Employing the event study methodology, daily average abnormal returns (AAR) and cumulative average abnormal returns (CAAR) were calculated for different event windows, and then parametric and non-parametric tests were conducted to test the significance of these returns.

Received 27 January 2023

Revised 9 March 2023

Accepted 15 March 2023

**Findings** – Test results show that share repurchase announcements have statistically significant positive effects on share returns. In addition, it has been determined that there is a statistically significant difference in the reaction of share prices to the share repurchase announcements before and after the declaration of Covid-19 as a pandemic on March 11, 2020.

##### Article Classification:

Research Article

**Discussion** – The findings indicate that there is a possibility of obtaining abnormal returns after share repurchase announcements in Borsa Istanbul. In addition, it is possible to state that the findings support the undervaluation and signaling hypotheses.

#### Önerilen Atıf / Suggested Citation

Kaya, B., Öner Kaya, E. (2023). Pay Geri Alım Duyurularının Pay Getirileri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul'da Covid-19 Salgını Öncesinde ve Sırasında Karşılaştırmalı Bir Analiz, İşletme Araştırmaları Dergisi, 15 (1), 286-299.

## 1. GİRİŞ

Pay geri alımı, nakit temettüye bir alternatif olarak, bir şirketin kendi paylarını satın alması olarak ifade edilmektedir (Ross, Westerfield ve Jordan, 2020: 466). Olgunluk aşamasındaki şirketlerin yatırım seçeneklerinin azalması, şirketin nakit akışlarının daha dengeli yönetilmesi arzusu, ortakların daha az vergisel yük ile karşılaşması ve şirketin ele geçirilme girişimlerinin engellenmesi isteği, şirketin pay başına düşen kârının artırılması beklentisi, pay senetlerinin fiyat istikrarının korunması amacı ile piyasaya olumlu bir işaret verilmesi görüşü, şirketleri nakit temettü dağıtmak yerine pay geri alımına yönlendirmektedir (Sayılğan, 2017: 417). Türkiye’de pay geri alımlarının durumuna bakıldığında, 9/7/1956 tarihli ve 9353 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 6762 sayılı eski Türk Ticaret Kanunu’nun 329. maddesi gereğince birkaç istisnai hal dışında şirketlerin kendi paylarını geri almasının yolunun kapatıldığı görülmektedir. Şirket ortaklarını korumak amacıyla uzun yıllar yasaklanan pay geri alımı uygulamasına, payları borsada işlem gören aracı kurumlar ve yatırım ortaklıklarının kendi paylarını geri almalarında uygulanacak esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’nın 01/09/2009 tarih ve 27/748 sayılı İlke Kararı ile sınırlı da olsa imkân sağlanmıştır. 14/2/2011 tarihli ve 27846 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan ve 01/07/2012 tarihinde yürürlüğe giren 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) ise, pay geri alımına yönelik önemli düzenlemeler getirmiş ve bu düzenlemelerle pay geri alımına belirli hükümler çerçevesinde izin verilmiştir.

6102 sayılı yeni TTK’nın yayımlanmasının ardından, SPK hukuki dayanağını 6762 sayılı eski Türk Ticaret Kanunu’nun 329. maddesinde düzenlenen istisnai hükümlerden alan 01/09/2009 tarih ve 27/748 sayılı İlke Kararı’nı yürürlükten kaldırılarak, pay geri alımlarını 6102 sayılı yeni TTK’da yer alan hükümlerle uyumlu olarak 10/08/2011 tarih ve 26/767 sayılı İlke Kararı ile düzenlemiştir. 26/767 sayılı İlke Kararı’nda, payları borsada işlem gören ortaklıkların kendi paylarını satın almalarına ilişkin usul ve esaslara yer verilmiştir. 30/12/2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun pay geri alımını düzenleyen hükümleri ise 30/12/2013 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir. 6362 sayılı Kanun’un pay geri alımı ile ilgili hükümleri çerçevesinde, pay geri alımlarına ilişkin düzenleme yapma yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu’na verilmiştir (bkz. 6362 sayılı Kanun, md. 22 ve md. 48). Sermaye Piyasası Kurulu’nun 03/01/2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği ile halka açık ortaklıkların kendi paylarını satın alması veya rehin olarak kabul etmesine ilişkin usul ve esaslar düzenlenmiştir. II-22.1 sayılı Tebliğ’in yürürlüğe girmesi ile birlikte, 10/08/2011 tarihli ve 26/767 sayılı İlke Kararı yürürlükten kaldırılmıştır. II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği’nin 5. maddesinde, geri alım yapılabilmesi için genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi gerektiği düzenlenmiştir. Geri alınan paylara ilişkin işlem sınırları, II-22.1 sayılı Tebliğ’in 9. maddesinde belirlenmiş olup, geri alınan payların nominal değerinin daha önceki alımlar dahil ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin %10’unu aşamayacağı ve geri alınan paylardan program süresince elden çıkarılanların da %10’un hesaplanmasında indirim olarak dikkate alınmayacağı hükme bağlanmıştır. Ayrıca II-22.1 sayılı Tebliğ’in 15. maddesinde, bir günde geri alımı yapılabilecek toplam pay miktarının, payların işlem gününden önceki 20 günlük işlem miktarı ortalamasının %25’ini geçemeyeceği belirlenmiştir. Ancak SPK, 15 Temmuz Darbe Girişimi’nin finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla 21/07/2016 tarihli basın duyurusu ile halka açık ortaklıkların, özel durum açıklaması yapmak kaydıyla herhangi bir limit söz konusu olmaksızın borsada işlem gören paylarının geri alımını gerçekleştirebileceğini açıklamıştır. Ayrıca hâlihazırda geri alım programı yürüten halka açık ortaklıkların da herhangi bir limit söz konusu olmaksızın ilave geri alım gerçekleştirebileceği belirtilmiştir. 25/07/2016 tarihli pay geri alımına ilişkin ek açıklama ile SPK konuyu daha ayrıntılı düzenlemiş ve geri alım yapılabilmesi için genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi esasının, geri alınan paylara ilişkin %10’luk sınırın ve günlük işlem miktarı ortalamasının %25’inin geçilemeyeceğine ilişkin işlem esasının ikinci bir duyuruya kadar uygulanmayacağını duyurmuştur. SPK’nın Covid-19 salgınının finansal piyasalarda oluşturabileceği olumsuz etkileri sınırlamaya yönelik 23/03/2020 tarihli “Covid-19 salgını nedeniyle alınan tedbirler” başlıklı basın duyurusunda ise 21/07/2016 ve 25/07/2016 tarihli basın duyurularının halen yürürlükte olduğu kamuoyuna hatırlatılmıştır.

Payları borsada işlem gören ortaklıkların geri alım işlemlerine ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri de II-22.1 sayılı Tebliğ’in 12. maddesinde düzenlenmiş olup, yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programının, genel kurul tarafından herhangi bir değişiklik yapılması durumunda değiştirilmiş programın, geri alım yapılması planlanan dönemin başlangıç ve bitiş tarihlerinin, geri alım konu payların nominal tutarı ile sermayeye oranının, yapılan her bir geri alım işleminin detaylarının, geri alınan payların elden çıkarılması durumunda yapılan işlemin detaylarının, geri alımlarının tamamlanmasının ardından gerçekleştirilen

işlemlerin özeti niteliğindeki bilgilerin Tebliğ hükümlerine göre özel durum açıklamaları ile kamuya duyurulması gerekmektedir. Pay geri alım işlemlerine ilişkin özel durum açıklamaları Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden kamuya açıklanmaktadır. Bu çerçevede, işlem gören şirketlerin KAP'ta açıklanan payların geri alınmasına ilişkin bildirim sayılarının 2022 yılında 1.221, 2021 yılında 453, 2020 yılında 221, 2019 yılında 252 ve 2018 yılında 331 olduğu tespit edilmiştir (KAP, 2023). İşlem gören şirketlerin KAP'ta açıklanan geri alınan payların elden çıkarılmasına ilişkin bildirim sayılarının ise 2022 yılında 43, 2021 yılında 16, 2020 yılında 90, 2019 yılında 47 ve 2018 yılında 8 olduğu belirlenmiştir (KAP, 2023).

Gerek SPK'nın yaşanan olumsuz gelişmelerin finansal piyasalar, şirketler ve yatırımcılar üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla yaptığı geri alınan paylara ilişkin basın duyuruları, gerekse pay geri alımını tercih eden şirket sayısında son yıllarda yaşanan artış nedeniyle, pay geri alımlarının pay getirisi üzerindeki etkisinin incelenmesi araştırmacıların ilgisini çeken bir konu olmaya devam etmektedir. Bu kapsamda çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin 2018-2022 dönemindeki pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki kısa dönem etkisinin belirlenmesi ve pay fiyatlarının pay geri alımı başlatma duyurularına verdiği tepkinin, Covid-19'un pandemi ilan edilmesinden önce ve sonra farklılaşp farklılaşmadığının araştırılması amaçlanmaktadır. Borsa İstanbul'da pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisinin Covid-19 salgını öncesinde ve sırasında karşılaştırmalı olarak analizini içermesi bakımından çalışmanın ilgili literatüre katkı sağlaması beklenmektedir. Çalışma toplam beş kısımdan oluşmakta olup, girişin ardından ikinci kısımda, pay geri alımlarının pay getirisi üzerindeki etkisini araştıran önceki çalışmalar incelenmektedir. Kullanılan veri seti ve yöntem üçüncü kısımda ele alınmakta, analiz sonucunda elde edilen bulgulara dördüncü kısımda yer verilmekte ve son kısımda ise sonuçlar yorumlanmaktadır.

## 2. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Fama (1970: 383), fiyatların mevcut bilgileri her zaman tam olarak yansıttığı piyasayı "etkin" olarak tanımlamakta ve piyasa etkinliğini, zayıf formda, yarı-güçlü formda ve güçlü formda piyasa etkinliği olmak üzere üç grupta ele almaktadır. Zayıf formda piyasa etkinliğinde geçmiş dönemlerdeki fiyat hareketlerini kullanarak, yarı-güçlü formda piyasa etkinliğinde geçmiş dönem fiyat hareketlerine ek olarak kamuya açıklanmış bilgileri kullanarak, güçlü formda piyasa etkinliğinde ise tüm bunlara ek olarak kamuya açıklanmamış bilgileri dahi kullanarak normalin üstünde getiri sağlanamayacağı varsayılmaktadır (Karan, 2004: 273). Fakat yapılan çalışmalar, çeşitli borsalarda belirli yöntemlerin yatırımcılara normalin üzerinde getiri sağlama imkânı tanıdığını göstermektedir (Karan, 2004: 272). Pay geri alım kararlarının pay getirileri üzerindeki etkisinin incelenmesine yönelik çalışmalar da, normalin üzerinde getiri sağlanıp sağlanmadığının tespiti ve bu yolla piyasanın etkinlik düzeyinin belirlenmesi amacıyla yapılan çalışmalara örnek gösterilebilir.

Küresel piyasalarda pay geri alımları uzun yıllardır yaygın olarak kullanılan bir uygulama olduğundan, pay geri alımlarının etkilerine odaklanan çok sayıda araştırma gerçekleştirildiği görülmektedir. Japonya'da 1995'ten 1998'e kadar olan dönemde yapılan pay geri alım duyurularını inceleyen Hatakeda ve Isagawa (2004), pay fiyatlarının pay geri alım duyurularına tepki olarak yükseldiğini tespit etmiştir. Ayrıca, pay fiyatındaki büyük bir düşüşün, şirketi pay geri alımı gerçekleştirmeye motive ederken, daha küçük bir fiyat düşüşünün, şirketi gelecekteki geri alımlara izin verecek şekilde sadece ana sözleşmesini değiştirmeye motive ettiği sonucuna ulaşmıştır. 2002-2004 döneminde BSE 500 endeksinde yer alan 22 firmanın verilerini kullanarak, pay geri alımı ve temettü duyurularının sinyal etkisini ve bu duyurulara piyasanın tepkisini karşılaştırmalı olarak inceleyen Thirumalvalavan ve Sunitha (2006), pay geri alım duyurularının güçlü sinyal verme gücüne ve piyasanın temettü duyurularına kıyasla geri alımlara daha olumlu tepki verdiğine dair sonuçlar elde etmiştir. 2003-2012 yılları arasında JSE'de işlem gören şirketlerin hisse geri alım duyurularına yönelik piyasa tepkilerini araştıran Punwasi ve Brijlal (2016), sinyal teorisi ve duyuru etkisi ile tutarlı olarak, pay geri alımı duyurularının pozitif anormal getirilerle ilişkili olduğunu tespit etmiştir. Hsu, Lin, Chen ve Liang (2019), 2009-2013 döneminde Tayvan'da ikiden fazla hisse geri alımı gerçekleştiren firmalara ilişkin bir veri setini kullanarak, önceki geri alımların kümülatif anormal getirisi ile mevcut geri alımların kümülatif anormal getirisi arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada, önceki geri alım dönemindeki daha yüksek kümülatif anormal getirinin, cari dönemdeki geri alım duyurusundan sonra daha iyi kümülatif anormal getiri olasılığı anlamına geldiği tespit edilmiştir. Ayrıca, geri alım duyurusundan önce pay fiyatlarının genellikle düşük kaldığı, duyurudan sonra ise anlamlı pozitif anormal getiriler sağlandığı tespitinde bulunulmuştur. 2010-2017 yılları arasında Vietnam'da pay geri alım duyurularının aynı sektördeki rakip firmaların pay fiyatları üzerindeki etkilerini inceleyen Nguyen, Nguyen ve Pham (2019)'ın elde ettiği bulgular ise, pay geri alım duyurularının hem duyuru yapan firmalar hem de rakip firmalar için pozitif ve istatistiksel olarak

anlamli bir değerleme etkisi yarattığını göstermektedir. Önceki çalışmalardan farklı olarak Chatterjee ve Mukherjee (2015) ise, Hindistan’da şirketlerin 2008-2012 yılları arasında pay geri alım duyurularının, duyuru tarihi etrafında pay fiyatları üzerindeki etkisini incelemiş ve kümülatif anormal getirilerin, geri alım duyurusundan sonra şirketin pay fiyatında herhangi bir artış göstermediğini tespit etmiştir. Ayrıca ortalama anormal getirilerin çoğu durumda hem duyuru öncesi hem de sonrası dönemde istatistiksel olarak sıfırdan farklı olmadığı ve dolayısıyla pay geri alımlarının yatırımcılara fazla bilgi taşımadığı sonucuna ulaşmıştır.

Geri alım duyurularının ardından geri alım yapan firmaların kısa dönem pay fiyat performansı yanı sıra uzun dönem performansını inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Zhang (2005), Hong Kong için Eylül 1993’ten Ağustos 1997’ye kadar olan dönemde 800 pay geri alım olayı belirleyerek, fiili pay geri alımlarını çevreleyen ve takip eden pay fiyat performansını araştırmıştır. Çalışmada, ortalama olarak, geri alım yapan firmaların, fiili pay geri alımları yaptıklarında ne başlangıçta ne de uzun vadede güçlü üstün anormal performans sergilemedikleri tespit edilmiştir. Ancak piyasanın, küçük ve değerli firmalar tarafından yapılan geri alımlara en olumlu şekilde yanıt verdiği belirlenmiştir. Ayrıca, uzun vadede, değerli firmalar tarafından yapılan geri alımların üstün performans gösterdiğine dair bazı kanıtlar elde edilmiştir. 1994-2007 yılları arasında NYSE, AMEX veya NASDAQ’da işlem gören firmalar tarafından açıklanan geri alım programlarından oluşan bir örnekleme kullanan Yook (2010), geri alımları takiben uzun dönem performansı, geri alım programlarının duyurulmasının ardından firmaların fiilen payları geri alıp almadıklarını dikkate alarak araştırmıştır. Çalışmada, duyuru çeyreğinden sonraki dört çeyrekte geri alıma başlayan firmaların, duyurudan sonraki üç yıllık dönemde önemli getiriler elde ettiğine dair kanıtlar elde edilmiştir. Geri alımı başlatmayan firmaların ise aynı dönemde anlamlı olmasa da negatif getiri yaşadığı belirlenmiştir. Tayvan’da 2000’den 2010’a kadar olan dönemde geri alım yapan firmaların hem kısa dönem hem de uzun dönem fiyat performanslarını inceleyen Wang, Lin, Fung ve Chen (2013), geri alım yapan firmalar için duyurular sırasında anlamlı pozitif anormal günlük getiriler ile 3 yıllık al-tut ve 3 yıllık kümülatif anormal getirileri kullanarak uzun dönem pozitif anormal getiriler tespit etmiştir. Ayrıca geri alım yaptığı payları kaldıran firmaların, bu payları yeniden ihraç eden firmalara göre hem kısa hem de uzun dönemde daha büyük bir pozitif anormal getiri gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Drousia, Episcopos ve Leledakis (2019), Atina Borsası’nda gerçekleştirilen geri alımlarla ilgili kapsamlı bir duyuru veri setini kullanarak, fiili pay geri alımlarının açıklanma tarihi etrafındaki borsa tepkisini, bu tepkinin büyüklüğünü etkileyen faktörleri ve pay geri alımının arkasındaki nedenleri incelemiştir. Araştırma neticesinde, pay fiyatı düşme eğilimi gösterdiğinde şirketlerin geri alıma giriştikleri ve kısa vadeli piyasa tepkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca uzun dönem anormal getirilerin, geri alım yapan firmalar için daha yüksek olduğu ve geri satın alma sıklığından pozitif yönde etkilendiği tespit edilmiştir. Albaity ve Said (2016) ise, FTSE Bursa Malezya’da işlem gören Malezya firmaları için 2009’dan 2010’a kadar olan dönemde fiili hisse geri alımı olayından sonraki uzun vadeli fiyat performansını incelemiş ve çalışmada etkin olmayan piyasa hipotezini destekleyen uzun dönem anormal getirilerin var olduğuna dair bir kanıtı ulaşılamamıştır.

Mevzuatta yapılan değişikliklerin ardından pay geri alımının son yıllarda Türkiye’de de önemli bir kurumsal uygulama haline geldiği ve pay geri alımının pay getirisi üzerindeki etkilerinin araştırıldığı çalışmaların da artış gösterdiği görülmektedir. Türk sermaye piyasalarında hisse senedi geri alımının neden kullanıldığını ve etkilerinin/sinyallerinin ne olduğunu araştırmak amacıyla 2010 yılının üçüncü çeyreğinden 2013 yılının son çeyreğine kadar olan dönemde, hisse geri alımlarının kısa vadeli fiyat etkilerini analiz eden Pirgaip ve Karacaer (2015), yatırımcıların geri alım işlemlerine tepkisinin kısa vadede genellikle olumlu olduğunu tespit etmiştir. Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler tarafından 2014-2016 yılları arasında yapılan pay geri alım bildirimlerinin pay getirisine etkisini belirlemek amacıyla Karakuş, Zor ve Yılmaz Küçük (2017) tarafından yapılan çalışmada, pay geri alımına ilişkin bildirimlerin yapıldığı tarihin iki gün öncesinden itibaren pozitif anormal getiriler yaratmaya başladığı ve bildirim gerçekleştiği günde anormal getirilerin en yüksek düzeye ulaştığı saptanmıştır. Ek olarak çalışmada pay geri alım bildirimlerinin hisse getirisine etkisinin, şirketlerin aktif büyüklüğüne ve piyasa değeri/defter değeri oranlarına göre farklılaştığı da belirlenmiştir. Arsoy (2017), 2010-2015 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin açıkladığı pay geri alım programı duyurularının kısa vadede şirketlerin piyasa değerine etkisini araştırdığı çalışmasında, duyuru sonrası program kapsamında yapılan günlük geri alım işlemlerinin etkisini de ayrıca incelemiştir. Araştırma sonucunda, geri alım duyurularından sonra istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal getiri elde edilmesinin mümkün olmadığı, duyurulardan önce ise farklı günlerde ve anlamlılık düzeylerinde, negatif kümülatif anormal getiri elde edilebildiği tespit edilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu’nun 2016 yılındaki basın

duyuruları ile pay geri alımları üzerindeki sınırlamaları kaldırmasının ardından 2016-2018 yılları arasında 10 şirketin yaptığı 17 geri alım duyurusunun pay getirilerine etkisini araştıran Göçmen Yağcılar ve Arslan (2018), pay geri alım kararı açıklamasıyla ilişkili olarak istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal getiri elde edilmesinin mümkün olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Ancak çalışmada şirketlerin geri alım kararı açıklamasından önce ve sonra negatif ve pozitif anormal getiri elde edilmesinin mümkün olduğu tespit edilmiştir. Türkiye’de Covid-19 salgınının borsada yarattığı olumsuz şoklara bir yanıt olarak gerçekleşen pay geri alımlarına borsanın kısa vadeli tepkisini ortaya koymayı amaçlayan Pirgaip (2021)’in, Covid-19’un pandemi ilan edildiği 11 Mart 2020 tarihi itibarıyla paylarını geri almaya başlayan 19 şirketi analize dahil ederek elde ettiği bulgular, geri alımların pay getirileri üzerinde önemli ölçüde olumlu etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca çalışmada pay geri alımı yapan şirketlerin kısa vadeli pay performansının, yapmayan emsallerine kıyasla daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Türkiye’de sektör ayrımı yapılmaksızın Borsa İstanbul’da işlem gören ve belirli bir dönemde pay geri alımı açıklayan şirketlerin analize dahil edildiği çalışmalar yanı sıra belirli bir sektöre ya da belirli bir endekse dahil olan şirketlerin pay geri alımı duyurularına odaklanan çalışmalar da bulunmaktadır. BIST İmalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 2011-2018 yılları arasında gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyurularının pay getirilerine kısa dönem etkisini inceleyen Taşdemir ve Alsu (2019), pay geri alım duyuru tarihleri civarında pozitif anormal getirilerin elde edilebildiği sonucuna ulaşmıştır. Çalışmada, duyuru öncesi 20 günlük süreçte getiriler negatif düzeyde gözlemlenirken, geri alım duyurusu kamuya açıklandıktan sonra getirilerde yön pozitif dönmüştür. Belirli bir sektöre odaklanan başka bir çalışmada Ayan Civelek ve Konak (2022), BİST Sanayi Endeksi’nde yer alan 34 şirketin 01/01/2014-10/01/2020 tarihleri arasında açıkladığı pay geri alım duyurularının şirketlerin pay fiyatları üzerindeki etkisini incelemiştir. Elde edilen bulgular önceki çalışmalar ile paralellik göstermekle birlikte, duyuru günü ve sonrasındaki ilk gün için pozitif ortalama anormal getiri sağlandığı, diğer günler için genel bir eğilim tespit edilemediği ifade edilmiştir.

### 3. YÖNTEM

Çalışmanın bu kısmında, analizde kullanılan veri seti ve verilerin analizinde kullanılan olay çalışması yöntemi incelenmektedir.

#### 3.1. Veri Seti

Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisinin belirlenmesinin amaçlandığı çalışmada, 01/01/2018-31/12/2022 tarihleri arasındaki dönem incelenmektedir. Pay geri alım duyurularına ilişkin verilere KAP’ta açıklanan “Payların Geri Alınmasına İlişkin Bildirimler” taranarak ulaşılmıştır. Analiz döneminde, 79 şirket tarafından açıklanan pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin 125 bildirim ulaşılmıştır. Pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin bildirimlerin, bildirim açıklayan şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörlerle göre dağılımı Tablo 1’de sunulmaktadır.

**Tablo 1.** Pay Geri Alım Duyurularının Yıllara ve Sektörlere Göre Dağılımı

Sektörler	2022	2021	2020	2019	2018	Toplam
Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler	1	1			1	3
Elektrik Gaz ve Su	2	1				3
İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri	2					2
İmalat	6	8	8	6	7	35
İnşaat ve Bayındırlık	3	1	2	3	5	14
Madencilik ve Taş Ocakçılığı	1		1			2
Mali Kuruluşlar	10	11	10	6	9	46
Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler	1					1
Oteller ve Lokantalar					1	1
Teknoloji	3	3	1		3	10
Toptan ve Perakende Ticaret		3	2		1	6
Ulaştırma ve Depolama		1	1			2
Toplam	29	29	25	15	27	125

**Kaynak:** KAP’ta açıklanan “Payların Geri Alınmasına İlişkin Bildirimler” taranarak yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

01/01/2018-31/12/2022 tarihleri arasında 79 şirket tarafından açıklanan pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin 125 bildirim ulaşılmış olmasına rağmen, 72 şirket tarafından açıklanan 101 bildirim analiz kapsamına dahil edilmiştir. Bunun nedeni, birden fazla pay geri alım programı başlatan şirketlerin, ardışık geri alım duyurularından birinin diğerinin tahmin veya olay penceresi içinde kalabilmesidir. Bu durumda, tahmin ve olay penceresi içine başka bir olayın girmediği ilk bildirim (olay) dikkate alınmıştır (Hatakeda ve Isagawa, 2004: 275; Zhang, 2005: 1891). Ayrıca, halka arzının hemen ardından pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin bildirim açıklayan şirketler de bulunmaktadır. Tahmin penceresi ve olay penceresi için yeterli verinin (paya ait kapanış fiyatları) sağlanamadığı şirketlerin bildirimleri de analiz kapsamı dışında bırakılmıştır.

### 3.2. Verilerin Analizi

Çalışmada pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisi, olay çalışması yöntemiyle incelenmektedir. Olay çalışması yöntemiyle test edilecek olan hipotezler, incelenen literatür göz önünde bulundurulurken aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

H<sub>1</sub>: Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin pay geri alımı başlatma bildirimleri, bildirim tarihi etrafında anormal getiri sağlar.

H<sub>2</sub>: Pay fiyatlarının pay geri alımı başlatma bildirimlerine verdiği tepki, Covid-19'un pandemi ilan edilmesinden önce ve sonra farklıdır.

Uzun bir geçmişe sahip olan ve ilk kez Dolley (1933) tarafından kullanıldığı tahmin edilen (Mackinlay, 1997: 13) olay çalışması yöntemi, günümüzde sosyal bilimler alanında sıklıkla kullanılmaktadır. Yöntemin uygulanma aşamaları Mackinlay (1997: 14-15) tarafından aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

1. aşama: Olayın tanımlanması ve olay penceresinin belirlenmesi
2. aşama: Çalışmaya dâhil edilecek firmaların seçim ölçütünün belirlenmesi
3. aşama: Normal performansın ölçülmesi için tahmin penceresinin belirlenmesi
4. aşama: Olayın etkisinin ölçülmesi için anormal getirilerin belirlenmesi
5. aşama: Anormal getiriler için test çerçevesinin belirlenmesi

Mackinlay (1997) tarafından belirlenen işlem adımları uygulanarak, çalışmada ilk olarak olay tanımlanmış, daha sonra ise olay penceresi belirlenmiştir. Olay, KAP'ta açıklanan pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin bildirimlerdir. Olay penceresi literatürde farklı zaman aralıklarında belirlenebilmektedir. Bu çalışmada olay penceresi, özellikle Türkiye'de yapılan pay geri alımlarına ilişkin olay çalışmaları incelenerek, olay tarihinden 10 iş günü öncesi ve 10 iş günü sonrası kapsayacak şekilde 21 iş günü (-10, +10) olarak belirlenmiştir (Karakuş, Zor ve Yılmaz Küçük, 2017; Pirgaip, 2021). Ayrıca kümülatif ortalama anormal getirileri (CAAR) karşılaştırmak amacıyla ana olay penceresi içinde daha kısa alt olay pencereleri [(-10, -1); (-5, -1); (0, +1); (0, +2); (1, 2); (0, 5); (0, 10)] de açılmıştır. Alt olay pencerelerinden bazıları [(-10, -1); (-5, -1)], duyuru öncesindeki kümülatif ortalama anormal getirileri ve bunların anlamlılığını incelemek için; bazıları [(0, +1); (0, +2); (1, 2)], pay geri alım işlemlerinin başlatılması bildirimlerine pay fiyatlarının ilk tepkisini (Zhang, 2005: 1892) kümülatif ortalama anormal getiriler üzerinden incelemek için; bazıları ise [(0, 5); (0, 10)] duyuru sonrasındaki kümülatif ortalama anormal getirileri ve bunların anlamlılığını incelemek için açılmıştır.

Olay ve olay penceresinin belirlenmesinin ardından, payların beklenen (normal) getirilerinin hesaplanabilmesi için olay penceresinden belirli bir süre öncesini kapsayan tahmin penceresinin oluşturulması gerekmektedir. Tahmin penceresi de Hatakeda ve Isagawa (2004), Pirgaip ve Karacaer (2015) ve Pirgaip (2021) tarafından yapılan çalışmalar referans alınarak olay penceresinden önceki 100 işlem günü (-110, -11) olarak belirlenmiştir.

Olay çalışması yönteminde, bir olayın etkisinin ölçülmesi için anormal getirinin hesaplanması gerekmektedir (Mackinlay, 1997: 15). Gerçekleşen getiri ile beklenen getiri arasındaki fark olarak ifade edilen anormal getiriler, Denklem (1)'de formüle edildiği gibi hesaplanmaktadır:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

$AR_{i,t}$  = i payının t günündeki anormal getirisini,

$R_{i,t}$  = i payının t günündeki gerçekleşen getirisini ve

$E(R_{i,t})$  = i payının t günündeki beklenen getirisini ifade etmektedir.

Denklem (1)'de yer aldığı üzere, anormal getirilerin hesaplanabilmesi için öncelikle gerçekleşen getirilerin ve beklenen getirilerin hesaplanması gerekmektedir. Logaritması alınmış günlük getiriler (gerçekleşen getiriler) Denklem (2) kullanılarak hesaplanmaktadır:

$$R_{i,t} = \ln \left( \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (2)$$

$R_{i,t}$  = i payının t günündeki gerçekleşen getirisini,

$P_{i,t}$  = i payının t günündeki kapanış fiyatını ve

$P_{i,t-1}$  = i payının t – 1 günündeki kapanış fiyatını ifade etmektedir.

Payların beklenen getirisini hesaplamak için ise istatistiksel yaklaşım ve ekonomik yaklaşım kullanılabilir (Mackinlay, 1997: 17). Bu çalışmada, payların beklenen getirilerinin hesaplanmasında istatistiksel yaklaşım tercih edilmiştir (Arsoy, 2017; Göçmen Yağcılar ve Arslan, 2018; Ayan Civelek ve Konak, 2022). Buna göre, payların beklenen getirileri Denklem (3) ile hesaplanmaktadır:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i * R_{BIST\ 100,t} \quad (3)$$

$E(R_{i,t})$  = i payının t günündeki beklenen getirisini,

$\alpha_i$  = i payının sabit katsayısını,

$\beta_i$  = i payının beta katsayısını ve

$R_{BIST\ 100,t}$  = BİST 100 endeksinin t günündeki gerçekleşen getirisini belirtmektedir.

Logaritması alınmış piyasa getirileri ise Denklem (4) uygulanarak hesaplanmaktadır.

$$R_{BIST\ 100,t} = \ln \left( \frac{P_{BIST\ 100,t}}{P_{BIST\ 100,t-1}} \right) \quad (4)$$

$R_{BIST\ 100,t}$  = BİST 100 endeksinin t günündeki gerçekleşen getirisini,

$P_{BIST\ 100,t}$  = BİST 100 endeksinin t günündeki kapanış değerini ve

$P_{BIST\ 100,t-1}$  = BİST 100 endeksinin t – 1 günündeki kapanış değerini ifade etmektedir.

Payların olay penceresindeki her bir gün için Denklem (1) kullanılarak anormal getirilerinin hesaplanmasının ardından, ortalama anormal getiriler Denklem (5) ile elde edilmektedir:

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad (5)$$

$AAR_t$  = t günündeki ortalama anormal getiriyi ve

$AR_{i,t}$  = i payının t günündeki anormal getirisini göstermektedir.

Olay penceresindeki her bir gün için hesaplanan ortalama anormal getiriler kullanılarak, kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) ise aşağıdaki gibi belirlenmektedir.

$$CAAR = \sum_{t=1}^t AAR_t \quad (6)$$

Günlük ortalama anormal getiriler (AAR) ve kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) hesaplandıktan sonra, bu getirilerin anlamlılığını test etmek için parametrik ve parametrik olmayan testler uygulanmaktadır.

#### 4. BULGULAR

01/01/2018-31/12/2022 tarihleri arasında pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin 101 bildirimden oluşan örneklem (tüm/ana örneklem) için olay dönemi boyunca günlük ortalama anormal getiriler ve kümülatif ortalama anormal getiriler Tablo 2'de sunulmaktadır. Pay geri alım duyurusundan önceki 10 günün tamamında ortalama anormal getirilerin negatif olduğu ve bu negatif ortalama anormal getirilerin büyük bölümünün istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. Duyuru gününde ve sonrasındaki iki gün ise ortalama anormal getirilerin pozitif olduğu ve pay geri alım duyurusunun ardından birinci günde (+1), %1,84 oranındaki pozitif ortalama anormal getirinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

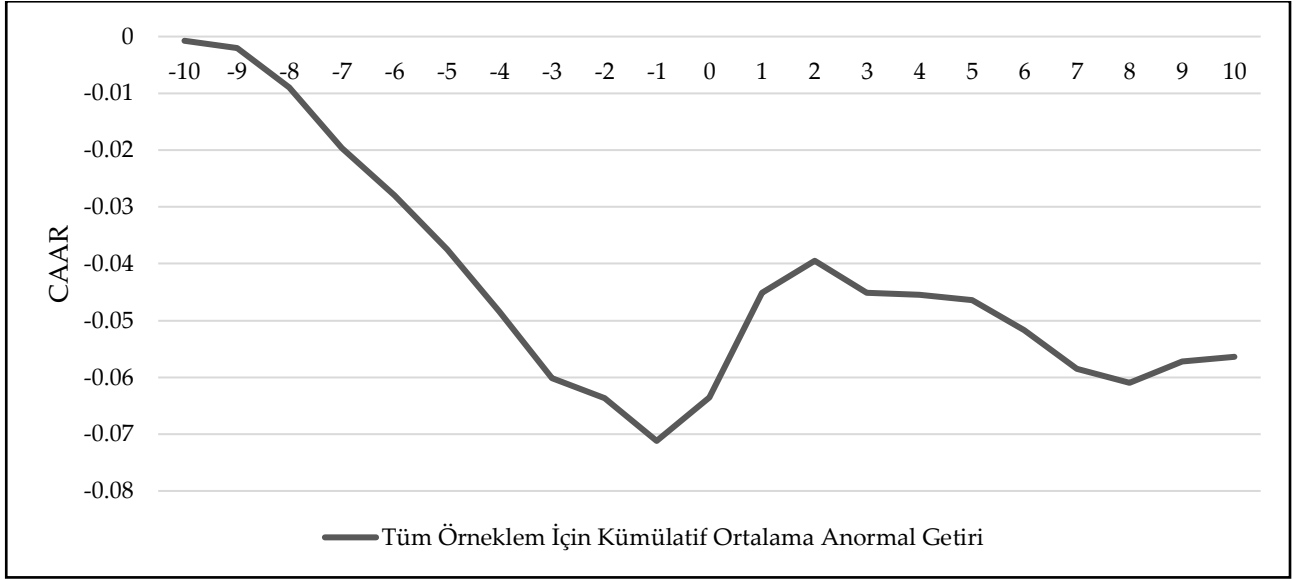
**Tablo 2.** Ortalama ve Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin Anlamlılık Seviyeleri (Tüm Örneklem)

Gün	AAR	t değeri	Wilcoxon testi	CAAR	t değeri	Wilcoxon testi
-10	-0,0007	-0,218	-0,642	-0,0007	-0,218	-0,642
-9	-0,0012	-0,378	-0,964	-0,0020	-0,426	-0,330
-8	-0,0070	-2,404**	-2,746***	-0,0089	-1,672*	-1,191
-7	-0,0107	-3,001***	-3,030***	-0,0196	-3,013***	-2,586**
-6	-0,0083	-2,286**	-1,560	-0,0279	-3,437***	-3,274***
-5	-0,0095	-2,782***	-3,318***	-0,0374	-3,587***	-3,640***
-4	-0,0110	-2,606**	-2,031**	-0,0484	-4,230***	-3,911***
-3	-0,0117	-2,901***	-3,003***	-0,0601	-4,482***	-4,280***
-2	-0,0036	-0,627	-1,018	-0,0637	-4,170***	-4,091***
-1	-0,0075	-1,784*	-1,801*	-0,0712	-4,343***	-4,152***
Olay günü (0)	0,0077	1,166	1,093	-0,0635	-3,570***	-2,786***
1	0,0184	3,937***	3,762***	-0,0452	-2,464**	-1,404
2	0,0056	1,456	0,317	-0,0395	-2,103**	-1,174
3	-0,0056	-1,508	-1,455	-0,0452	-2,424**	-1,526
4	-0,0003	-0,073	-0,591	-0,0454	-2,344**	-1,418
5	-0,0010	-0,286	-1,093	-0,0464	-2,417**	-1,563
6	-0,0052	-1,463	-1,753*	-0,0517	-2,629**	-1,651*
7	-0,0068	-2,371**	-2,661***	-0,0585	-2,903***	-1,960*
8	-0,0024	-0,843	-1,746*	-0,0610	-3,048***	-2,044**
9	0,0037	0,792	-0,242	-0,0573	-2,836***	-1,814*
10	0,0008	0,302	-0,083	-0,0564	-2,738***	-1,716*

Not: \*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Ortalama anormal getirilerin ve kümülatif ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığı, parametrik t-testi ve parametrik olmayan Wilcoxon işaretli sıra testi ile analiz edilmektedir.

Tablo 2’de kümülatif ortalama anormal getiriler de sunulmakta olup, duyuru öncesi (-10. günden -1. güne kadar olan) dönemde, kümülatif ortalama anormal getiri -0,0712 olarak gerçekleşmiştir ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Olay penceresinin sonundaki (10. gündeki) kümülatif ortalama anormal getirinin -1. gündeki kümülatif ortalama anormal getiriye göre artarak -0,0564 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu durumda, bildirim açıklayan bir şirketin pay fiyatında ortalama olarak duyuru öncesinde anlamlı bir düşüş, duyuru sonrasında ise anlamlı bir yükseliş yaşandığını ifade etmek mümkündür. Şekil 1, 21 günlük olay penceresinde kümülatif ortalama anormal getirinin değişimini göstermektedir. Kümülatif ortalama anormal getirinin duyuru öncesinde düştüğü, duyuru gününde ve duyurudan sonraki iki günde ise dikkat çekici bir şekilde yükseldiği görülmektedir.





Şekil 1. Tüm örneklem için kümülatif ortalama anormal getirilerin grafiği (-10, 10).

Tablo 3'te ortalama kümülatif anormal getirilerin ana olay penceresi içindeki daha kısa alt olay pencerelerinde anlamlılık testi sonuçları yer almaktadır. Tablo 2'de de yer aldığı üzere, -10. günden -1. güne kadar olan duyuru öncesi dönemde, kümülatif ortalama anormal getiri -0,0712 olarak gerçekleşmiştir ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Benzer bir şekilde, duyuru öncesinde olaya daha yakın -5. günden -1. güne kadar olan alt pencerede de, istatistiksel olarak anlamlı -0,0433 kümülatif ortalama anormal getiri tespit edilmiştir. Pay geri alım işlemlerinin başlatılması bildirimlerine pay getirilerinin ilk tepkisini tespit etmek amacıyla açılmış olan üç alt pencerede de [(0, +1); (0, +2); (1, 2)] pozitif ve anlamlı kümülatif ortalama anormal getiri (sırasıyla %2,60, %3,17, %2,40) ortaya çıktığı görülmektedir. Buna göre, pay geri alımı yapan şirketin payını duyuru tarihinde alan bir yatırımcı, üç günde beklenen getiriden ortalama olarak yaklaşık %3 daha fazla kazanç sağlayabilecektir. Son olarak, duyuru sonrası dönemde (0, 5) penceresinde istatistiksel olarak anlamlı bir pozitif kümülatif ortalama anormal getiri ortaya çıkmakta; (0, 10) penceresinde ise hem pozitif kümülatif ortalama anormal getirinin düştüğü, hem de istatistiksel olarak anlamlı olmadığı ( $p > 0,05$ ) görülmektedir. Duyuru tarihinden 10. güne kadar olan alt pencerede pozitif kümülatif ortalama anormal getirideki düşüş, Tablo 2'de sunulan ortalama anormal getirilerin duyuru sonrasındaki üçüncü günden itibaren negatife dönmesi ve önemsiz seviyelere düşmesi ile açıklanabilir.

Tablo 3. Alt Olay Pencerelerinde Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (Tüm Örneklem)

Pencere	CAAR	t değeri	Wilcoxon testi
-10, -1	-0,0712	-4,343***	-4,152***
-5, -1	-0,0433	-3,415***	-3,196***
0, 1	0,0260	2,880***	3,582***
0, 2	0,0317	2,989***	3,518***
1, 2	0,0240	3,449***	2,918***
0, 5	0,0248	2,075**	2,695***
0, 10	0,0148	1,175	1,662*

Not: \*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Kümülatif ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığı, parametrik t-testi ve parametrik olmayan Wilcoxon işaretli sıra testi ile analiz edilmektedir.

2018-2022 döneminde pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin 101 bildirimden oluşan örneklem için pay fiyatlarının pay geri alım duyurularına tepki olarak yükseldiğine dair bulgular elde edilmesinin ardından, Covid-19 salgınının, pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin duyurulara cevaben piyasa davranışını etkileyip etkilemediğinin araştırılması amacıyla, ana örneklem, Covid-19 salgınının Dünya Sağlık Örgütü

(DSÖ) tarafından pandemi ilan edildiği 11 Mart 2020 tarihi dikkate alınarak iki farklı alt gruba ayrılmıştır. 11 Mart 2020 tarihinden önce yapılan geri alım başlatma bildirimleri, pandemi ilanı öncesi pay geri alım duyuruları; 11 Mart 2020 tarihinden sonra yapılan bildirimler ise pandemi ilanı sonrası pay geri alım duyuruları olarak ifade edilmektedir. Pandemi ilanı öncesi pay geri alım duyuruları örnekleme, 37 bildirimden; pandemi ilanı sonrası pay geri alım duyuruları örnekleme ise, 64 bildirimden oluşmaktadır. Pandemi ilanı öncesinde açıklanan 37 pay geri alımı başlatma bildiriminden oluşan örnekleme ile, pandemi ilanı sonrasında açıklanan 64 pay geri alımı başlatma bildiriminden oluşan örnekleme için ortalama ve kümülatif ortalama anormal getiriler ile bu getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığına ilişkin test sonuçları Tablo 4'te sunulmaktadır.

Tablo 4'te sunulan 01/01/2018 tarihinden pandemi ilanına kadar olan dönemde açıklanan pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin bildirimlerden oluşan örnekleme için elde edilen sonuçlar incelendiğinde, duyuru tarihinden önceki 8. günden (-8) olay gününe kadar (olay günü de dahil olmak üzere) olan ortalama anormal getirilerin negatif olduğu, ancak sadece birkaç gündeki ortalama anormal getirinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Duyuru gününden sonraki ilk iki günde, ortalama anormal getirilerin pozitif olduğu ancak istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir. Üçüncü günden itibaren ise beş gün boyunca ortalama anormal getirilerin yeniden negatife döndüğü ve üçüncü ile altıncı gündeki ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu dikkat çekmektedir.

Pandemi ilanından 31/12/2022 tarihine kadar olan dönemde açıklanan pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin bildirimlerden oluşan örneklemin analiz sonuçları ise (bkz. Tablo 4), duyuru tarihinden önceki 10 gün boyunca (-2. gün hariç) ortalama anormal getirilerin negatif olduğunu ve bu negatif ortalama anormal getirilerin önemli bir kısmının istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Duyuru tarihinde ve sonrasında ilk günde (+1) ise dikkat çekici büyüklükte ortalama anormal getiriler gerçekleştiği (sırasıyla %1,8 ve %2,72) ve bunların istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Buna göre, geri alım yapan şirketin payını olay tarihinde alan bir yatırımcı, iki günde beklenen getiriden ortalama olarak yaklaşık %4,5 daha fazla kazanç sağlayabilecektir.

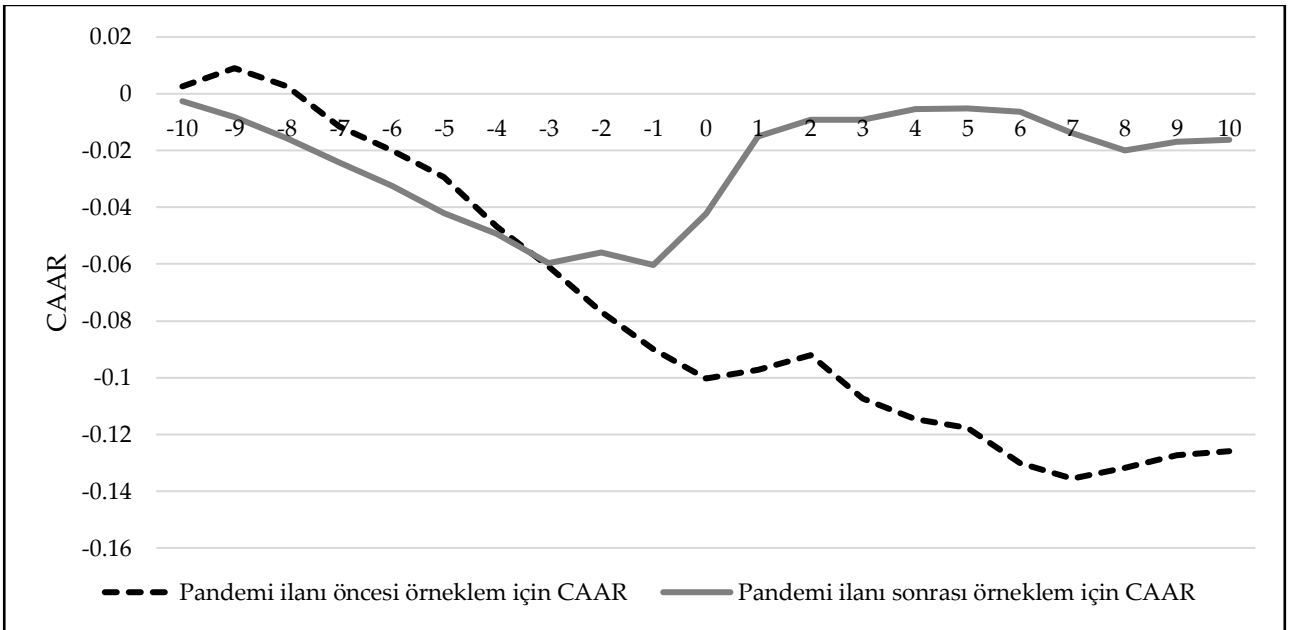
Tablo 4'te sunulan kümülatif ortalama anormal getiriler incelendiğinde ise, duyuru öncesi (-10. günden -1. güne kadar olan) dönemde, pandemi ilanı öncesindeki bildirimleri kapsayan örnekleme için kümülatif ortalama anormal getirinin -0,09 olarak gerçekleştiği ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu; duyuru tarihinden sonraki dönemde de kümülatif ortalama anormal getirinin azalmaya devam ettiği, olay penceresinin son gününde (10. günde) -0,1259'a ulaştığı ve yine istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Pandemi ilanı sonrasında bildirimleri kapsayan örnekleme için ise -1. günde -0,0603 ve istatistiksel olarak anlamlı olan kümülatif ortalama anormal getirinin duyuru sonrasında 10. günde -0,0163'e yükseldiği ancak istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir.

21 günlük olay penceresinde her iki örnekleme için de ayrı ayrı kümülatif ortalama anormal getiri grafiği Şekil 2'de gösterilmektedir. Pandemi ilanı sonrası örnekleme için kümülatif ortalama anormal getirinin duyuru öncesinde düştüğü, duyuru gününde ve duyurudan sonraki ilk günde ise sert bir şekilde yükseldiği görülmektedir. Pandemi ilanı öncesi örnekleme için ise kümülatif ortalama anormal getirinin duyuru öncesinde ve duyuru gününde düştüğü, duyurudan sonraki ilk iki günde küçük bir geri dönüş yaşadığı ve üçüncü günden itibaren yine düşmeye devam ettiği gözlenmektedir. Olay öncesi üçüncü güne (-3. gün) kadar her iki örnekleme ait kümülatif ortalama anormal getirilerin birbirine yakın hareket ettiği, ancak sonrasında özellikle olay öncesi birinci günden (-1. gün) itibaren aralarındaki farkın açıldığı ifade edilebilir. Gözlenen bu farkın istatistiksel olarak anlamlılığını araştırmak amacıyla gerçekleştirilen parametrik olmayan Mann-Whitney U testi sonuçları Tablo 6'da sunulmaktadır.

**Tablo 4.** Ortalama ve Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin Anlamlılık Seviyeleri

Gün	Pandemi İlanı Öncesi Örneklemi						Pandemi İlanı Sonrası Örneklemi					
	AAR	t değeri	Wilcoxon testi	CAAR	t değeri	Wilcoxon testi	AAR	t değeri	Wilcoxon testi	CAAR	t değeri	Wilcoxon testi
-10	0,0025	0,404	-0,038	0,0025	0,404	-0,038	-0,0026	-0,644	-0,776	-0,0026	-0,644	-0,776
-9	0,0066	1,135	0,973	0,0090	1,430	1,305	-0,0057	-1,510	-2,026**	-0,0083	-1,344	-1,351
-8	-0,0063	-1,574	-1,471	0,0027	0,330	0,370	-0,0073	-1,852*	-2,267**	-0,0157	-2,270**	-1,772*
-7	-0,0143	-2,496**	-2,120**	-0,0116	-1,323	-0,883	-0,0086	-1,889*	-2,093**	-0,0243	-2,713***	-2,642***
-6	-0,0084	-1,199	-0,671	-0,0200	-1,693*	-1,214	-0,0082	-2,012**	-1,438	-0,0325	-2,988***	-3,210***
-5	-0,0093	-1,815*	-1,697*	-0,0293	-2,012*	-1,697*	-0,0096	-2,121**	-2,876***	-0,0421	-2,966***	-3,237***
-4	-0,0175	-1,856*	-0,943	-0,0469	-2,855***	-2,376**	-0,0072	-1,896*	-1,772*	-0,0493	-3,189***	-3,029***
-3	-0,0141	-1,924*	-1,969**	-0,0609	-3,056***	-2,678***	-0,0103	-2,154**	-2,280**	-0,0596	-3,337***	-3,397***
-2	-0,0159	-1,751*	-1,637	-0,0769	-2,939***	-2,678***	0,0036	-0,507	-0,040	-0,0560	-2,972***	-3,150***
-1	-0,0131	-1,618	-1,577	-0,0900	-3,343***	-3,130***	-0,0043	-0,907	-0,990	-0,0603	-2,914***	-2,856***
0	-0,0103	-0,884	-0,898	-0,1003	-3,070***	-2,587**	0,0180	2,355**	2,207**	-0,0423	-2,060**	-1,378
1	0,0031	0,413	-0,158	-0,0972	-2,910***	-2,255**	0,0272	4,759***	4,695***	-0,0151	-0,723	0,094
2	0,0050	0,679	-0,294	-0,0922	-2,539**	-2,195**	0,0060	1,361	0,522	-0,0091	-0,449	0,321
3	-0,0152	-2,585**	-2,436**	-0,1073	-2,956***	-2,512**	-0,0001	-0,027	0,140	-0,0092	-0,474	0,154
4	-0,0073	-1,124	-0,807	-0,1146	-2,906***	-2,512**	0,0038	0,854	-0,134	-0,0054	-0,287	0,268
5	-0,0031	-0,541	-1,230	-0,1177	-3,019***	-2,663***	0,0002	0,043	-0,589	-0,0052	-0,280	0,187
6	-0,0125	-2,349**	-2,195**	-0,1302	-3,181***	-2,889***	-0,0011	-0,225	-0,515	-0,0063	-0,348	0,321
7	-0,0054	-1,007	-1,411	-0,1356	-3,240***	-3,040***	-0,0077	-2,280**	-2,287**	-0,140	-0,743	0,067
8	0,0038	0,611	-0,264	-0,1318	-3,220***	-2,768***	-0,0060	-2,145**	-1,986**	-0,0200	-1,031	-0,314
9	0,0046	0,455	-0,822	-0,1272	-3,021***	-2,617***	0,0032	0,692	0,194	-0,0168	-0,880	-0,033
10	0,0013	0,309	-0,249	-0,1259	-2,957***	-2,572**	0,0005	0,150	0,080	-0,0163	-0,817	0,033

Not: \*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Ortalama anormal getirilerin ve kümülatif ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığı, parametrik t-testi ve parametrik olmayan Wilcoxon işaretli sıra testi ile analiz edilmektedir. Pandemi ilanı öncesi pay geri alım duyuruları örnekleme, 37 bildirimden; pandemi ilanı sonrası pay geri alım duyuruları örnekleme ise, 64 bildirimden oluşmaktadır.

**Şekil 2.** Pandemi ilanı öncesi ve sonrası örneklemleri için kümülatif ortalama anormal getiriler (-10, 10).

Pandemi ilanı öncesi ve sonrasına ait her iki örneklem için de kümülatif ortalama anormal getirilerin ana olay penceresi içindeki daha kısa alt olay pencerelerinde anlamlılık testi sonuçları Tablo 5'te yer almaktadır. Pandemi ilanı öncesi pay geri alımı başlatma duyuruları örnekleme için, -10. günden -1. güne kadar olan duyuru öncesi dönemde, istatistiksel olarak anlamlı -0,09 kümülatif ortalama anormal getiri saptanmıştır. Duyuru öncesinde, olay tarihine daha yakın olan (-5, -1) pencerede de kümülatif ortalama anormal getiri -0,07 olarak gerçekleşmiştir ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer alt olay pencerelerinde hesaplanan kümülatif ortalama anormal getirilerin ise sıfırdan istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde farklılaşmadığı tespit edilmiştir.

Pandemi ilanı sonrası pay geri alımı başlatma duyurularını kapsayan örneklem için ise olay öncesi dönemde ((-10, -1) alt penceresinde) istatistiksel olarak anlamlı -0,0603 kümülatif ortalama anormal getiri tespit edilmiştir. Olay tarihini ve olaydan sonraki günleri kapsayan pencerelerin tamamında [(0, +1); (0, +2); (1, 2); (0, 5); (0, 10)] pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiri (sırasıyla %4,53, %5,12, %3,32, %5,51 ve %4,41) ortaya çıktığı görülmektedir. Bu doğrultuda, pay geri alımı yapan şirketin payını duyuru tarihinde alan bir yatırımcı, beş günde beklenen getiriden ortalama olarak yaklaşık %5 daha fazla getiri elde edebilecektir.

**Tablo 5.** Alt Olay Pencerelerinde Ortalama ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (Pandemi İlanı Öncesi ve Sonrası Örneklemeleri)

Pencere	Pandemi İlanı Öncesi Örneklemi			Pandemi İlanı Sonrası Örneklemi		
	CAAR	t değeri	Wilcoxon testi	CAAR	t değeri	Wilcoxon testi
-10, -1	-0,0900	-3,343***	-3,130***	-0,0603	-2,914***	-2,856***
-5, -1	-0,0700	-2,833***	-3,040***	-0,0278	-2,017**	-1,578
0, 1	-0,0072	-0,553	-0,309	0,0453	3,930***	4,909***
0, 2	-0,0022	-0,125	-0,053	0,0512	3,969***	4,514***
1, 2	0,0081	0,595	-0,445	0,0332	4,435***	3,839***
0, 5	-0,0277	-1,413	-0,837	0,0551	4,003***	4,013***
0, 10	-0,0359	-1,470	-1,033	0,0441	3,475***	3,050***

**Not:** \*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Kümülatif ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığı, parametrik t-testi ve parametrik olmayan Wilcoxon işaretli sıra testi ile analiz edilmektedir.

Tablo 6'da sunulan Mann-Whitney U testi sonuçlarına göre, pay fiyatlarının pandemi ilanı öncesi pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin duyurulara verdiği tepki ile pandemi ilanı sonrası pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin duyurulara verdiği tepki arasında, olay sonrası dönemde %5 anlamlılık düzeyinde (p değeri = 0,012) istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu saptanmıştır. Ancak olay öncesi dönemde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığı (p değeri = 0,398) tespit edilmiştir.

**Tablo 6.** Mann-Whitney U Testi Sonuçları

	Mann-Whitney U Değeri	Z Değeri
Olay öncesi dönem	1064	-0,846
Olay sonrası dönem	829	-2.502**

**Not:** \*\*, %5 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 5 ve Tablo 6'da yer alan sonuçlar doğrultusunda, olay sonrası dönemde, pandemi ilanından sonra açıklanan pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin bildirimlerden oluşan örneklemin kümülatif ortalama anormal getirisinin, pandemi ilanından önce açıklanan bildirimlere göre daha yüksek ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu ifade edilebilir.

## 5. SONUÇ VE TARTIŞMA

Çalışmada, 2018-2022 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin bildirimlerini çevreleyen pay fiyat davranışları, olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir.

Ampirik sonuçlar, bildirim tarihinden önceki ve sonraki on günlük süre içinde anlamlı ortalama anormal ve kümülatif ortalama anormal getirilerin meydana geldiğini göstermektedir. Bildirim açıklayan şirketlerin pay fiyatlarında ortalama olarak duyuru öncesinde anlamlı bir düşüş, duyuru sonrasında ise anlamlı bir yükseliş yaşandığına dair kanıtlar elde edilmiştir. Analiz bulguları, yatırımcıların, pay geri alımı başlatma bildirimlerini, geri alım yapan şirketin geleceğe dair olumlu beklentilerine ve/veya pay fiyatının düşük değerlendirildiğine dair yönetim tarafından verilen bir işaret olarak algıladıklarını göstermektedir. Ayrıca, çalışmada elde edilen sonuçların, Hatakeda ve Isagawa (2004), Thirumalvalavan ve Sunitha (2006), Pirgaip ve Karacaer (2015), Punwasi ve Brijlal (2016), Taşdemir ve Alsu (2019) ve Pirgaip (2021) tarafından elde edilen sonuçlar ile tutarlılık gösterdiğini ifade etmek mümkündür.

Pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin 101 bildirimden oluşan örneklem için pay fiyatlarının pay geri alım duyurularına tepki olarak yükseldiğine dair bulgular elde edilmesinin ardından, ana örneklem, Covid-19'un DSÖ tarafından pandemi ilan edildiği 11 Mart 2020 tarihi dikkate alınarak iki farklı alt gruba bölünmüştür. Pandemi ilanı öncesinde açıklanan 37 pay geri alımı başlatma bildiriminden oluşan örneklem için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiri ile pandemi ilanı sonrasında açıklanan 64 pay geri alımı başlatma bildiriminden oluşan örneklem için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiri arasında olay öncesi dönemde istatistiksel olarak anlamlı bir fark olmadığı tespit edilmiştir. Olay sonrası dönemde ise, iki örneklemin kümülatif ortalama anormal getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu belirlenmiştir. Buna göre, olay sonrası dönemde, pandemi ilanından sonra açıklanan pay geri alım işlemlerinin başlatılmasına ilişkin bildirimlerden oluşan örneklemin kümülatif ortalama anormal getirisi, pandemi ilanından önceki bildirimleri kapsayan örnekleme göre daha yüksek olup, istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık söz konusudur. Bu durum, pandemi ilanından sonraki dönemde açıklanan pay geri alımı başlatma bildirimlerinin yatırımcılar üzerindeki sinyal etkisinin, pandemi ilanından önce açıklanan bildirimlere göre daha fazla olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Çalışmada elde edilen sonuçlar, kapsanan döneme, örnekleme dahil edilen pay geri alımı başlatma bildirimlerine, belirlenen olay ve tahmin pencerelerine, payların beklenen getirisini hesaplamak için tercih edilen modele vd. bağlı olup, bunlarda bir değişiklik olması durumunda, elde edilen sonuçlar da farklılık gösterebilecektir. Gelecek çalışmalarda, pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki uzun dönem etkisinin araştırılmasının, pay geri alım kararını etkileyen faktörlerin araştırılmasının ve pay geri alımı ile geri alım yapan firmalara özgü faktörler arasındaki ilişkilerin araştırılmasının ilgili literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

## KAYNAKÇA

- Albaity, M. ve Said, D. S. (2016). Impact of open-market share repurchases on long-term stock returns: evidence from the Malaysian market. *SAGE Open*, 6 (4). <https://doi.org/10.1177/2158244016670199>
- 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. <https://doi.org/10.17153/oguiibf.318636>
- Ayan Civelek, S. ve Konak, F. (2022). Hisse geri satın almaları piyasa fiyatını etkiler mi? BİST sınai endeksi üzerine bir uygulama. *Anadolu Akademi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4 (1), 109-122. <https://dergipark.org.tr/en/pub/anadoluakademi/issue/69008/1091720>
- Chatterjee, C. ve Mukherjee, P. (2015). Price behavior around share buyback in the Indian equity market, *Global Business Review*, 16 (3), 425-438. <https://doi.org/10.1177/0972150915569931>
- Dolley, J. C. (1933). Characteristics and procedure of common stock split-ups. *Harvard Business Review*, 11, 316-326.
- Drousia, A, Episcopos, A. ve Leledakis, G. N. (2019). Market reaction to actual daily share repurchases in Greece, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 74, 267-277. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.01.007>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Geri Alınan Paylar Tebliği (II-22.1 S.T.), Resmi Gazete, 28871, (03/01/2014)

- Göçmen Yağcılar, G. ve Arslan, Z. (2018). İşletmelerin geri alım duyurularının hisse senedi getirilerine etkisi: BİST 100 şirketleri üzerine bir olay çalışması. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 1 (32), 450-474. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/sbe/issue/41366/485819>
- Hatakeda, T. ve Isagawa, N. (2004). Stock price behavior surrounding stock repurchase announcements: Evidence from Japan, Pacific-Basin Finance Journal, 12 (3), 271-290. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2003.10.002>
- Hsu, A. C., Lin, S. H., Chen, C. H. ve Liang, Y. S. (2019). An empirical study of share repurchase: from Taiwan stock market. The International Journal of Organizational Innovation, 12 (2), 285-298. <https://www.ijoi-online.org/index.php/back-issues-11-20/17-vol-12-num-2-october-2019>
- Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)(2023, 2 Ocak) Bildirim Sorguları. <https://www.kap.org.tr/tr/bildirim-sorgu>
- Karakuş, R., Zor, İ. ve Yılmaz Küçük, Ş. (2017). Pay geri alım ilanlarının hisse getirisine etkisi. Muhasebe ve Finansman Dergisi, (75) , 55-70. <https://doi.org/10.25095/mufad.399279>
- Karan, M. B. (2004). Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi. Gazi Kitabevi.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. Journal of Economic Literature, 35 (1), 13-39. <http://www.jstor.org/stable/2729691>
- Nguyen, H. T. H., Nguyen, D. T. ve Pham, A. H. (2019). Three effects of stock repurchase on rival firms in Vietnam, Journal of Economics and Development, 21 (1), 57-70. <https://doi.org/10.1108/JED-06-2019-0006>
- Pirgaip, B. ve Karacaer, S. (2015). Short-term price effects of stock repurchases in Turkish capital markets, International Journal of Economics and Finance, 7 (12), 29-43. <https://doi.org/10.5539/ijef.v7n12p29>
- Pirgaip, B. (2021) Pan(dem)ic reactions in Turkish stock market: evidence from share repurchases. Eurasian Economic Review, 11, 381-402. <https://doi.org/10.1007/s40822-021-00173-6>
- Punwasi K. ve Brijlal P. (2016). The market reactions to share repurchase announcements on the JSE: an event study. Investment Management and Financial Innovations, 13 (1-1), 191-205. [https://doi:10.21511/imfi.13\(1-1\).2016.06](https://doi:10.21511/imfi.13(1-1).2016.06)
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. ve Jordan, B. D. (2020). Essentials of Corporate Finance. Mc Graw Hill Education.
- Sayılğan, G. (2017). Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı. Siyasal Kitabevi.
- Sermaye Piyasası Kanunu (6362 S.K.), Resmi Gazete, 28513, (30/12/2012)
- Sermaye Piyasası Kurulu İlke Kararı, 27/748 Sayılı (1/9/2009)
- Sermaye Piyasası Kurulu İlke Kararı, 26/767 Sayılı (10/8/2011)
- Taşdemir, A ve Alsu, E. (2019). Pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerine kısa dönem etkisi: BIST imalat sektörü örneği. Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 17 (3), 340-357. <https://doi.org/10.11611/yead.491204>
- Thirumalvalavan, P. ve Sunitha, K. (2006, 6 Ocak). Share price behaviour around buy back and dividend announcements in India, Indian Institute of Capital Markets 9th Capital Markets Conference Paper, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.873986>
- Türk Ticaret Kanunu (6762 S.K.), Resmi Gazete, 9353 (9/7/1956)
- Türk Ticaret Kanunu (6102 S.K.), Resmi Gazete, 27846 (14/2/2011)
- Wang, L. H., Lin, C. H., Fung, H. G. ve Chen, H. M. (2013). An analysis of stock repurchase in Taiwan, International Review of Economics & Finance, 27, 497-513. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2013.01.007>
- Yook, K. C. (2010). Long-run stock performance following stock repurchases, The Quarterly Review of Economics and Finance, 50 (3), 323-331. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2010.03.006>
- Zhang, H. (2005). Share price performance following actual share repurchases. Journal of Banking & Finance, 29 (7), 1887-1901. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.038>