



**T.C.
ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

Yüksek Lisans Tezi

**COVID-19 PANDEMİSİ DÖNEMİNDE HİSSE GERİ
ALIMLARI İLE PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİ**

Volkan SAVAŞ

Zonguldak 2024

**T.C.
ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

Yüksek Lisans Tezi

**COVID-19 PANDEMİSİ DÖNEMİNDE HİSSE GERİ
ALIMLARI İLE PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİ**

**Hazırlayan
Volkan SAVAŞ**

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Lokman TÜTÜNCÜ**

Zonguldak 2024

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Hazırladığım Yüksek Lisans Tezinin bütün aşamalarında bilimsel etiğe ve akademik kurallara riayet ettiğimi, çalışmada doğrudan veya dolaylı olarak kullandığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, yazımda ve basımda enstitü tez yazım ve basım yönergesine uygun davranıldığını taahhüt ederim.

Volkan SAVAŞ

16.02.2024

T.C.
ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüzün İşletme Anabilim Dalında 215282101013 numaralı Volkan SAVAŞ'ın hazırladığı “Covid-19 Pandemisi Döneminde Hisse Geri Alımları ile Performans Arasındaki İlişki” başlıklı YÜKSEK LİSANS tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği uyarınca 14/02/2024 Çarşamba günü saat 12:00’da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezinin onayına ~~OY ÇOKLUĞUYLA~~ / OY BİRLİĞİYLE karar verilmiştir.

Prof. Dr. Yasemin ERSOY

Başkan

Doç. Dr. Lokman TÜTÜNCÜ

(Tez Danışmanı)

Üye

Doç. Dr. Üyesi Serkan ARAS

Üye

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

... / ... / 20...

Doç. Dr. Yücel NAMAL

Enstitü Müdürü

ÖZET

Kurum : ZBEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı
Tez Başlığı : Covid-19 Pandemisi Döneminde Hisse Geri Alımları ile Performans Arasındaki İlişki
Tez Yazarı : Volkan SAVAŞ
Tez Danışmanı : Doç. Dr. Lokman Tütüncü
Türü, Yılı : Yüksek Lisans, 2024
Sayfa Adedi : 102

Dünya Sağlık Örgütü (DSÖ) tarafından 11 Mart 2020 tarihinde pandemi ilan edilmesinden sonra Türkiye’de uygulanan kısıtlamalar neticesinde birçok firma üretimini durdurma raddesine gelmiş ve çok sayıda firmada bu durumdan etkilenmiştir. Bunun yanında Türk lirasında (TL) yaşanan değer kaybı ile oluşan enflasyon sonucunda, sermaye piyasalarında panik ve kaos birçok şirketin esas değerlerinin altında fiyatlanmalarına sebebiyet vermiştir. Bu nedenle bazı halka açık şirketler pay senetlerinin değerinin olması gerekenden çok daha düşük olduğunu düşünerek piyasada sağlıklı fiyat oluşumuna katkı sağlamak için daha önceden halka arz edilmiş olan pay senetlerini toplama eyleminde bulunabilmektedirler.

Bu çalışma kapsamında pandemi döneminde gerçekleşen hisse geri alımları incelenerek, ampirik olarak satın alma penceresi event study yöntemi ile belirlenip, şirketin piyasada değer düşüklüğü yaşayıp yaşamadığı piyasa modeli yardımıyla incelenecektir. Ayrıca firma yönetimini pay geri alım programı kararını almaya iten sebepler ve sonrasında getiriler üzerinde oluşan fiyat hareketleri, finansal ve ekonomik göstergeler ile çoklu doğrusal regresyon analizi kullanarak açıklanmaya çalışılmıştır. Çalışmanın gayesi firmaların pandemi öncesi ve sonrasında hisse fiyatlarının gelişimini takip etmektir. Bu sebeple 1 Ocak 2018 ile 1 Ağustos 2022 tarihleri arasında Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) aracılığıyla ulaşılmış bütün halka açık şirketlerin geri alınmış paylar için yayınladığı 2049 bildiri dikkate alınmıştır.

Bu çalışma sonucunda pandemi sürecinde geri satın alma programı öncesinde birçok firmanın değerinin olumsuz etkilendiği görülmektedir. Pay senedi

geri alım faaliyetini gerçekleştiren şirketler paylarını toplamadan önceki fiyatı ile paylarını topladıktan sonraki fiyatı arasında bir değeri artışı gözlemlenmiştir. Somut olarak KAP' a yapılan beyanlarda pay geri alım yapan şirketlerin hisseleri, piyasa getirilerine kıyasla önemli ölçüde pozitif getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Pandemi, Pay Geri Alımı, Değerleme, Piyasa Modeli.



ABSTRACT

Institution : ZBEU, Institute of Social Sciences, Department of
Business
Thesis Title : The Relationship Between Share Buybacks and
Performance During the Covid-19 Pandemic
Thesis Author : Volkan SAVAŞ
Thesis Adviser : Doç. Dr. Lokman TÖTÜNCÜ
Type, Year : MSc Thesis, 2024
Number of Pages : 102

As a result of the restrictions imposed in Turkey after the pandemic was declared by the World Health Organization (WHO) on March 11, 2020, many companies came to the point of stopping their production and many companies were affected by this situation. In addition, as a result of inflation caused by the depreciation of the Turkish lira (TL), panic and chaos in the capital markets caused many companies to be priced below their fundamental values. For this reason, some public companies may consider that the value of their shares is much lower than it should be and take the action of collecting shares that have previously been offered to the public in order to contribute to the formation of healthy prices in the market.

Within the scope of this study, the share buybacks that took place during the pandemic period will be examined, the purchase window will be determined empirically by the event study method, and whether the company has experienced a decrease in value in the market will be examined with the help of the market model. In addition, the reasons that led the company management to decide on the share buyback program and the subsequent price movements on returns were tried to be explained by using financial and economic indicators and multiple linear regression analysis. The purpose of the study is to follow the development of companies' share prices before and after the pandemic. For this reason, 2049 notifications published by all public companies regarding repurchased shares, accessed through the Public Disclosure Platform (KAP) between January 1, 2018 and August 1, 2022, were taken into account.

As a result of this study, it is seen that the value of many companies was negatively affected before the buyback program during the pandemic period. An increase in value has been observed between the price of companies performing share repurchase activities before collecting their shares and the price after collecting their shares. Concretely, in the statements made to the KAP, it has been determined that the shares of companies making share buybacks provide significantly positive returns compared to market returns.

Keywords: Pandemic, Buyback, Valuation, Market Model.



ÖNSÖZ

Pandeminin ilanı ile birlikte dünya genelinde oluşan olumsuz piyasa koşulları, bazı firmalar üzerinde kaos etkisi yarattı ve global yatırımcılar yatırımlarını gelişmiş ülkelerden çekerek güvenli liman olarak gördükleri gelişmiş ülke piyasalarına götördüler. Türkiye’de ise sokağa çıkma yasağı ile birlikte büyük kesimler ek gelir sağlayabilmek için borsaya yöneldi. Bu doğrultuda Türkiye’de son yıllarda yaygın olarak kullanılmaya başlayan pay geri alımları, piyasaların canlanması ile daha fazla ilgi görmektedir. Bu çalışma firmaların pay geri alımı yapma sürecinde getiriler üzerinde oluşan etkileri ve pay geri alımı yapmaya iten faktörleri incelemektedir. Çalışmanın sonucunda elde edilen sonuçların yöneticilere, yatırımcılara ve sonradan yapılacak olan çalışmalara destek olmasını umuyorum.

Eğitim öğretim hayatım boyunca benden desteklerini esirgemeyen ailem başta olmak üzere, tez aşamamda bilgi birikimiyle ve tecrübesiyle bana yol gösteren tez danışmanım Doç. Dr. Lokman TÜTÜNCÜ’ ye ve lisans eğitimim ile birlikte desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen hocam sayın Dr. Öğr. Üyesi İbrahim KARAASLAN’ a teşekkürlerimi sunarım.

Ayrıca 6 Şubat 2023 tarihinde Kahramanmaraş’ ta meydana gelen depremten etkilenen 10 şehirde hayatını kaybedenlere Allah’tan rahmet, yaralılara acil şifalar diliyorum. Başımız sağ olsun.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
ÖNSÖZ.....	viii
İÇİNDEKİLER	ix
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR	xiii
GİRİŞ	1
1. PAY GERİ ALIMLARININ TÜRLERİ VE NEDENLERİ.....	5
1.1 Pay Geri Satın Alımlarının Türleri.....	5
1.1.1 Açık Piyasa Geri Alımları	5
1.1.2 Aleni Pay Alım Teklifine Dayalı Geri Satın Alımlar	6
1.1.2.1 Sabit Fiyatlı Aleni Pay Alım Teklifine Dayalı Geri Satın Alımlar	7
1.1.2.2 Dutch-Auction Şeklinde Yapılan Geri Satın Alımlar.....	7
1.1.3 Türev İşlemlerde Gerçekleştirilen Pay Geri Satın Alımları	8
1.1.3.1 Satım Opsiyonu Yazılması.....	9
1.1.3.2 Alım Opsiyonu Satın Alınması	9
1.1.3.3 Sıfır Maliyetli Koridor Satın Alınması.....	10
1.1.3.4 Forward Sözleşmesi Satın Alınması	10
1.1.3.5 Hızlandırılmış Geri Alım Yapılması	11
1.1.3.6 Devredilebilir Satma Haklarının Kullanılması	11
1.1.4 Müzakere Yoluyla Gerçekleştirilen Geri Alımlar	12
1.2 Pay Geri Satın Alımların Olumlu ve Olumsuz Yönleri	12
1.2.1 Olumlu Yönleri	12
1.2.2 Olumsuz Yönleri	13
1.3 Pay Senedi Geri Alımların Nedenleri	14
1.3.1 Düşük Değerleme ve Sinyalizasyon Hipotezi	14
1.3.2 Sermaye Fazlası Hipotezi.....	15
1.3.3 Devralma Caydırıcılık Hipotezi	16
1.3.4 Optimal Kaldıraç Oranı Hipotezi	16
1.3.5 Yönetim Teşvik Hipotezi	17
2. PAY SENETLERİ GERİ ALIMIYLA İLGİLİ LİTERATÜR TARAMASI	18
2.1 Ulusal Literatür	18

2.2 Uluslararası Literatür	19
3. YÖNTEM.....	31
3.1 Veri Seti ve Kapsamı	31
3.2 Araştırmanın Yöntemi.....	35
4. BULGULAR VE TARTIŞMA.....	43
4.1 Geri Alımların Pay Getirileri Üzerindeki Kısa Dönem Etkisi	43
4.1.1 Kap Aracılığıyla Pay Geri Alımı İçin Bildiride Bulunan Tüm Firmaların Kısa Dönemdeki Pay Getirileri Üzerinde Oluşan Etkileri.....	46
4.1.2 Kap Aracılığıyla Pay Geri Alımı İçin Bildiride Bulunan Pandemi Öncesi Tüm Firmaların Kısa Dönemdeki Pay Getirileri Üzerinde Oluşan Etkileri	55
4.1.3 Kap Aracılığıyla Pay Geri Alımı İçin Bildiride Bulunan Pandemi Sonrası Tüm Firmaların Kısa Dönemdeki Pay Getirileri Üzerinde Oluşan Etkileri	63
4.2 Pay Geri Alımlarının Belirleyicileri.....	73
4.2.1 Pay Geri Alımı Yapan Firmaların Doğrusal Regresyon Analizi.....	73
SONUÇ.....	76
KAYNAKÇA	79
EKLER.....	88
Ek 1: Getiri Grafikleri (-42,-1).....	88
Ek-2 Firma Tabloları.....	91
ÖZ GEÇMİŞ.....	101

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 3. 1: Örneklem Seçim Tablosu Karar Tarihi.....	33
Tablo 3. 2: Örneklem Seçim Tablosu İlk İşlem Tarihi	34
Tablo 3. 3: Değişken Tanım Tablosu.....	35
Tablo 4. 1: Genel CAR Tablosu (-251,63).....	43
Tablo 4. 2: Genel MCAR Tablosu (-251,63)	45
Tablo 4. 3: CAR ve MCAR Tablosu Genel (-251,-1).....	47
Tablo 4. 4: CAR ve MCAR Tablosu Genel (-21,-1).....	50
Tablo 4. 5: CAR ve MCAR Tablosu Genel (1,63).....	53
Tablo 4. 6: CAR ve MCAR Tablosu Pandemi Öncesi (-251,-1)	56
Tablo 4. 7: CAR ve MCAR Tablosu Pandemi Öncesi (-21,-1)	59
Tablo 4. 8: CAR ve MCAR Tablosu Pandemi Öncesi (1,63)	61
Tablo 4. 9: CAR ve MCAR Tablosu Pandemi Sonrası (-251,-1).....	64
Tablo 4. 10: CAR ve MCAR Tablosu Pandemi Sonrası (-21,-1).....	67
Tablo 4. 11: CAR ve MCAR Tablosu Pandemi Sonrası (1,63)	70
Tablo 4. 12: Pearson Korelasyon Düzeyi.....	73
Tablo 4. 13: Yatay-Kesit Regresyonu.....	74

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 3. 1: Yıl Bazında Geri Alım Programları Karar Tarihi (2016-2022)	31
Şekil 3. 2: Araştırma Kapsamında Olan Firmaların Sektörlere Göre Dağılımları	32
Şekil 3. 3: Bir Olay Çalışması İçin Zaman Çizelgesi.....	36
Şekil 4. 1: CAR ve MCAR Genel Karar Tarihli Grafik (-251,-1) (N=88).....	48
Şekil 4. 2: CAR ve MCAR Genel İlk İşlem Tarihli Grafik (-251,-1) (N=72).....	49
Şekil 4. 3: CAR ve MCAR Genel Karar Tarihli Grafik (-21,-1) (N=88).....	51
Şekil 4. 4: CAR ve MCAR Genel İlk İşlem Tarihli Grafik (-21,-1) (N=72).....	51
Şekil 4. 5: CAR ve MCAR Genel Karar Tarihli Grafik (1,63) (N=88)	54
Şekil 4. 6: CAR ve MCAR Genel İlk İşlem Tarihli Grafik (1,63) (N=72)	55
Şekil 4. 7: CAR ve MCAR Pandemi Öncesi Karar Tarihli Grafik (-251,-1) (N=40)	57
Şekil 4. 8: CAR ve MCAR Pandemi Öncesi İlk İşlem Tarihli Grafik (-251,-1) (N=35) ..	58
Şekil 4. 9: CAR ve MCAR Pandemi Öncesi Karar Tarihli Grafik (-21,-1) (N=40)	60
Şekil 4. 10: CAR ve MCAR Pandemi Öncesi İlk İşlem Tarihli Grafik (-21,-1) (N=35) ..	60
Şekil 4. 11: CAR ve MCAR Pandemi Öncesi Karar Tarihli Grafik (1,63) (N=40)	62
Şekil 4. 12: CAR ve MCAR Pandemi Öncesi İlk İşlem Tarihli Grafik (1,63) (N=35)....	63
Şekil 4. 13: CAR ve MCAR Pandemi Sonrası Karar Tarihli Grafik (-251,-1) (N=48)	65
Şekil 4. 14: CAR ve MCAR Pandemi Sonrası İlk İşlem Tarihli Grafik (-251,-1) (N=37)66	
Şekil 4. 15: CAR ve MCAR Pandemi Sonrası Karar Tarihli Grafik (-21,-1) (N=48)	68
Şekil 4. 16: CAR ve MCAR Pandemi Sonrası İlk İşlem Tarihli Grafik (-21,-1) (N=37) .	68
Şekil 4. 17: CAR ve MCAR Pandemi Sonrası Karar Tarihli Grafik (1,63) (N=48)	71
Şekil 4. 18: CAR ve MCAR Pandemi Sonrası İlk İşlem Tarihli Grafik (1,63) (N=37)....	72

KISALTMALAR

A.Ş.	: Anonim Şirketi
AAR	: Ortalama Anormal Getiri
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AR	: Anormal Getiri
AR-GE	: Araştırma Geliştirme
ASR	: Hızlandırılmış Pay Geri Alımı
BİST	: Borsa İstanbul
CAPM	: Finansal Varlık Fiyatlama Modeli
CAR	: Kümülatif Ortalama Anormal Getiri
CR	: Kümülatif Getiri
CRSP	: Center for Research in Security Prices
DSÖ	: Dünya Sağlık Örgütü
EPS	: Hisse Başına Kazanç
F/K	: Fiyat/Kazanç Oranı
FF3F	: Fama French 3 Faktör
FF5F	: Fama French 5 Faktör
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
KAP	: Kamu Aydınlatma Platformu
M&A	: Birleşme ve Satın Almalar
MCAR	: Piyasa Modeli Kümülatif Ortalama Anormal Getiri

MR	: Piyasa Getirisi
OMR	: Açık Piyasa Geri Alımı
PD/DD	: Piyasa Değeri/Defter Değeri
ROA	: Aktif Karlılığı
ROE	: Özsermaye Karlılığı
SDC	: Securities Data Corporation
SEC	: Securities and Exchange Commission
SEO	: İkincil Halka Arz
SOX	: Sarbanes-Oxley Act
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SRP	: Pay Geri Alım Programı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TRP	: Devredilebilir Satma Hakları

GİRİŞ

COVID-19 salgınının 11 Mart 2020 tarihinde Dünya Sağlık Örgütü (DSÖ) tarafından, pandeminin ilanından önce piyasaların düşüş eğiliminde olduğu ve ilan edilen günden itibaren dünya çapında borsalarda ciddi düşüşler görülmüştür. Pandemi ilan edildiği günden sonraki 12 Mart 2020 tarihinde, gelişmiş ülkelerin (Eren vd, 2021, s. 74) endekslerine baktığımızda, ABD S&P 500 Endeksi %9,51 takip eden günlerde ise %11,98 oranında, Alman DEU40 ve Fransız CAC40 Endeksleri %12 oranında, İtalyan ITA40 ve İspanyol IBEX35 Endeksleri % 14 oranında, Güney Kore KOSPI50 Endeksi ise %3,41 oranında ve takip eden günlerde ise %4,83 ve %7,26 oranında düşük kapanış yaptılar. Gelişmekte olan ülkelerde ise 12 Mart 2020 tarihinde (Eren, 2021, s. 119) Çin CHINA50 Endeksi %5,90 takip eden günlerde ise %10,38 oranında, Hindistan NIFTY50 ve Rusya'nın MOEX Endeksleri %8 oranında, Brezilya BRAZILX Endeksi ise %16,52 takip eden günlerde ise %14,64 ve %12,84 oranında düşük kapanış yaptılar.

Dünyada yaşanan bu domino etkisi her ülkenin borsasını etkilediği gibi Türkiye'nin borsasına da ulaşmıştır (Pirgaip, 2021, s. 382). Borsa İstanbul Endeksinde pandemi ilanından sonra 12 Mart 2020 tarihinde % 7,26, 16 Mart 2020 tarihinde ise % 8,07 oranında düşüş gözlemlenmiştir. Hemen hemen tüm sektörler bu süreçten olumsuz etkilenmiştir. Pandemi sürecinde yaşanan bu panik ve kaos ortamında, dünya ve ülke genelinde yapılan kısıtlamalar da ciddi sorunlar ortaya çıkmıştır. Bu sürecin başlarında birçok firma yurt dışı yasağı sebebiyle ithalat ihracat konusunda büyük sorunlar yaşamış, üretim yapan firmalar azalan talep ve sıkıntıda olan tedarik zinciri sebebiyle, işletmeler nakit ve işletme sermayesi bakımından sorunlarla karşılaşmışlardır. Bununla birlikte bazı sektörlerde stoklarda yaşanan yığılmalar, depolama maliyetlerini artırıp işletmelerin envanterlerini temizlemesi konusunda sıkıntıya sokmaktadır. İşletmeler yaşanan bu sorundan dolayı ödemelerde ve tahsilat sürecinde zorluklar yaşamaktadır (Cavlak, 2020, s. 146). Dolayısıyla birçok şirketin bu süreçte yaşadıkları sorunlar finansal oranlarda olumsuz göstergelere yol açmış ve şirketlerin pandemi öncesi piyasa değeri ile pandemi sonrası piyasa değeri arasında olumsuz farklar meydana gelmiş ve şirket bu süreçte yetersiz faaliyet gösterdiği için düşük değerlendirme sorunu ortaya çıkmıştır.

Ancak şirketlerin pandemi esnasında düşük değeriyle sadece işletmelerin olağan faaliyetlerinde karşılaşılan güçlüklerle açıklanamaz. Bunlara ek olarak pandeminin başlarında piyasalarda meydana gelen panik havası yatırımcıların piyasalardan çıkışına yol açmış, özellikle de gelişmekte olan piyasalar bu yatırımcı kaçışından en çok etkilenen kesimler olmuştur (Temir, 2020, s. 57-58). Gelişmekte olan piyasalarda güçlü yatırımları bulunan yabancı kurumsal oyuncular güvenli liman olarak görülen gelişmiş ülke piyasalarına yatırımlarını çekme davranışı göstermişlerdir (Tütüncü, 2023, s. 347). Yine bir gelişmekte olan piyasa Türkiye özelinde ise, Türk lirasının dolar karşısında ciddi düzeyde değer kaybı ile borsada işlem gören şirketlerin dolar bazında günden güne değer kaybettiği gözlenmektedir. Bu durum ise piyasada şirketlerin büyüme ve karlılık gibi temel değer göstergeleri (fundamentals) ile uyumlu olmayan fiyatlamalara sebebiyet vermiş ve hisselerinin gerçeğin altında fiyatlandığını düşünen birçok şirketin hisse geri alım programı başlatmasına yol açmıştır.

Borsa İstanbul'un 07.08.2023 tarihli, 18805 numaralı ve "BIST Piyasa Değeri Ağırlıklı Pay Endeksleri Kural Setinde Yapılan Değişiklikler Hakkında Duyuru" başlıklı duyurusunda, BIST Geri Alım Endeksinin 15.08.2023 tarihinden itibaren eşanlı verilerle hesaplanmaya başlayacağını bildirmiştir. Endeks kapsamının ise 31.07.2023 tarihi itibarıyla KAP bildirimleri dikkate alınarak en geç 11.08.2023 tarihinde ilan edeceğini duyurmuştur. BIST genel müdürlüğünce 15.08.2023 tarihinden itibaren BIST Geri Alım Endeksi XUGRA endeks kodu ile ilk işlemine 63 firmayı dahil ederek 7.737,38 değerle başlamıştır. Endekste bulunan 63 firmadan 29'u örneklemimize dahil, 5'i verilerimize olumsuz etkisinden dolayı çıkarılmış ve geriye kalan 29 adet firma ise veri toplandıktan sonra geri alım kararı alması dolayısıyla örneklem tarih aralığımızın dışında kalmıştır.

Tezin amacı hisse geri alım programları ile değer düşüklüğü arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemektir. Pandemi döneminde hisse geri alımları üzerine yapılmış erken çalışmalar olsa da, hisse performansı ile ilişkisi konusunda henüz bir bilimsel çalışma bulunmamaktadır. Türkiye'de bu konuda yapılan çalışmaların da çok az olması hisse geri alım programının anlaşılmasını zorlaştırmaktadır. Pandemi döneminde ise şirketlerin çok sayıda geri alma programı duyurduğu görülmektedir. Bu sebeple yapılan bu çalışmanın hisse geri alım yapacak şirketlerin

motivasyonlarının ve piyasaya etkilerini verilerle ortaya koyarak anlaşılmasını kolaylaştırması ve literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

Açık piyasa pay geri alımında bulunan firmaların pandemi sürecinde artması sebebiyle, pay geri alımı yapan firmaların neden bu süreçte geri alım eyleminde bulundukları ve geri alımların fiyatlara etkisinin ne olduğu sorusuna cevap aramaktadır. Geri alım programlarının başlatılmasının birçok sebebi literatürde yer almaktadır. Fakat pandemi sürecinde şirketler genellikle değer düşüklüğünden faydalanarak, piyasada sağlıklı fiyat oluşumunu desteklemek ve dolaşımdaki pay sayısını azaltarak mevcut hissedarların sahiplik oranlarını yükseltmek amacıyla paylarını geri almak istedikleri düşünülmektedir. Bu sebeple, pay geri alımı yapan firmaların finansal durumları incelenip, bu sürecin etkileri araştırılmaktadır.

Çalışmada öncelikli olarak firmaların piyasa modeli ile değerlemelerine, daha sonra pay geri alımının neden yapıldığına dair yöntem ve uygulamalara yer verilecektir. Bu çalışmada KAP aracılığıyla elde edilmiş 2018 ve sonrası için yayımlanan bildirimler dikkate alınarak, pandemi öncesi ve sonrası veriler kullanılmıştır. 2018 tarihi öncesi verilerine KAP üzerinden erişim sağlanamadığı için analiz kapsamı dışında bırakılmıştı

Bu çalışmada açık piyasa geri satın alımları bildiriminde bulunan firmalar ele alınmıştır. Verilerin elde edilmesinde 2018 öncesinde veri olmaması dışında herhangi bir bilgi kaynağına erişim veya analizlerin uygulanması konusunda problemle karşılaşmamıştır. 2018 öncesi verilerin bulunmamasının bir sebebi ise pay geri alımlarının Türkiye’de yeterince yaygın olmamasıdır. Olay günü öncesi ve sonrasının incelenmesi çalışmayı yürütmek için yeterli örnekleme ve veriyi sağlamaktadır. Türkiye’de yapılan çalışmaların kısıtlı olması da, yapılan çalışmanın genellikle yabancı ülkelerle kıyaslanmasını gerektirmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünden üçüncü bölümüne kadar kavramsal; dördüncü bölümünden altıncı bölüme kadar yorum ve analiz odaklı bakış açısı sergilemektedir. Bu kapsamda ilk bölümlerdeki teorik bilgilerin son bölümlerde yapılan ampirik bulgularla pekiştirilmesi amaçlanmaktadır.

Birinci bölümde giriş ve tezin amacı, önemi, sınırlılıkları, kapsamı, araştırma soruları ve tasarımına yer verilmiştir. İkinci bölümünde finans alanındaki teorik yerine, yani türleri, nedenleri, olumlu ve olumsuz yönleri gibi bilgilere yer verilmiştir. Finans alanında firmaların pay geri alımlara neden ihtiyaç duydukları bir yaklaşımdan ziyade birçok yaklaşımın bir arada rol oynadığını göstermektedir. Üçüncü bölümde pay geri alımlarıyla ilgili yapılmış olan çalışmaların ulusal ve uluslararası literatürüne yer verilmiştir. Dördüncü bölümde araştırma dahilinde kullanılan verilerin ve yöntemlerin açıklamaları verilmiştir. Beşinci bölümde tek ve çok değişkenli analizlerin yorumlarına ve tartışmaya, altıncı bölümde ise sonuca yer verilmiştir.



1. PAY GERİ ALIMLARININ TÜRLERİ VE NEDENLERİ

Pay geri alımını gerçekleştirecek olan şirketlerin önünde çeşitli opsiyonlar bulunmaktadır. Şirketler kendi ihtiyaçlarına göre hangi geri alım türlerini seçtikleri ve genel olarak geri alım programlarını neden başlattıklarına ilişkin sebepler aşağıda verilmiştir.

1.1 Pay Geri Satın Alımlarının Türleri

Şirketler açısından pay senedi geri satın alımlarının iki finansman yolu bulunmaktadır (SPK, 2000, s. 2).

Şirketlerin hissedarlarına temettü dağıtma yoluna gitmesi yerine, pay senedi geri alımları yaptığı durumlar ya da şirketlerin ellerinde fazla özsermaye olması durumunda kaldıraç oranını düzenlemek amacıyla borçlanarak pay senedi geri satın alma yoluna gittiği durumlardır.

Pay geri satın alım türleri borsada yapılması durumunda, açık piyasa geri alımları ve aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımlar olmak üzere iki şekilde yapılır. Borsa dışında yapılan işlemler ise türev işlemlerle gerçekleştirilen pay geri satın alımları ve müzakere yoluyla gerçekleştirilen pay geri satın alımları olmak üzere iki şekilde yapılmaktadır.

1.1.1 Açık Piyasa Geri Alımları

Pay senedi geri satın alımlarının en yaygın kullanılan türüdür. Açık piyasa geri alımlarında şirket paylarını toplamak için aracı kurumlarla anlaşma yapar (Vermaelen, 2005, s. 177-178). Ortaklıklar ikincil piyasalarda pay senetlerini aylar ve yıllar süren dönemlerde toplayabilmektedirler. Pay senedini elinde bulunduran hissedar paylarını ortaklığa satışından haberdar olması mümkündür (SPK, 2000, s. 3-4). Ortaklık genellikle paylarını neden geri topladığına dair bilgilendirmeyi KAP aracılığıyla kamuoyuna sunmaktadır. Yayımlanan bildiride söz konusu payların geri alımının amacını, yönetim kurulunun payları geri toplamasına ilişkin aldıkları karar tarihi, satın alma tarihi, geri alıma konu olan pay miktarı, geri alım için ödenecek azami tutar ve yayımlanan bildirinin detaylarına ilişkin ek açıklamaları içermektedir. Geri alım sürecinde alınan payların fiyatları günlük pay senedi fiyatı üzerinden alındığı için sabit fiyat söz konusu değildir (Gökgöz, 2014, s. 6). Ayrıca

yapılan pay geri alım programlarının büyüklüğüne ilişkin bir kısıtlama olmamakla birlikte (Grullon & Ikenberry, 2000, s. 32) payları borsada işlem gören şirketler için azami süre 3 yıl, payları borsada işlem görmeyen şirketler için 1 yıldır. Süre belirtilmemiş olması durumunda azami süre dikkate alınacak ve geri alım programına devam etmek isteyen şirketler azami sürenin dolması durumunda yeniden genel kurul kararı alınması gerekmektedir. Bazı durumlarda hissedarlar ortaklığın pay geri alımlarını duyurduğu günden sonra, ortaklığın pay geri alımı yapıp yapmadığından haberdar olamamaktadırlar. Açık piyasada gerçekleştirilen pay geri alımlarında şirketler doğrudan kendilerinin ya da aracı kurumların geri satın alımı yoluyla paylarını toplamaktadırlar (Grullon & Ikenberry, 2000, s. 32; SPK, 2000, s. 3-4; Gökgez, 2014, s. 6).

Örneğin TAV Havalimanları Holding A.Ş. yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak için başlattığı açık piyasa pay geri alımları programı 12.03.2020 tarihinde yönetim kurulunun onayından geçmiştir. Söz konusu geri alımın amacı şirketin faaliyetlerinin gerçek performansını yansıtmadığı ve günlük ortalama fiyatının son bir ayda %20'nin üzerinde değer kaybetmesi olduğu açıklanmıştır. Geri alıma konu pay miktarı 36.328.125 adet ve ödenecek azami tutar 200.000.000 TL, ilk işlem tarihi 13.03.2020, son işlem tarihi ise 01.09.2020'dir. Geri alım programının sürdürüldüğü zaman diliminde geri alınan toplam pay sayısı 2.047.331 adet, geri alınan paylar için ödenmiş ortalama bedel 16,2 TL, geri alımın maliyeti 33.147.686 TL ve geri alınan payların sermayeye oranı %0,56'dır.

1.1.2 Aleni Pay Alım Teklifine Dayalı Geri Satın Alımlar

Aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımlar kendi içinde sabit fiyatlı aleni pay teklifine dayalı geri satın alımlar ve Dutch-Auction şeklinde yapılan geri satın alımlar olmak üzere ikiye ayrılır. Bir diğer görüş ise pay geri satın alım türleri, aleni pay geri alım teklifine dayalı geri satın alımlar başlığı altında incelenmeden, üç başlıkta incelenmektedir (Grullon & Ikenberry, 2000, s. 32).

Açık piyasa geri satın alımları ile sabit fiyatlı aleni pay teklifine dayalı geri satın alımlar ABD'de çok eski olmasına rağmen pay senedi geri alımları 1980'lerin ortalarında rağbet görmeye başlamıştır. Dutch-Auction ise diğerlerine göre daha yeni işlemlerdir. Açık piyasa geri alımlarına kıyasla aleni pay alım teklifine dayalı

geri satın alımlar daha büyük tutarlıdır fakat daha az yapılmaktadır (SPK, 2000, s. 3; Grullon & Ikenberry, 2000, s. 32).

Örneğin Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. KAP aracılığıyla yayımlamış olduğu pay alım teklifi yoluyla pay toplanmasına ilişkin bildirimin başlangıç tarihi 04.04.2022 bitiş tarihi 18.05.2022 olarak belirlenmiştir. Garanti BBVA'nın belirlemiş olduğu pay alım teklifi fiyatı 15 TL olup gönüllü pay alım teklifi sürecinde toplam 3.223 yatırımcı katılmış ve süreç kapsamında Garanti BBVA'nın toplam sermayesinin %36,12'sine tekabül eden 1.517.195.890 nominal değerli payını satın almıştır. Söz konusu paylar için Garanti BBVA tarafından ödenen toplam tutar 22.757.938.352 TL'dir.

1.1.2.1 Sabit Fiyatlı Aleni Pay Alım Teklifine Dayalı Geri Satın Alımlar

Şirketlerin pay geri satın alımında kullandıkları yöntemlerden en az kullandıkları sabit fiyatlı aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımlardır (Grullon & Ikenberry, 2000, s. 32). Bu geri alım türü şirketin belirlediği sayıda ve sürede (genellikle üç hafta) payları satın alması için tüm hissedarlara sabit fiyat teklif etmesini içerir (Vermaelen, 1984, s. 164). Ortaklık pay senedi geri alımına başlamadan önce hissedarlara belirlemiş olduğu fiyatı ilan etmektedir (SPK, 2000, s. 4). Geri alım ilanının yayımlanmasından sonra geri alıma belirlenen miktardan daha çok talep gelirse yönetimin satın alma miktarını artırma yetkisi bulunmaktadır (Vermaelen, 1984, s. 164). Miktarın artırılmaması durumunda her bir hissedara oransal olarak ödeme yapılır (Grullon & Ikenberry, 2000, s. 32; SPK, 2000, s. 4).

1.1.2.2 Dutch-Auction Şeklinde Yapılan Geri Satın Alımlar

Bu yöntemde ise ortaklıklar hissedarlara belirli aralıklarla satmak isteyeceği payların fiyatını belirlemek için çağrıda bulunurlar. Ortaklık bu çağrı sonucu hissedarlardan sağlanan geri bildirimle, yönetimin satmak istediği fiyat ya da daha düşük fiyat veren hissedarların paylarını oransal olarak toplayacaktır (SPK, 2000, s. 4). Bu sayede yöneticiler, hissedarların geri bildirim sonucu pay geri alımı yapacağı nihai fiyatı belirlemek için bilgi talep ederler (Grullon & Ikenberry, 2000, s. 32). Bu fiyat oluşumu sabit fiyatlı aleni pay geri alımı teklifine dayalı geri satımlarda yönetimin fiyatı belirlemesinin aksine sürecin sonuna doğru belirlenmektedir. Geri alım sürecinde talebin yüksek olması durumunda geri alım miktarı artırılabilir. Sabit fiyatlı aleni pay alım teklifine dayalı geri alımlardan

ziyade bu yöntemde hissedarlar için pay fiyatlarının yüksek olması mümkündür (Grullon & Ikenberry, 2000, s. 32; SPK, 2000, s. 4).

Bu süreç yöneticilerin hissedarlardan gelecek bildirimleri kabul edeceği fiyatı açıklamasıyla başlar. Daha sonra hissedarlar elinde bulundurdukları payları satmak için istedikleri fiyatı ve pay miktarını firmaya bildirirler (Vermaelen, 2005, s. 175). Bu bildirimler toplanarak en düşük fiyat teklifi ile başlanarak en yüksek fiyat teklifine doğru sıralanır (Gökgöz, 2014, s. 5-6). Kesin fiyatın belirlenmesi ortaklığın pay geri alımı çerçevesinde toplamak istedikleri payların miktarına bağlı olarak en düşük fiyattan başlayarak yüksek fiyat veren hissedarların, kümülatif pay sayısının geri alım programının büyüklüğüne eşit olduğu noktada durur. Belirlenen fiyatta veya altında teklif veren tüm hissedarlar pay geri alımı programına dahil edilir ve tüm hissedarlara hisse başına aynı fiyat verilir. Belirlenen fiyatın üstünde teklifte bulunan hissedarlar ise işlem dışı bırakılır ve payları geri iade edilir (Grullon & Ikenberry, 2000, s. 32; SPK, 2000, s. 4). Bu durumda firmanın geleceği hakkında kötümser olan hissedarın paylarını düşük fiyattan satma eyleminde bulunmaları, iyimser hissedarların ise firmanın gelecekte daha fazla değer kazanma düşüncesiyle paylarını yüksek fiyattan teklif etmeleri olağandır (Vermaelen, 2005, s. 176-177).

1.1.3 Türev İşlemlerde Gerçekleştirilen Pay Geri Satın Alımları

Türev işlemlerle gerçekleştirilen pay geri satın alımları “sentetik” olarak adlandırılmaktadır (Ergin, 2011, s. 72). Genel olarak firma ile yatırım bankası arasında yapılan anlaşmalar doğrultusunda gerçekleştirilen pay geri alımları, satım opsiyonu yazılması, alım opsiyonu satın alınması, forward sözleşmesi satın alınması (Taşdemir, 2019, s. 29), sıfır maliyetli koridor satın alınması olabileceği gibi hızlandırılmış hisse alımları ve devredilebilir satma haklarını kullandırmasını da içermektedir (Pirgaip, 2014, s. 25; Vermaelen, 2005, s. 179; Luning, 2007, s. 41).

Sentetik geri alımların diğer geri alım yöntemleriyle arasındaki temel fark, türev işlemleri kullanan şirketin nakit kullanmadan işlem yapmasına olanak sağlamaktadır. Bu sebeple şirketin değeri olması gereken değerden düşük olup sermayesi yetersiz olması durumunda, geri alımda büyük finansal maliyetlerle karşı karşıya kalınması ve büyüme fırsatlarını değerlendirme fırsatı çıktığında vade

sonunda ödeme yaparak kullanma imkanı sağlamaktadır (Vermaelen, 2005, s. 179; Pirgaip, 2014, s. 25).

1.1.3.1 Satım Opsiyonu Yazılması

Satım opsiyonu satan yatırımcı belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar opsiyona konu olan belirli miktardaki sermaye piyasası aracını, malı, finansal ürünü veya ekonomik göstergesi, satım opsiyonunu alanın isteği halinde belirli bir fiyattan ve ödenecek olan prim karşılığında satın alma hakkına sahiptir (Aygören & Kurtcebe, 2019, s. 5).

Pay senetleri geri alımında ise şirket düşük değeriye sahip paylarının değeri artacağına inanmakta olup satım opsiyonu hazırlamaktadır. Bu opsiyonu satın alan yatırımcıların vade sonunda belirlenmiş olan fiyatın altında olması durumunda, belirlenen fiyattan satma hakkını elinde bulundurur. Artması durumunda ise yapılmış olan opsiyon anlaşmasından, vermiş olduğu primi yakarak cayma hakkı bulunmaktadır (Pirgaip, 2014, s. 25-26). Bu perspektifle bakıldığında, yönetimin opsiyon kullanım fiyatını yüksek belirlediği durumda piyasaya paylarının düşük değeriendiğini fakat olması gereken fiyata yükseleceğine inandığı mesajını verdiği düşünülmektedir (Luning, 2007, s. 43).

Şirket vade sonunda payları opsiyonda belirlenen tutarın üzerinde işlem görüyorsa, opsiyonu satın alan yatırımcının satım opsiyonunu kullanamaması sebebiyle opsiyonun başlangıcında elde edilen opsiyon primini bünyesinde tutmakta, bu durumda geri alım programı süreci için katlanacağı maliyeti bir nebze düşürmüş olmaktadır. Fakat vade sonunda firmanın paylarının belirlenen opsiyon fiyatının altında kalması durumunda, opsiyonu satın alan yatırımcı bu opsiyonu kullanırsa firma prim fiyatı dahil olmak üzere aradaki farkı kadar tutarı yatırımcıya ödemekle yükümlüdür (Pirgaip, 2014, s. 26).

1.1.3.2 Alım Opsiyonu Satın Alınması

Alım opsiyonu alan yatırımcı belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar opsiyona konu olan belirli miktardaki sermaye piyasası aracını, malı, finansal ürünü veya ekonomik göstergesi, alım opsiyonunu satanın isteği halinde belirli bir fiyattan ve ödenecek olan prim karşılığında satın alma hakkına sahiptir (Aygören & Kurtcebe, 2019, s. 5).

Alım opsiyonu satın alınması ile payların fiyatta oluşabilecek risklere karşı yükselen piyasada fiyatta sınırlama oluşturmak isteyerek pay alımını güvence altına almak istemektedir. Pay fiyatlarının yükselmesi durumunda pay geri alım maliyetlerini düşürerek söz konusu paylara daha az ücret ödeyerek sahip olunabilir (Luning, 2007, s. 43). Yapılan anlaşmanın vade sonunda pay senedi fiyatı belirlenen tutarın üzerine çıkmışsa şirket söz konusu alım opsiyonunu kullanarak piyasa değerinin altında paylarını geri toplayabilir. Aksi durumda ise şirket opsiyonundan cayma hakkını kullanarak sadece başlangıçta verilen primleri yakarak opsiyondan vazgeçer ve daha uygun ücretle borsadan geri alımlarını gerçekleştirebilir (Pirgaip, 2014, s. 28; Luning, 2007, s.43).

1.1.3.3 Sıfır Maliyetli Koridor Satın Alınması

Sıfır maliyetli koridor satın alınmasında, satım opsiyonu yazılması ve alım opsiyonu satın alınması söz konusudur. Alım opsiyonu satın alınması halinde, geri alım sürecinde ödenecek olan azami tutara, fiyat açısından koruma sağlamakta ve satım opsiyonu yazılarak alım opsiyonunda katlanılacak primlerin finansmanı sağlanmaktadır. Bu sayede sözleşme yapılırken, hem alım opsiyonu satın alımı hem de satım opsiyonu yazılması sürecinde kullanım fiyatlarının tarafların birbirine olan ödeme yükümlülüklerini gerektirmeyecek şekilde belirlenebileceği için maliyetsizdir (Vermaelen, 2005, s. 179). Sözleşmenin vade sonu geldiğinde alım opsiyonunun belirlenen fiyatın üzerine çıkmışsa, şirket alım opsiyonunu kullanacak, karşı taraf ise satım opsiyonunu kullanmayacaktır (Pirgaip, 2014, s. 30).

1.1.3.4 Forward Sözleşmesi Satın Alınması

Forward (Alivre) sözleşmeler geleceğe yönelik satıcının belirlenen bir ürünü gelecek tarihte, anlaşılan fiyat tutarını alıcıya teslim etmesini öngören sözleşmelerdir. Sözleşme koşulları satıcı ve alıcı aralarında müzakere yaparak belirlemektedir (Altınkaynak, 2016, s. 157).

Pay geri satın alımı amacıyla yapılan forward sözleşmelerinde şirketin, belirlenen paylarını, belirlenen fiyattan ve ileri bir tarihte imzalanan forward sözleşme kapsamında geri almaktadır (Vermaelen, 2005, s. 179; Luning, 2007, s. 45). Vade sonunda, şirkete teslim etmek amacıyla karşı taraf payları borsadan almakta ve şirket bu paylar karşılığında, söz konusu payların geri alımına karşılık anlaşmada yerine getirilmesi gereken sözleşme fiyatına bir miktar borçlanma

primini dahil etmek koşuluyla yükümlülüklerini yerine getirmektedir. Forward sözleşmesi kapsamında karşı taraf payları şirket adına borsadan almakta, bu sayede şirkete finansal destek sağlamakta ve şirket de bunun karşılığında tahvil/kredi faizine benzer bir prim ekleyerek ödeme yapmaktadır (Pirgaip, 2014, s. 31).

1.1.3.5 Hızlandırılmış Geri Alım Yapılması

Hızlandırılmış pay geri alımı (ASR), esasında forward sözleşmesine dayanmakta olup, en temel farkı (Pirgaip, 2014, s. 32) şirketin paylarını sözleşmenin yapıldığı tarihte alması ve şirket hazinesine katması, hisse başına kar (EPS) ve kaldıraç oranına etkisi hızlı olacaktır (Luning, 2007, s. 44). Başlangıçta, yatırım bankası payları şirkete o anki fiyattan ödünç verir ve açığa satışını gerçekleştirir (Gökgöz, 2014, s. 6). Bu durumda şirket paylarını aldıktan sonra şirket hazinesine katar. Yatırım bankası vade sonuna kadar açığa satmış olduğu payları iade edebilmek için açık piyasa geri alımını başlatıp payları piyasadan toplar ve vade sonunda oluşan fiyat farkı (az veya çok) şirket ile yatırım bankası arasında uzlaşıp oluşan kısa pozisyonunu kapatır (Luning, 2007, s. 44; Pirgaip, 2014, s. 32).

1.1.3.6 Devredilebilir Satma Haklarının Kullandırılması

Devredilebilir satım hakları (TRP), türev finansal araçlar kapsamında satım opsiyonları ile ilişkili ayrıca türev işlemlerle sabit fiyatlı çağrının yapılması söz konusudur (Pirgaip, 2014, s. 32). TRP'ler hissedarlara vade sonuna kadar sabit fiyat güvencesiyle pay senetlerini satma hakkı verir (Luning, 2007, s.41). Bu pay senedi geri alım stratejisinde kullanılan türevler, şirketin çağrı döneminin başında her bir ortağının sermaye oranı üzerinden bedelsiz olarak ikincil piyasada TRP satma hakkı yazılmakta ve çağrının vadesi sonunda çağrı fiyatından satma hakları bulunmaktadır (Pirgaip, 2014, s. 32; Luning, 2007, s. 45). Bu sebeple, şirket ortakları genellikle cari pay senedinin üzerinde bir primle serbest satış hakkı elde ederler. Bir pay senedini satmak için gerekli olan satış hakkı sayısı, şirketin pay geri alımı yapacağı pay adedi yüzdesine göre belirlenir. %5'lik bir geri alım yapmak isteyen bir şirket örneğiyle ortakların her bir pay senedi için 20 TRP'ye ihtiyacı vardır (Luning, 2007, s. 45). Bu sayede şirketin geleceği hakkında kötümser düşünceye sahip ortakların paylarını ikincil piyasaya satıp şirketin geleceği hakkında iyimser olan yatırımcıların bu payları toplayabilmeleri için bir fırsat sunmaktadır (Pirgaip, 2014, s. 33). Şirketin ele geçirilme riskine karşılık olarak

yapılan bu geri alımda, düşük rezervasyon fiyatına sahip ortaklardan kurtulup yüksek rezervasyon fiyatına sahip ortakların şirketin bünyesinde tutmayı sağlamaktadır (Vermaelen, 2005, s. 174-175).

1.1.4 Müzakere Yoluyla Gerçekleştirilen Geri Alımlar

Şirketin paylarını piyasa dışından ortaklarıyla yapacakları anlaşmalar doğrultusunda, kendi hisselerini büyük hissedardan geri satın almak isteyebilir (Vermaelen, 2005, s. 177; Pirgaip, 2014, s. 24). Şirketin önemli ölçüde payına sahip olduğu durumda, pay senetlerini geri almak için özel müzakereler yaparak hissedarın elinde bulunan payları yönetim ile ortak arasında yapılacak pazarlık sürecinde belirlenecek olan tutarda (bu tutar piyasa fiyatının üstünde de olabilir) pay geri satın alımı yapabilirler (Luning, 2007, s. 22-23). Bu geri alım işlemi şirketin yönetimini ortaklar tarafından şirket paylarının çoğunluğunu elinde bulundurulması durumunda devralma riskine karşı koymak amacıyla yapılmaktadır. Şirket borsada işlem görmüyorsa bu geri alım yöntemi diğer ortaklar açısından, şirkete likidite imkanı sağlayacağı düşünülmektedir. Diğer geri satın alım türlerine göre en büyük farkı şirket paylarına sahip tüm hissedarların aksine tek bir hissedara yönelik olmasıdır (Luning, 2007, s. 22-23).

1.2 Pay Geri Satın Alımların Olumlu ve Olumsuz Yönleri

Pay geri alımlarının yaygınlaşmasının ardından, şirketlerin pay geri alımı programlarını daha etkin kullanması hem yatırımcıların hem de araştırmacıların pay geri alımı etkilerini anlama konusunda düşünce karmaşasına yol açmıştır. Bu sebeple yapılan pay geri alımlarının olumlu ve olumsuz yönleri aşağıda verilmiştir.

1.2.1 Olumlu Yönleri

Pay geri alım programının duyurusu, yatırımcılara firmanın düşük değerlendirilmesinin bir sinyali olarak görülür ve pay senetlerinin fiyatının yükselmesini tetiklediği inancıyla olumlu karşılanır (Brigham & Houston, 2013, s. 509; Taşdemir, 2019, s. 31). Firmanın fazla nakdi dağıtmasının bir yolu temettü ödemesi yaparak hissedarlara nakit veya pay olarak ödeme yapabilir. Diğer bir yolu ise, temettü ödemesi yapmak yerine pay senetlerinin geri alım programını başlatabilir. Temettü ile fazla nakdin dağıtımında hissedarlar temettü ödemesinin vergilendirmesine katlanmak zorundadır ya da firma geri alım programı yaparak ödenmemiş pay sayısını azaltabilir, böylece payların üzerinde olumlu sonuçlanan

EPS ve F/K oranlarını iyileştirebilirler (Yallapragada, 2014, s. 195; Cahn & Donald, 2010, s. 242).

Pay geri alımlarının yapılması firma hakkında kötümser düşünen hissedarların, başlatılan program kapsamında paylarını satışa sunması, firmanın geleceği hakkında iyimser düşünen hissedarların ise paylarını satışa sunmayarak muhafaza etmeleri, kısa vadeli yatırımcıları azaltarak yerlerini uzun vadeli yatırımcılara bırakması pay senedi fiyatlarına olumlu yansıyacaktır (SPK, 2000, s. 8; Akyol, Kim & Shekhar, 2014, s. 322). Bu sayede şirketin yönetimini ele geçirmek isteyen istilacılara karşı, piyasadaki pay miktarını azaltılıp, fiyat artırılacak ve daha yüksek maliyetle karşılaşmaları amaçlarını sekteye uğratacaktır (Lee, Ejara & Gleason, 2010, s. 117).

Geri alım sonucunda şirketin bünyesine kazandırılan paylar, firmanın yönetiminde çalışan elemanlarının devamlılığını sağlamak ve çalışma potansiyellerini artıracak ödüllendirmeler yapmak için (Atasoy, 2009, s. 79), geri alınan payları EPS sulandırmadan yönetim elemanlarına dağıtılmasına olanak sağlamaktadır (Dittmar, 2000, s. 335). Bunun sonucunda yönetim için firmanın gelecekte değer kazanması daha ilgi çekici hale gelmektedir.

1.2.2 Olumsuz Yönleri

Hissedarlar yatırımlarını risk almadan muhafaza etmek için temettü dağıtımını daha güvenilir bulma eğilimi göstermektedir. Geri alımlarda olumlu beklentinin aksine pay fiyatının düşmesi veya değerini koruması da söz konusu olabildiğinden, hissedarlar temettü dağıtımını daha sıcak karşılayabilmektedirler (Taşdemir, 2019 s. 33). Ancak hissedarlara yapılan bu ödemelerle elden çıkarılan likit varlıklar, firmanın teminatsız alacaklarını karşılayacak uygun varlıkları azaltıp ödemeler konusunda tehlike oluşturabilmektedirler (Brigham & Houston, 2013, s. 510).

Yönetimin pay senedi fiyatının olması gereken fiyatın altında olduğuna inanmaları sonucu başlatılan geri alım programlarında, hissedarlar firmanın şimdiki ve gelecekteki faaliyetleri hakkında tüm bilgiye sahip değilse, başlatılan programın oluşturacağı etkilerin farkında olamayabilirler. Bu sebeple pay senetleri beklenen değere ulaşamaz ve firmaya güvenen hissedarların uzun vadede kuşkuyla bakmasına sebebiyet verir. Bununla birlikte birçok firma pay geri alım programını

uygulamadan önce tüm bilgileri kamuoyuna sunar, aksi halde potansiyel hissedar davalarına maruz kalabilir (Brigham & Houston, 2013, s. 510).

Firma paylarını büyük ölçüde geri almak istiyorsa değerinin üzerinde fiyat çağrısında bulunabilir. Fakat paylarının aktif olarak alım ve satımı yoksa programın sonlanmasının ardından düşüş yaşayabilir (Brigham & Houston, 2013, s. 510). Bu durumda satış yapmayan hissedarların paniğe kapılıp ellerindeki payları satışa sunması, alış emirlerini eritip pay fiyatlarını daha aşağıya çekmesi muhtemeldir.

EPS yatırımcıların firmayı değerlendirmek için baktığı finansal oranlardan birisidir. Bu sebeple firmalar daha yüksek EPS oranına sahip olup analistleri yatırıma teşvik etmek için, haklı gerekçeleri olmaksızın pay geri alım programı başlatabilmektedirler (Taşdemir, 2019, s. 33). EPS oranındaki bu yükseliş toplam kazanca karşılık gelen herhangi bir artış olmadan elde edilir. Bu sebeple yatırımcıların, firma kazançları raporlanmadan yapılan geri alım programlarına karşılık dikkatli olması gerekir (Yallapragada, 2014, s. 196).

1.3 Pay Senedi Geri Alımların Nedenleri

Pay senedi geri alımlarının birden fazla nedeni vardır. Araştırma kapsamında en önemli olan beş hipotez değerlendirilecek ve bu sayede firmaların neden pay senedi geri alımları yaptıkları araştırılacaktır.

1.3.1 Düşük Değerleme ve Sinyalizasyon Hipotezi

Firmaların yöneticileri, bulundukları firmanın piyasadaki diğer firmalara kıyasla kendi firmasının olması gereken fiyattan daha düşük olduğunu anlamak için en iyi konumdadır (Grullon & Ikenberry, 2000, s. 36; Gökğöz, 2014, s. 4-5; Taşdemir, 2019, s. 22). Yöneticiler firmanın değerinin düşük olduğuna inanırsa, pay geri alımını başlatabilir veya düşük değerlenmiş başka payları satın alma yoluna gidebilir ve firmaların uzun vadeli değerini artırabilirler (Ditmarr, 2000, s. 334; Bartov, Krinsky & Lee, 1998, s. 90). Yöneticiler ve yatırımcılar arasında bilgi asimetrisi varsa, firmaların kamuya sunmadıkları bilgiler pay senetlerinin fiyatlanmasında önemli etki yaratmaktadır. Firmaların bilgilerinin kamuya paylaşılmaması durumu ne kadar fazla olursa, bilgi asimetrisinin firmanın olması gereken değerini saklaması ve değer düşüklüğü yaşaması sonucunu doğurmaktadır. Firma yönetimi bunların aksine pay geri alımı yapmak istediklerinde piyasadaki payların düşük değerlenmesini beklemek isteyebilir. Pay geri alımı duyurusu

piyasadaki yatırımcılara firmanın düşük değeriyle bir sinyali olarak değerlendirilebilir (Lee, Ejara & Gleason, 2010, s. 116; Fred & Juan, 2002, s. 9). Açık piyasa programlarını ilan eden firmalar her zaman geri alımlarını tamamlamayabilirler. Pay geri alım programını uygulayan firmalar için ilk piyasa tepkileri genellikle olumlu sonuç vermektedir. Olumlu sonuç vermeyen piyasa tepkileri ise yatırımcıların firmanın öne sürdüğü iddialara şüpheyle bakması ya da firmanın değerinin düşük olamaması durumunda değer düşüklüğünü öne sürmesi, duyuruya yetersiz tepki verebilmektedir (Grullon & Ikenberry, 2000, s. 37; Gökgöz, 2014, s. 4).

1.3.2 Sermaye Fazlası Hipotezi

Firmanın faaliyetleri sonucu elde etmiş olduğu sermaye kazancının yatırım yapıp, firmanın değerine değer katması beklenmektedir (Gökgöz, 2014, s. 4). Yapılan yatırımların sonrasında firmanın elinde kalan fazla sermaye ile ya da yapılacak yatırım fırsatlarının olmaması durumunda pay senedi geri alımı yapabilirler. Bu durum hissedarlara yapılması beklenen temettü dağıtımının diğer bir yoludur (Lee, Ejara & Gleason, 2010, s. 117; Dittmar & Dittmar, 2007, s. 5; Grullon & Ikenberry, 2000, s. 40; Chang & Puthenpurackal, 2014, s. 624; Dittmar, 2000, s. 333). Bu sayede firma yönetimi pay senedi geri alımı yaparak dağıtması gereken fazla sermayeyi hissedarlara dağıtabilir (Vermaelen, 1981, s. 140). Temettü ödemesinin yapılması fazla nakdin özkaynaklardan çıkıp, hissedarlara nakit veya pay senedi olarak dağıtılması, pay başına dağıtılan temettü tutarı kadar pay fiyatının düşmesi anlamına gelmektedir. Pay geri alımı yapılarak temettü tutarı firma bünyesinde kalıp, pay fiyatlarının artması hissedarların temettü ödemelerini farklı yolla karşılamasını ifade etmektedir (Chang & Puthenpurackal, 2014, s. 624). Pay senedi geri alımlarının vergi avantajı, sermaye kazançlarının genellikle temettü gelirinden daha düşük bir oranda vergilendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Geri alımın sadece sermaye kazancı olan kısmı vergilendirilir ve yatırımcılar kazancı gerçekleştirene ve hisse senetlerini satana kadar sermaye kazançları vergisini erteleyebilir (Fred & Juan, 2002, s. 5). Bilgilerin kamuya paylaşılmış olduğu ve işlem maliyeti ile vergi yükümlülüğünün olmadığı firmada, temettü dağıtımı ile hisse geri alımı programının yapılmasının ayrımı olmamaktadır (SPK, 2000, s. 5). Yapılan geri alımlar ilerleyen dönemlerde firmanın geleceğine büyük katkı sağlayabilecek yatırım fırsatlarını fonlama ihtiyacı konusunda yetersiz bırakmıyorsa, iyi bir pay geri alım olarak değerlendirilebilir.

1.3.3 Devralma Caydırıcılık Hipotezi

Birleşme ve satın almalar günümüzde çok sık gündeme gelmekte ve bu rekabetçi piyasada, borsada işlem gören firmalar için hayati önem taşıyor hale geldi (Abdou & Gupta, 2021, s. 4). Bir devralma girişimi, piyasada ortalamanın üzerinde kar elde etmenin bir yoludur. İstilacılar piyasada düşük değeriyle payları tespit edip, piyasadaki hisseleri toplama eyleminde bulunurlar. Böylece firma kontrolünü ele geçirebilir, firmanın verimliliğini artırabilir ve firmanın kamuya paylaşmamış olduğu şirket içi özel bilgileri serbest bırakabilir (Lee, Ejara & Gleason, 2010, s. 117). Bu nedenle, sermaye fazlası hipotezinde bahsedildiği gibi temettü ödemeleri yerine, pay geri alım yöntemiyle piyasada bulunan payların sayısını azaltıp hisse başına karı artırabilirler (Gökgöz, 2014, s. 5). Çünkü satışta bulunan hissedarlar en düşük fiyattan paylarını satanlardır. Kısa vadeli yatırımcıların hisselerini toplayarak, uzun vadeli yatırımcıların daha yoğun olduğu piyasada fiyat eğrisi yukarı doğru hareketlenecektir (SPK, 2000, s. 8; Akyol, Kim & Shekhar, 2014, s. 322). Bunun sonucunda istilacı yatırımcılar payların çoğunluğunu elinde bulundurmak için satın alma girişiminde yüksek fiyatla karşılaşacaktır ve bu durum ilgilerini çekmeyecektir (Lee, Ejara & Gleason, 2010, s. 117).

1.3.4 Optimal Kaldıraç Oranı Hipotezi

Firma fazla fonları temettü dağıtmak yerine, hisse geri alımları yaptığında, fazla sermayeyi dağıtır ve özsermayesi azalır. Bu sebeple kaldıraç oranı artar, olması gereken optimal kaldıraç yani borç/özsermaye oranına (ABD’de kabul gören oran %60) ulaşmaya çalışır (Dittmar, 2000, s. 335; Lee, Ejara & Gleason, 2010, s. 117). Bu ise kaldıraç oranı olması gereken optimal kaldıraç oranının altında olan firmaların diğer firmalara kıyasla pay geri alımlarını daha büyük miktarda gerçekleştirme eğiliminde oldukları anlamına gelmektedir. Bu oranın ayarlanmasında firmanın tüm bilgilerini kamuya sunmuş olmasının büyük etkisi vardır. Tam olarak fiyatlanmamış pay senetlerinde özsermayenin dengesizliğinden kaynaklı olarak kaldıraç oranının olması gerektiği gibi düzenlemek gerekmektedir. Aksi halde firma riskli konuma düşebilir (SPK, 2000, s. 7). Firmanın borçlanma oranının düşük olduğu durumda, yapılan pay geri alımları ek olarak borçlanmayla yapılıyorsa, firmanın optimal kaldıraç oranına ulaşması daha kısa zamanda

gerçekleşmektedir (Lee, Ejara & Gleason, 2010, s. 117). Dolayısıyla firmanın sermaye yapısı pay geri alım kararını büyük ölçüde etkilemektedir.

1.3.5 Yönetim Teşvik Hipotezi

Pay senedi geri alım programlarıyla piyasadan toplanan pay senetlerini şirketin bünyesine katarak yöneticilere pay bazlı ödemeler yapıp, hem gelecekteki emeklilik planlarını destekler hem de çalışma performansını artırması yönünde destek sağlar (Pirgaip, 2014, s. 16). Teşvik ödülü planlaması, yönetim çalışanlarına yapılan ödemelerle gelecekte başarı sağlaması, performans ödüllendirmesi ve kilit personelleri için şirketi daha çekici kılmak için kullanılabilir (Atasoy, 2009, s. 79). Pay senedi geri alımı, özsermayeyi azaltarak firmanın kaldıraç oranına etki yapmakla kalmaz, bununla birlikte firma yönetimine hisse başına kar değerini sulandırmadan nakit dağıtımına da izin verir (Dittmar, 2000, s. 335). Bu sebeple, yönetim pay senetlerinin fiyatlarının olumlu yönde seyretmesi yönetim için daha çok ilgi çekici hale gelmektedir (Abdou & Gupta, 2021, s. 5-6). Pay senedi geri alımları yönetimi temettü dağıtmak yerine geri alımlarını yapmaya teşvik eder. Çünkü geri alım yapılarak toplanan paylar şirket bünyesine girmektedir ve yönetime dağıtılan paylar şirketin bünyesinden verilmektedir. Ayrıca yönetime yüksek ödeme yapan firmalar, yöneticilerine pay senedi ile tazmin etmek için pay geri alımlarını faydalı bulmaktadır (Dittmar, 2000, s. 335).

2. PAY SENETLERİ GERİ ALIMIYLA İLGİLİ LİTERATÜR

TARAMASI

Pay senetleri geri alımlarıyla ilgili az sayıda ulusal makale olmakla birlikte, uluslararası çok sayıda araştırma bulunmaktadır. İlgili literatür incelendiğinde bazı çalışmalarda tek bir ülkenin pay geri alımlarının incelendiği, bazılarında ise birden fazla piyasada pay senetleri geri alımı incelendiği görülmektedir. Çalışmalarda genellikle değer düşüklüğü, devralma caydırıcılık, optimal kaldıraç oranı dengeleme, yönetim teşvik ve sermaye fazlasını temettü dağıtmak yerine geri alım yaparak karşılamayı incelemektedirler. Veriler için çoğunlukla ülkelerin resmi veri tabanlarından yararlanılmaktadır. Bunun haricinde, anket yöntemi kullananlar ve elle toplamada bulunanlar da vardır. Literatür kısaca aşağıda özetlenmiştir.

2.1 Ulusal Literatür

Pirgaip ve Karacaer (2015) hisse senedi geri alımının neden kullanıldığı ve Türkiye pazarındaki etkilerinin/sinyallerinin neler olduğu hakkında çıkarımlarda bulunmak için hisse senedi geri alım işlemleri sonrası, hisse senedi fiyatlarındaki hareketleri analiz etmişlerdir. Araştırma verileri BİST, KAP ve Sermaye Piyasası Kurumu (SPK) tarafından sağlanmaktadır. Veri setinde 34 firma 2010 yılının üçüncü çeyreğinden 2013 yılının dördüncü çeyreğine kadar işleme alınmıştır. Araştırmanın sonucunda hisse senedi geri alımından sonra, anormal getiri elde etmek için önemli bir fırsat olduğunu göstermektedir. Bu da hisse senetlerinin öncelikle düşük değerlemeden kaçınmak için geri satın alındığını göstermektedir.

Pirgaip (2020) COVID-19'un ciddi şekilde vurduğu, gelişmekte olan piyasalardan biri olan Türkiye'de hisse geri alım işlemlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemeye çalışmakta ve olay çalışması metodolojisini kullanarak, 19 şirket örneğinin hisse geri alım işlemlerine kısa vadeli borsa tepkisini analiz etmektedir. Geri alım yapan firmaların analiz sonuçları doğrultusunda bu işlemlerin fiyatları desteklemekte, başarılı olduğu ve piyasanın canlanmasına önemli katkı sağladığı görülmektedir.

2.2 Uluslararası Literatür

Abdou ve Gupta (2021) uzun vadeli yatırım stratejisi olarak hisse geri alımları üzerinde çalışmışlardır. Makalelerinde kümülatif anormal getirileri (CAR) ölçmek için hem kısa hem de uzun vadeli olay çalışması kullanılmıştır. Veriler Securities Data Corporation (SDC) aracılığıyla 1992-2010 tarihleri arasında hisse geri alımı yapan firmaları örnek olarak almıştır. Kısa vadeli olay çalışmasında belirlenen zaman periyodu gün cinsinden alınmış ve 4 farklı pencere kullanılmış olup bunlar; (-30,-2), (-1,0), (0,1) ve (0,30) olarak belirlenmiş ve piyasa modeli kullanılmıştır. Uzun vadeli zaman periyodu ay cinsinden belirlenmiş ve 3 farklı pencere kullanılmış, bunlar; (0,12), (0,24) ve (0,36) olarak belirlenmiş ve Fama & French üç faktör modelini (FF3F) kullanmışlardır. Hisse senedi geri alım duyurusunu takip eden üç yıl içinde, hangi firmaların hisse senedi opsiyonu hibeleri, birleşme ve satın almalar (M&A) veya ikincil halka arzlarla (SEO) uğraştığını kontrol etmek için bu örnek kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda kısa vadeli çalışma sonucunda tüm olay pencereleri için sonuçlar istatistiksel ve ekonomik olarak anlamlı bulunmuş ve hem değer ağırlıklı hem de eşit ağırlıklı endekslerle tutarlı bulunmuştur. Uzun vadeli olay çalışması sonuçları, geri satın alma programının tam olarak uygulanmasının ardından edinilen pay senedinin, pay senedi opsiyonu hibelerini yerine getirmek için kullanılmasının 1, 2 ve 3 yıllık dönemde hissedarların serveti üzerinde anlamlı olduğunu göstermektedir. Ancak etkiler ikincil halka arzlar ile birleşme satın almalar için anlamsızdır.

Akyol vd. (2014) 2004-2007 tarihleri arasında geri alım mekanizmaları olarak ASR ve açık piyasa geri alımı (OMR) arasındaki seçimi incelemişlerdir. Securities and Exchange Commission'dan (SEC) elde edilen verilerde 135 firma ve 177 ilan dikkate alınmıştır. Araştırmanın sonucunda duyuru çeyreğinde fiilen hisse satın alan bir ASR ve OMR örneği için, ASR firmalarının daha düşük pazara sahip olduğu bulunmuştur. Yeniden satın alma öncesinde ASR firmaları, OMR firmalarından önemli ölçüde daha fazla devralma söylentilerine tabidir. Bu sağlamlaşma ve düşük değerlendirme ile birlikte ASR'leri kullanma seçimini etkilemektedir. ASR firmaları, duyurudan önce ve sonra pozitif ortalama anormal getiriler yaşamaktadır. Ayrıca, gizli devralma olasılığı hem ASR hem de OMR firmaları için duyuru öncesi ile karşılaştırıldığında önemli ölçüde daha düşüktür. Ancak ASR firmaları için devralma söylentilerindeki azalış daha belirgindir.

Sonuçlar yeniden satın almaların ve özellikle ASR'lerin şirketleri devralması daha az çekici hale getirdiğine işaret etmektedir.

Almeida vd. (2016) hisse geri alımlarının firma yatırımı ve istihdam üzerindeki etkileri araştırmaktadır. Hisse geri alımlarının diğer firmalar üzerindeki gerçek etkilerini belirlemek için bir regression discontinuity tasarımı kullanmışlardır. Veriler Standard and Poor's Compustat aracılığıyla 1988 ile 2010 tarihleri arasındaki Compustat üç aylık dosyasındaki, kamu ve finansal firmaları haricindeki 385.488 gözlemden oluşmaktadır. Çalışmanın sonucunda EPS artıran hisse geri alımlarının olasılığı, EPS tahminini "sadece yenen" firmalarla karşılaştırıldığında, geri alımın yokluğunda EPS tahminini henüz kaçırmış olan firmalar için, kesin bir şekilde daha yüksektir. Küçük bir negatif EPS'ye sahip olan firmalar tarafından yapılan hisse geri alımlarındaki artışın, diğer kurumsal politikadaki önemli değişikliklerle ilişkili olduğunu ve bu şirketlerin analist EPS tahminlerini karşılayan şirketlere kıyasla, EPS kaynaklı geri alımlardaki artışların ardından dört çeyrekte istihdamı, yatırım harcamalarını ve araştırma geliştirmeyi (Ar-Ge) düşürme eğiliminde olduklarını bulmuşlardır.

Andriosopoulos ve Lasfer (2015) 1997-2006 yılları arasında Fransa, Almanya ve Birleşik Krallık'taki açık piyasada adi hisseleri geri satın alma niyeti gösteren toplam 970 hisse geri alımını ele almıştır. Bu geri alımların ülkelere göre dağılımı, Birleşik Krallıkta 513 (%53), Fransa'da 263 (%27) ve Almanya'da 194 (%20)'tür. Araştırmada tahmin periyodu (-255,-21) gün olarak belirlenmiş ve (-1,1) gün aralığını rapor etmektedir. Araştırmanın sonucunda ortalama piyasa tepkisinin, ABD'dekinden daha düşük olduğu ve aşırı getirilerin Fransa'da daha küçük olmasına rağmen Almanya ve İngiltere arasında önemli bir fark olmadığı bulunmuştur. Piyasanın geri alım yapılan hisseleri değerlemesinin duyuruların periyodikliğine bağlı olduğu tespit edilmiştir. Pek çok Avrupalı firma, zaman içinde sürekli olarak yeniden geri alım ilan ettiğinden, ilk duyurunun yüksek getirisi olduğu bulunmuş ve bu da ilk duyurunun herhangi bir bilgi asimetrisini önemli ölçüde azalttığını ve bu nedenle sinyalinin sonraki duyurulara göre daha yüksek bilgi içeriği taşıdığını göstermektedir. Ayrıca sonuçlar bir kamuyu aydınlatma rejimi getiren ve bilgi asimetrisini azaltmayı amaçlayan Avrupa Birliği (AB) piyasayı kötüye kullanma direktifinin kabul edilmesinin piyasanın hisse geri alım duyurularına tepkisini önemli ölçüde etkilemediğini bildirmektedir.

Baker vd. (2003) şirketlerin neden açık piyasa geri alımlarını kullandıklarını anket aracılığıyla araştırmaktadır. Ocak 1998'den Eylül 1999'a kadar, firmaların hisse geri alımları hakkındaki düşüncelerini öğrenmek için 642 üst düzey finans yöneticisiyle anket yapmışlardır. İki sayfalık anket üç bölümden oluşmaktadır. İlk kısımda, yöneticilerden firmaların en son adi hisse senedi geri alımı için 20 nedenden her birinin önem düzeyini 0-3 aralığında 4 puanlık bir ölçekle değerlendirmesi istenmiştir. İkinci kısımda, firmaların en son adi hisse senedi geri alımı hakkında bilgiler arandı. Bu tür bilgiler, firmanın en son adi hisse senedi geri alımına yol açan en önemli durum, kullandığı temel yöntem, geri alımın finansmanı için temel fon kaynağı, en son geri alımı tamamladı mı ve tamamlanması ne kadar zaman aldığına dair soruları içeriyordu. Üçüncü kısımdaysa, yöneticilerden genel olarak adi hisse senedi geri alımlarıyla ilgili çeşitli ifadelere katılma veya katılmama düzeyini 5 puanlık bir ölçek kullanarak belirlenmesi istenmiştir. Araştırmanın sonucunda açık piyasa geri alımlarıyla uğraşan firmaların yöneticilerinden alınan 194 yanıtı dayanarak, sonuçlar gösteriyor ki, adi hisse senetlerinin yeniden satın alınması için en çok belirtilen iki nedenin hissedarlara değer katmak ve pazarlık fiyatından hisse elde etmek olduğu görülmektedir. Yönetimin adi hisse senetlerinin geri alınması için belirli nedenlere verdiği önemin, son birkaç on yılda değişmiş olabileceğini göstermektedir. Büyük çaplı hisseleri kaldırmak için, hisselerin geri satın alınması nedenleri daha az önemli görünürken, şirketin sermaye yapısını ayarlamak ve temettü vergisinden kaçınmak için hisselerin satın alınması nedenleri daha önemli görünmektedir.

Banyi vd. (2005) firmaların önceki çalışmalarda kullanılan hisse geri alımlarına ilişkin çeşitli tahminlerin doğruluğu ve opsiyon kullanımı ve geri alım programlarının duyurulması gibi özelliklerin nasıl etkilediği incelenmektedir. Örneklem 1996 yılında Fortune 500'de listelenen firmalarla sınırlandırılmaktadır. Araştırmanın sonucunda Center for Research in Security Prices (CRSP) tarafından rapor edildiği gibi mevcut hisselerdeki düşüşlerin ve hisse senedi alımlarının anlamlı olduğu bulunmuştur. Çalışanların hisse senedi opsiyonlarının hisse geri alımları için CRSP tarafından rapor edilen verilerin proxy doğruluğunu etkilediği bulunmuştur. Tüm proxy ölçümler, firmaların duyurulması için fiili hisse geri alımlarını olduğundan daha az gösterir ve farklar istatistiksel olarak önemlidir.

Hisseleri geri satın alma planını açıklamayan birçok firma aslında yine de geri satın alımı yapmakta olduğu tespit edilmiştir.

Banyi vd. (2008) firmaların daha önceki çalışmalarda kullanılan adi hisse senedi geri alımlarına ilişkin çeşitli tahminlerin doğruluğunu incelemektedirler. Revize edilmiş kural 10b-18 açıklamaları uyarınca gerekli olan üç aylık ve yıllık açıklamalardan 2004'te ki fiili hisse geri alımlarına ilişkin veriler toplanmıştır. Bu prosedür zaman alıcı olduğundan, örneklem 2003 piyasa değeri en az 400 milyon \$ olan, finansal olmayan, aralık yılsonu firmaları ile sınırlanmıştır. Çalışmanın sonucunda en yaygın olarak kullanılan tahmin edicilerde yüksek hata oranları bulunmuştur. Ayrıca, açık pazar payı geri alımlarını tahmin etmek için kullanılan prosedürün sonuçları önemli ölçüde etkilediği bulunmuştur. En doğru olan Compustat tabanlı ölçüm, vakaların yaklaşık %16'sında %30'dan fazla geri satın alınan gerçek hisse sayısından saptanmaktadır. SEC'in 10-Q ve 10-K formlarında hisse geri alımları hakkında kesin bilgilerin açıklanmasını zorunlu kıldığı için birçok çalışmanın yeniden gözden geçirilmesi gerektiği sonucuna varılmıştır.

Bonaime vd. (2014) bir firmanın hedef sermaye yapısına sahip olduğu ve yanlış fiyatlandırabilecek öz kaynağa sahip olduğu birleşik bir çerçeve kullanılarak hisse geri alımlarının nedenleri değerlendirmişlerdir. Örneklem 1990-2010 yılları arasında SDC geri alım veri tabanında mevcut olan tüm açık pazar payı geri alımı duyurularını içermektedir. Örneklem dahil olan veriler CRSP'de iade verilerine ve Compustat'ta muhasebe verilerine sahip olması gerekmektedir. Çalışmada olay etüdü ile piyasa modeli getirileri ölçülmekte ve piyasa modeli -255 gün üzerinden betaları hesaplanarak bulunmaktadır. Araştırmanın sonucunda sermaye yapısı düzeltmelerinin yeniden satın almalar için değer yaratma derecesinin firmanın düşük değerlemesine bağlı olduğu belgelenmektedir. Düşük kaldıraçlı ve düşük değerli firmalar, hisse senedi fiyatının geri alım duyurusuna tepkisinin kanıtladığı gibi, bir geri alımdan en büyük ekonomik kazancın tadını çıkarır ve bu firmaların bir hisse geri alım programı ilan etme olasılıkları daha yüksektir.

Bonaime ve Ryngaert (2013) içeriden öğrenenlerin ticareti ve hisse geri alımları üzerine yaptığı araştırmada, içeriden öğrenenler ve firmalar aynı yönde ticaret yapıyor mu sorusuna cevap aramaktadırlar. Örneklem tasarlanırken Compustat mali yıllarını 2006 veya öncesinde olan firmalar için Şubat 1989 ile

Mayıs 2007 arasında sona eren firma çeyrekleri için Compustat üç aylık verileri kullanılmıştır. Çalışma kapsamında kamu ve finansal firmalar çıkarılmış ve 243.412 firma çeyreğinden yararlanılmıştır. Çalışmanın sonucunda düşük değerleme sinyali genellikle hisse geri satın almanın birincil nedeni olarak kabul edilir. Ancak firmaları yeniden satın alarak içeriden öğrenenlerin ticareti faaliyeti her zaman düşük değerleme ile tutarlı değildir. İçeriden öğrenenlerin satışı ile ilişkili hisse geri alımları, diğer geri alımlarla karşılaştırıldığında, likidite azlığı, içeriden öğrenenlerin opsiyon uygulamaları ve geri alım öncesi getiriler ile pozitif ilişkilidir ve sektöre göre düzeltilmiş defter/piyasa oranları ile negatif ilişkilidir. Bu nedenle, içeridekiler hisse satarken geri alımlar, hisse fiyatlarını desteklemek veya seyreletmeyi önlemek için daha olasıdır ve düşük değerleme sinyalleri olma olasılığı daha düşüktür. İçeriden öğrenenlerin alım ve satımlarının, yeniden satın almanın düşük değerleme sinyali doğruladığını veya azalttığını görmektedirler. Belirli bir çeyrekte net içeriden öğrenen satın alan ve net içeriden satış yapan firmaların anormal getirileri, geri alımdan hemen sonraki çeyrek ve müteakip üç yıl için önemli ölçüde daha yüksektir. Net içeriden öğrenenlerin satışının eşlik ettiği geri alımlar için, sadece bir yıl sonra anormal getiriler ihmal edilebilir düzeydedir.

Boudry vd. (2013) hisse geri alımları için aşırı yatırım motivasyonunu incelemektedir. Çeşitli olası geri satın alma nedenlerinin hisse geri satın alma kararı üzerindeki etkisini belirlemek için Logit ve Tobit modelleri kullanılmıştır. Örneklem olarak 1996 ile 2010 yılları arasında 139 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nı (GYO) örneklemeye dahil etmişlerdir. Bir GYO emlak portföyü verilerini emlak piyasasında proje karlılıkları ile birleştirerek, firmanın yatırım fırsatı setinin benzersiz ölçüsünü analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda diğer olası geri alım gerekçeleri kontrol edilerek, zayıf yatırım fırsatlarının daha yüksek seviyedeki hisse geri alımlarıyla ilişkili olduğu bulunmuştur. Yatırım fırsatlarına bağlı olarak, nakit seviyesinin sadece düşük yatırım fırsatı sunan firmalar için yeniden satın almalarla pozitif ilişkili olduğu bulunmuştur. Ayrıca hisse geri alım duyurusu getirileri ile yatırım fırsatları arasında negatif bir ilişki bulunmuştur.

Cooper vd. (2018) firmaların hisse senedi geri alımlarının maliyetini azaltmak için açık piyasa hisse senedi geri alımlarından önce gelir düşürücü reel kazanç yönetimine girip girmediklerini incelemektedirler. Kısa vadede, yöneticiler envanterleri eksik üretme ve isteğe bağlı harcamaları artırma, böylece cari dönem

kazançlarını azaltma yeteneğine sahiptirler. Örneklem Compustat ve I/B/E/S'den temin edilmiş olup 1988-2011 tarihleri arasında 23.396 firma çeyreği içermekte ve gerçek kazanç yöntemi uygulanmaktadır. Araştırmanın sonucunda, firmaların hisse geri alımı yapmadan önce isteğe bağlı harcamalarını artırdıkları ve stoklarını az ürettikleri bulunmuştur. Geri satın alma şirketlerinin sarbanes-oxley act (SOX) sonrası dönemde daha fazla isteğe bağlı harcama kullandıkları görülmüştür. Z skoru ve marjinal vergi oranları daha yüksek olan firmaların hisselerini geri almadan önce daha fazla isteğe bağlı gelir düşürücü harcama yaptıkları gözlemlenmiştir.

Dittmar (2000) 1977-1996 tarihleri arasında Compustat ve CRSP veri tabanlarında listelenen mali kurumları, kamu hizmetlerini ve nakliye şirketleri hariç tüm firmaları ele almıştır. Makalesinde hisse geri alımları ile dağıtım, yatırım, sermaye yapısı, kurumsal kontrol ve tazminat politikaları arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır. Örneklem dönemi boyunca, firmaların potansiyel düşük değerlemeden yararlanmak ve birçok dönemde fazla sermayeyi dağıtmak için hisse senedi satın aldıkları ve optimal kaldıraç oranlarını değiştirmek, devralmaları savuşturmak ve hisse senedi opsiyonlarının seyreltme etkilerine karşı koymak için belirli dönemlerde hisse senedi geri alımı yaptığı gözlemlenmiştir. Araştırma kapsamında sansürlü bir regresyon analizi ve Tobit modeli kullanılarak hipotezler test edilmiştir. Araştırma sonucunda firmaların 1987'den sonra her yıl kaldırıcı ayarlamak için yeniden satın alma yaptıkları gözlemlenmiştir. Firmaların büyük kısmı, 1980'lerin ortasından sonuna kadar ve 1990'ların bazı dönemlerinde devralmaları savuşturmak için hisse almıştır. 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında firmalar yönetimi teşvik etmek için daha fazla hisse senedi opsiyonu kullanmaya başlamıştır. Firmaların potansiyel düşük değerlemeden yararlanmak ve birçok dönemde fazla sermayeyi dağıtmak için hisse satın aldıkları ancak geri alımların temettülerin yerini almadığı sonucuna varılmıştır. Geri alma kararı kapsamında piyasa/defter oranı, nakit akışı, büyüklük ve opsiyon kullanımı üzerinde en büyük ekonomik etkiye sahiptir. Bu nedenle firmaların değerlemesindeki, fazla sermayedeki ve tazminattaki değişiklikler, yeniden satın alma olasılığında büyük artışa neden olacaktır.

Drousia vd. (2016) 2000-2010 tarihlerini kapsayan benzersiz bir veri seti kullanarak Yunan firmaların açık piyasa hisse geri alımlarını ve Yunanistan pazarındaki pay geri alım programı (SRP) yetkilendirme duyurularının tüm

evrenini incelemektedirler. Araştırma kapsamına alınan nihai veriler 560 hisse geri alım programını kapsamaktadır. Atina Menkul Kıymetler Borsası Günlük Resmi Listesinde yayınlanan şirket duyurularından elle toplanmış olup yetkilendirme tarihi, satın alınacak maksimum hisse sayısı, program süresi ve programın başlama nedenini içermektedir. Çalışmanın yönteminde olay çalışması ile piyasa modelinin tahmini yapılmış, piyasa modelini tahmin edebilmek için gerekli olan betaların hesaplanması için (-250,-21) penceresindeki verilerden yararlanılmıştır. Belirlenen olay penceresi (-20,20) gün aralığında olup olay günü dahil edilmiştir. Çalışmanın sonucunda yetki duyurularının yapıldığı tarihler civarında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı kümülatif ortalama anormal getiri gözlemlenmektedir. Olay günü civarındaki yedi günlük zaman diliminde bu getiri %1,57 olarak hesaplanmıştır ve %0,1'de istatistiksel olarak anlamlıdır. İlk program yayınlama tarihinden sonraki süreçte programların duyurularına verilen tepki de olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı ancak daha küçüktür.

Farell vd. (2013) EPS yönetmek için hisse geri alımlarını kullanan firmalarla hangi faktörlerin ilişkili olduğunu belirlemek için 1997-2006 ABD firmalarının hisse geri alımlarını incelemektedir. Spesifik olarak, belirli bir yılda yıllık EPS'yi en az bir sent artıran ve hisse alımından önceki yıllık EPS tahminine eşit veya daha az olan hisse geri alımlarıyla uğraşan firmalarla ilişkili firma yönetim özellikleri analiz edilmiştir. Veriler Compustat ve I/B/E/S aracılığıyla elde edilmiştir. 1997-2006 tarihleri arasındaki hisse geri alımlarıyla ilgili 14.733 firma gözleminden oluşan örnek belirlenmiştir. Çalışma kapsamında kamu, finans ve standart endüstriyel sınıflandırma firmalarını hariç tutmuş ve lojistik regresyon modeli kullanmışlardır. Araştırmanın sonucunda büyüme firmalarının kazanç yönetimi amaçları için EPS'yi artırmak için hisse alımlarını kullanma olasılığının daha düşük olduğu bulunmuştur. Ayrıca, daha bağımsız bir yönetim kuruluna sahip, CEO ve yönetim kurulu başkanı rollerinin ayrı olduğu veya düşük bir yerleşiklik endeksine (E-Index) sahip firmaların, hisse geri alımları yoluyla kazanç yöntemine girme olasılıklarının daha düşük olduğuna dair kanıtlar sunulmuştur. Yüksek CEO hisse sahipliğinin, yöneticileri EPS'yi yönetmek için bir mekanizma olarak hisse geri alımlarını kullanmaktan alıkoyulduğuna dair kanıtlar bulunmuştur.

Farrell vd. (2014) borç finansmanı kısıtlamalarının varlığında bir kazanç yöntemi mekanizması olarak hisse geri alımlarının kullanımına ve bu kısıtlamaların

tahakkukların ve diğer gerçek kazanç yöntemi tekniklerinin kullanımı üzerindeki etkisine ilişkin kanıtlar sunmuşlardır. Araştırma verileri Compustat, CRSP ve I/B/E/S özet dosyalarından temin edilmiştir. 1983-2011 tarihleri aralığında 94.382 firma örnekleme dahil edilmiştir. Çalışmada kamu ve finans firmaları hariç tutulmuş ve çoklu doğrusal regresyon kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda hisse geri alımlarının, kazançları yönetmek için bir mekanizma olarak daha yaygın hale geldiği belgelenmiştir. Örnekleme döneminin sonunda, yeniden satın alan firmaların %50'si artan hisse alımları gerçekleştirmektedir. Mali açıdan kısıtlı firmaların birikimli hisse geri alımlarına girişme olasılıklarının daha düşük olduğuna dair kanıt sunulmuştur. Bu nedenle, finansman kısıtlamalarının mevcudiyeti, birçok firmanın neden artımlı geri alımlara girmediğini açıklayan yeniden satın almaya dayalı kazanç yönteminin kullanılmasını caydırmaktadır. Finansman kısıtlamalarının toplu yeniden satın almaları makul bir şekilde açıklayabileceği bulunmasına rağmen, iki alt dönem 1997-2000 ve 2006-2008 anormal derecede pozitif yeniden satın alma faaliyeti sergilemektedir. Ayrıca, kazanç yönetimiyle meşgul olma olasılığı daha yüksek olan firmalar için, yüksek finansman kısıtlamalarının tahakkuk bazlı kazanç yönetiminin kullanımını artırdığını ve diğer gerçek kazanç yöntemi tekniklerinin kullanımını azalttığı bulunmuştur.

Guffey ve Schneider (2004) Compustat veri tabanından yararlanıp 1994'ten 1996'ya kadar hisse geri alma faaliyetinde bulunan ABD firmalarının finansal özelliklerini, bu tür faaliyetlerde bulunmayanlarla karşılaştırarak, hisse geri satın alma davranışını açıklayabilecek üç hipotezi araştırmıştır. Örneklemede açık piyasa geri alımlarını açıklayan 672 firma ve ihale tekliflerini açıklayan 49 firma olmak üzere toplamda 721 firmayı araştırmaya dahil etmiştir. Çalışmanın sonucunda, hisse geri alımı ilan eden firmalar, finansal özellikleri açısından ilan etmeyen firmalardan önemli ölçüde farklılık göstermektedir. 1987 Vergi Reformu Yasası ile 1994-1996'dan sonra hisse geri alım duyuruları yapan firmalar, vergi gerekçesine dayalı olarak geri alım yapmayan firmalardan önemli ölçüde farklıdır. Hisse geri alma faaliyetini en iyi açıklayan serbest nakit akışı hipotezidir (H1). Devralma karşıtı hipotez (H3) için destek bulunmamıştır. Ayrıca, firma büyüklüğü veya faaliyet ölçeğinin önemli bir açıklayıcı değişken olduğu bulunmuştur.

Hillery vd. (2016) firmaların hisseleri geri satın aldıklarında, kendi hisse senetleri için piyasanın likiditesini nasıl etkilediğini ve firmaların geri alım programlarını uygularken hangi stratejileri benimsediklerini araştırmaktadır. Hisse geri alımlarının likidite üzerindeki etkisini, ABD’de gerçekleşen ve 2004 ile 2010 tarihleri arasındaki 50.204 geri alım bildirisini kapsayan bir veri setine dayanarak analiz edilmiştir. Çalışmada geri alımların firmaların kendi hisse senedi piyasası likiditesini nasıl etkilediği analiz edilip bu etkinin kesinlikle olumlu olduğu sonucuna varılmıştır. Firmalar, verecekleri önemli miktarda nakitleri olduğunda ve kendilerini geri satın alma programlarının sona erme tarihine yakın bulduklarında bile likidite sağlarlar. Ayrıca firmalar halka açık olmayan bilgiler üzerinde ticaret yapıyor görüldüğünde, geri alımlar likiditeyi azaltmamaktadır.

Hsu ve Huang (2020). Çalışmalarında hisse geri alımı için zaman değişikliklerini gerçek faaliyetler kazanç yöntemi merceğinden incelemektedir. 2002’de SOX Yasası’nın yürürlüğe girmesinden bu yana, yöneticilerin hisse geri alımları yoluyla kazançları manipüle etme olasılıkları daha yüksek görülmüştür. Compustat’ın 1987-2017 tarihleri arasındaki üç aylık dosyalarındaki tüm firma yılı çeyreği alınmıştır. Nihai örnek 10.309 firma ve 311.657 firma çeyreği örnekleme dahil edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, SOX’un geçişi ile ilişkili kurumsal yönetimdeki değişikliklerden kaynaklanmamaktadır. Genel olarak sonuçlar kazanç yönetiminin hisse geri alımlarının dinamiklerinin önemli bir belirleyicisi olabileceğini göstermektedir.

Hsu ve Krause (2016) açık piyasa hisse geri alımlarının optimal zamanlamasını incelemiştir. Sürekli zamanlı bir reel opsiyon yaklaşımı kullanarak değeri maksimize eden bir şirketin hisselerin düşük değerlemesinden yararlanmak için açık piyasa hisse senedi geri alımı gerçekleştireceği koşulları belirlemiştir. Bu tür geri alımların optimal zamanlamasını, bir şirketin satın alması gereken optimal hisse miktarını ve bunun piyasa parametrelerine nasıl bağlı olduğunu analiz etmektedir. Çalışmanın sonucunda gerçek bir opsiyon yaklaşımı kullanarak bu tür hisse geri alımlarının optimal zamanlaması, diğer bir ifadeyle hisse senedi geri alımını tetikleyen düşük değerlendirme seviyesi ve ayrıca geri alınacak optimal miktar türetilmektedir.

Lee vd. (2010) Fransız, Alman, İtalyan ve İngiliz firmaları için geri satın alım programlarının hisse fiyatı etkilerini ve belirleyicilerini incelemiştir. ABD firmaları gibi, Alman ve İtalyan hisse geri alımlarının olumlu ve önemli bir hisse fiyatı tepkisi ile karşılandığı görülmüştür. Bununla birlikte İngiliz geri alım duyuruları küçük pozitif anormal getiriler sergilemektedir ve Fransız hisse geri alımları için anormal getiriler sıfırdan önemsiz derecede farklıdır, her iki sonuç da ABD firmalarının araştırmalarında bulunan sonuçlardan oldukça farklıdır. Örneklem 1990-2005 tarihleri arasında dört ülkede hisse senedi geri alımı yapan 512 programı içermektedir. Çalışmanın sonucunda Değer Düşüklüğü Hipotezi ve Devralma Caydırıcılık Hipotezi desteklenmiş, Ulusal Yatırım Fırsat Seti Hipotezi ise kısmi olarak desteklenmiştir. Ancak, Sermaye Fazlası Hipotezi, Maddi Olmayan Varlık Hipotezi veya Optimal Kaldıraç Oranı Hipotezi için destek bulunamamıştır.

Pirgaip ve Dinçergök (2019) ekonomik politika belirsizliğinin etkileri incelenmiştir. Çalışmanın kapsamında çoğunlukla habere dayalı veriler kullanılıp Bloomberg'den alınmıştır. Örneklem olarak 1990 ilk çeyrek ile 2017 son çeyrek zaman dilimleri arasında 2258 firma ile üç aylık bir veri seti kullanılarak panel analizleri uygulanmıştır. Araştırmanın sonucunda firmaların oldukça belirsiz zamanlarda daha az geri satın alma yapmayı veya hiç geri satın alma yapmayı tercih etmeyeceği hipotezi test edildiğinde, ABD pazarı hipotezi reddetmemiştir. Bu bağlamda, hisse geri alımı, firma yöneticileri tarafından hala bir yatırım kararı olarak görülebilir. Bu durum, hisse geri alımlarının özünde bir ödeme, yatırım veya finansman kararı olarak çok boyutlu bir doğaya sahip olduğunu ve bu nedenle bir çelişki olmadığını, aksine hisse geri alımlarının farklı finansal karar kategorilerine ait olabileceği vurgulanmaktadır.

Sakinc (2017) Avrupa'da kurumsal düzeyde değer dağılımı dinamiklerindeki değişimi anlamaya yönelik ön çalışma yapmıştır. Yazar en büyük Avrupa şirketleri arasındaki kurumsal finansal davranışın ampirik verilerini tartışmaktadır ve S&P Europe 350 endeksindeki şirketler ile S&P 500 ABD şirketlerini karşılaştırmaktadır. S&P Europe 350 Endeksi, Avrupa'daki borsalarda işlem gören şirketlerin değerinin yaklaşık %70'ini kapsıyor ve endeksi oluşturan şirketler, Avrupa'nın en büyük şirketleri arasında yer alıyor. Veri seti, bu 350 şirketin halka arz yıllarına göre 2000-2015 yılları arasında seçilmiş finansal verilerinden oluşmaktadır. Araştırmanın sonucunda Avrupa'daki büyük şirketlerin

değer dağılımında belirgin bir değişim olduğunu gösteriyor. Analizde, ödemelerin arttığı, yatırımların azaldığı ve istihdamın orta düzeyde büyüdüğü bir trendin devam ettiğini ortaya koymaktadır. Bu eğilim, ekonomik kriz ve endüstri konsolidasyonuna rağmen, şirketlerin hissedar değeri odaklı stratejilerini sürdürdüğünü göstermektedir.

Scott (2014) kurumsal yatırımcıların hisse geri alımlarını etkileyip etkilemediğini incelemektedir. Spesifik olarak çalışmasında yüksek bilgi asimetrisine sahip firmalarda kurumsal yatırımcıların hisse senedi geri alımlarını teşvik edip etmediğini test etmektedir. Örneklem oluşturulurken CDA / Spectrum Compact Disclosure' dan her firma için 1990-2005 yılları arasında kurumsal ve içeriden sahiplik verileri alınmıştır. Nihai örnek 10.668 firmayı ve 79.890 firma yılını içermektedir. Çalışmanın sonucunda artan kurumsal sahipliğin hisse geri alımlarının artmasına yol açtığı ve bu ilişkinin yüksek bilgi asimetrisine sahip firmalarda daha güçlü olduğu bulunmuştur. Firmanın gerçek değeri hakkında daha az bilgili yatırımcılara karşı bilgi avantajlarından yararlanmak için kurumsal yatırımcıların yönetimi geri alımları artırmaya teşvik ettiği gözlenmiştir. Sonuçlar kurumsal yatırımcıların getirilerini artırmak için bilgi avantajlarını diğer yatırımcıların zarar etmesi pahasına değerlemesi zor firmalarda kullandıklarını göstermektedir.

Yook (2010) hisse geri alımlarını takiben uzun vadeli hisse senedi performansını incelemiştir. Hisse senedi geri alımlarından sonra uzun vadeli performansı inceleyen çalışmalar karışık sonuçlar vermektedir. İlk çalışmaların örneklemelerinde iki önemli soruna değinilmiştir. İlk olarak, geri alım programlarının duyurularını takiben firmaların fiilen hisseleri geri alıp almadıklarını ayırt etmek, ikinci olarak, bazı firmalar sık sık geri satın alma programları duyurdukları için, herhangi bir kafa karıştırıcı etkiden kaçınmak için performans tahmini döneminde örtüşen duyuruları dikkate almaktadır. Örneklem, SDC Platinum Birleşme ve Devralmalar veri tabanından alınmıştır. Veriler 1994-2007 yılları arasında 5014 firma tarafından duyurulan 9551 geri alım programından oluşmaktadır. Duyuru ayından önceki 6 aylık dönem ile duyuru ayından sonraki 36 aylık dönem için CRSP verisi olmayan hariç tutulmuştur. Çalışma kapsamında FF3F kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda duyuru döneminden sonraki dört çeyrekte hisse geri alımını başlatan firmalar, 3 yıllık bir sürede önemli getiriler elde

etmektedir. Hisse geri alımını başlatmayan firmalar, aynı dönemde önemli olmasa da negatif getiri elde etmektedir. Seyrek tekrar satın alanlar, sık tekrar satın alanlara göre önemli ölçüde daha fazla getiri elde etmektedir. Özetle, geri satın alma programlarını seyrek olarak açıklayan ve aynı zamanda hisseleri geri satın alan firmaların önemli uzun vadeli getiri kayıpları yaşadıklarına dair güçlü kanıtlar sunmaktadır.



3. YÖNTEM

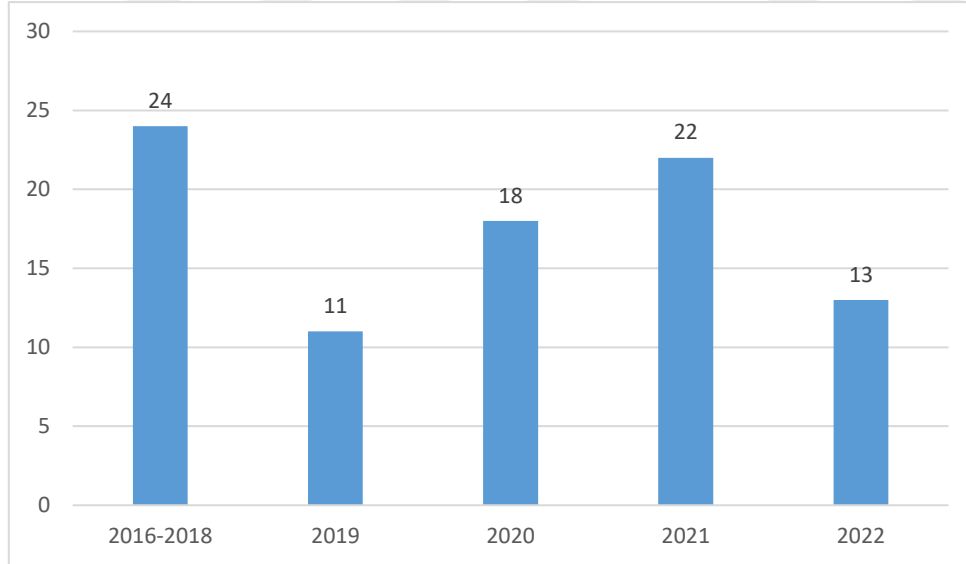
Çalışmanın bu bölümünde araştırmanın veri seti, kapsamı ve yöntemine yer verilmiştir.

3.1 Veri Seti ve Kapsamı

Çalışma kapsamında, Borsa İstanbul'da faaliyetini sürdüren bütün halka açık firmalar ele alınmış ve bu firmalar arasından pay geri alımı yapanlar işleme dahil edilmiştir. Pay geri alımı yapan firmaların KAP'a bildirdikleri duyurulardan elde edilen verilerin şirketlerin paylarına ait getiriler üzerinde kısa dönemli etkileri incelenmektedir.

Araştırma kapsamında, 01.01.2018 ile 01.08.2022 tarihleri arasında KAP'ta geri alım işlemi devam eden ve yeni başlayan tüm programlar ele alınmış ve toplam 2049 bildiri dikkate alınıp analize dahil edilmiştir. Yıllara göre pay geri alım programlarını gösteren Şekil 3.1'de aşağıda verilmiştir.

Şekil 3. 1: Yıl Bazında Geri Alım Programları Karar Tarihi (2016-2022)

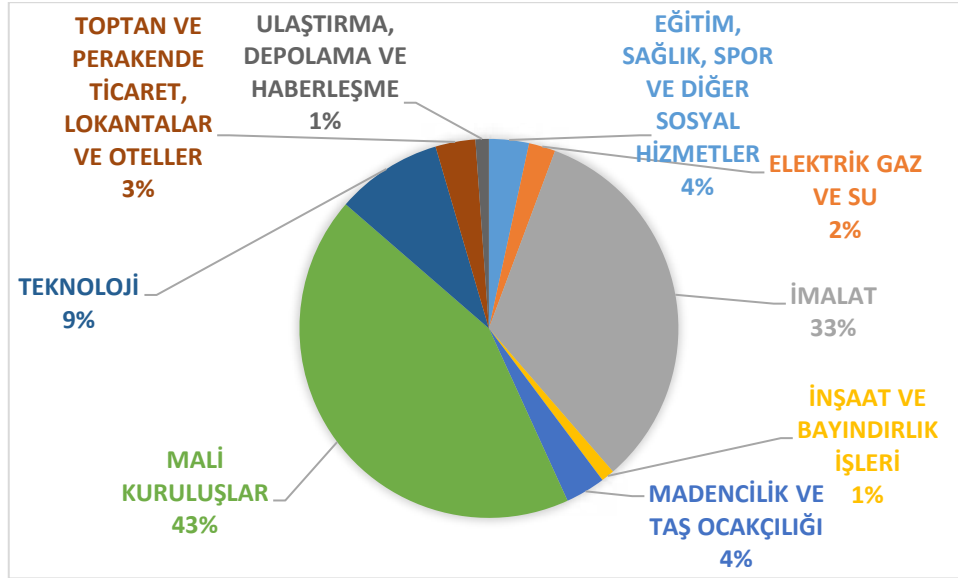


Kaynak: KAP 'tan alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki Şekil 3.1'de 2016-2018 tarihleri aralığında yer alan programlardan bir tanesi 2016 ve üç tanesi 2017 tarihinde başlatılmış fakat 2018 tarihinde de devam ettirdiği için aralık verilmiştir. En fazla geri alım programı 24 ile 2016-2018 tarihleri aralığında başlatılmış, ardından 2021 tarihinde 22 geri alım izlemiş ve sırasıyla 2020 de 18, 2022 de 13, 2019 da 11 geri alım programı

başlatılmıştır. Belirtilen bu çerçevede başlatılan geri alım programlarının sektöre göre dağılımı aşağıdaki Şekil 3.2’ de verilmiştir.

Şekil 3. 2: Araştırma Kapsamında Olan Firmaların Sektörlere Göre Dağılımları



Kaynak: KAP ’tan alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki Şekil 3.2’de görüldüğü üzere geri alım programlarının büyük çoğunluğunu %43 ile mali kuruluşlar oluştururken, onu takip eden imalat sanayi ise %33 ile ikinci sırada yer almaktadır.

Nihai örneklem olarak karar tarihi bazında 88 pay geri alım programı ve 67 firma dahil edilmiş, ilk işlem tarihinde ise 78 pay geri alım programı ve 63 firma dahil edilmiştir. İncelenen bu firmaların nihai örnekleme ulaşma aşamaları aşağıdaki örneklem seçim tablolarında verilmiştir.

Karar tarihi bazındaki örneklem seçim tablosu şöyledir;

Tablo 3. 1: Örneklem Seçim Tablosu Karar Tarihi

Prosedür	
Nüfus: Kamu Aydınlatma Platformu; 01.01.2018-01.08.2022	117
Kamu Aydınlatma Platformu kapsamında alınan bildiriler düzenlenmiş, sonucunda bir firma 9 geri alım programını birbirini takip eden süreçte sürekli olarak başlattığı için örneklemden çıkarılmıştır.	-9
Kalan Örneklem	108
108 pay geri alım işleminden 6 firma bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını yapmıştır. Verilerde sulanmayı engellemek amacıyla örneklemden çıkarılmıştır.	-6
Kalan Örneklem	102
103 pay geri alım işleminden bir firma A,B ve C grubu payları geri alıma dahil ettiği için sadece A grubu dahil edilmiştir.	-2
Kalan Örneklem	100
100 pay geri alım işleminden 7 program yinelenen pay geri alım programlarının 63 gün aralığında olması neticesinde, önceki programdan etkilerini ayırtırmak için örneklemden çıkarılmıştır.	-7
Kalan Örneklem	93
93 pay geri alım programından 5 program regresyon hesaplaması için yeterli geçmiş veriye sahip olmadığı için örneklemden çıkartılmıştır.	-5
Nihai Örneklem	88
Bu Tablo, örneklem seçim sürecimize genel bir bakış sunar. Firmaların karar tarihi bilgileri dikkate alınarak tüm sektörler dahil edilmiştir. 01.01.2018 (2018 öncesi 4 firma geri alımı sürdürdüğü için dahil) ile 01.08.2022 tarihleri arasında geri alım için Kamu Aydınlatma Platformu'na 2049 bildiri yayımlayan 78 firmanın 117 pay geri alım programlarının nihai durumunu toplamak için beş aşamalı prosedür izliyoruz.	

Kaynak: KAP 'tan alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

İlk işlem tarihi bazındaki örneklem seçim tablosu şöyledir;

Tablo 3. 2: Örneklem Seçim Tablosu İlk İşlem Tarihi

Prosedür	
Nüfus: Kamu Aydınlatma Platformu; 01.01.2018-01.08.2022	117
Kamu Aydınlatma Platformu kapsamında alınan bilgiler düzenlenmiş, 15 pay geri alım programı işlem yapmadığı için örneklemden çıkarılmıştır.	-15
Kalan Örneklem	102
102 pay geri alım işleminden bir firma 9 geri alım programını birbirini takip eden süreçte sürekli olarak başlattığı için örneklemden çıkarılmıştır.	-9
Kalan Örneklem	93
93 pay geri alım işleminden 3 firma bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını yapmıştır. Verilerde sulanmayı engellemek amacıyla örneklemden çıkarılmıştır.	-3
Kalan Örneklem	90
90 pay geri alım işleminden bir firma A,B ve C grubu payları geri alıma dahil ettiği için sadece A grubu dahil edilmiştir.	-2
Kalan Örneklem	88
88 pay geri alım işleminden 11 program yinelenen pay geri alım programlarının 63 gün aralığında olması neticesinde, önceki programdan etkilerini ayırtırmak için örneklemden çıkarılmıştır.	-11
Kalan Örneklem	77
77 pay geri alım programından 5 program regresyon hesaplaması için yeterli geçmiş veriye sahip olmadığı için örneklemden çıkartılmıştır.	-5
Nihai Örneklem	72
Bu Tablo, örneklem seçim sürecimize genel bir bakış sunar. Firmaların ilk işlem tarihi bilgileri dikkate alınarak tüm sektörler dahil edilmiştir. 01.01.2018 (2018 öncesi 4 firma geri alımı sürdürdüğü için dahil) ile 01.08.2022 tarihleri arasında geri alım için Kamu Aydınlatma Platformu'na 2049 bildiri yayımlayan 78 firmanın 117 pay geri alım programlarının nihai durumunu toplamak için altı aşamalı prosedür izliyoruz.	

Kaynak: KAP 'tan alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Çalışma kapsamında, analize dahil edilen firmaların getirilerinde oluşan dalgalanmalara ve firmayı geri alım yapmaya iten faktörler saptanmaya çalışılacaktır. Bu kapsamda belirlenmiş olan faktörler aşağıdaki değişken tablosunda verilmiştir.

Tablo 3. 3: Değişken Tanım Tablosu

Değişken	Tanım	Kaynak
PiyasaDeğeri/DefterDeğeri Oranı	Firmanın piyasadaki hisse senedi fiyatının toplam hisse senedi sayısı ile çarpılıp net aktif değerine bölünmesiyle bulunmuştur.	Fintables
Özsermaye Karlılığı (ROE)	Firmaların gelir tablosundan elde edilmiş net karın bilançodan elde edilen özsermayeye bölünmesiyle elde edilmiştir.	KAP
Pandemi Öncesi ve Sonrası	Dünya Sağlık Örgütü'nün (DSÖ) 11.03.2020 tarihinde pandemi ilan etmesi sonucunda, pay geri alımlarında karar tarihi pandemi öncesi için 0, sonrası için ise 1 alınmıştır.	KAP
İlk Geri Alım Yapan ve Yapmayan	Firmaların yayımladıkları bildiriler sonucunda ilk geri alım programını başlattığı durumlarda 1, sonraki programlarda ise 0 verilmiştir.	KAP
Reel Faiz	Firmaların geri alım başlattığı tarihten önceki ilk yıllık reel faiz, TCMB tarafından yayımlanan politika faizi ve enflasyon oranı farkı alınarak elde edilmiş ve ondalık cinsine çevrilmiştir.	TCMB
Hot Market 6 ay	Firmaların geri alım tarihi öncesindeki 6 aylık halka arz program sayılarının logaritması alınmıştır.	SPK

Kaynak: KAP 'tan alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 3.3'de çalışma kapsamında kullanılacak olan bazı oranlar verilmiştir. Verilen oranların tanımları ve kaynakları da belirtilmiştir. Bu oranlar her firma için karar tarihi baz alınarak bir önceki yıllık finansal raporlarından elde edilmiştir.

3.2 Araştırmanın Yöntemi

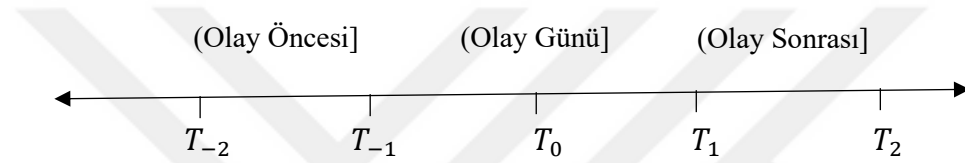
Çalışma kapsamında, olay çalışması (Event Study) yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem Dolley (1933) tarafından ilk kez kullanılmış ve finans, ekonomi, yönetim, muhasebe ve pazarlama gibi birçok disiplin tarafından uygulanmıştır. Finans alanında yapılan olay çalışması, yaşanan herhangi bir olayın firma değeri üzerinde oluşturmuş olduğu etkileri belirlemeye yarayan istatistiksel bir yöntem

olarak kullanılmaktadır (Karakuş, Zor & Küçük, 2017, s. 61; Taşdemir, 2019, s. 51). Kamuoyuna yayımlanan haberlerin pay senedi fiyatlarına yansıma hızını ölçmek için (Kaderli, 2007, s. 147), yani firma nitel olan bilgileri kamuoyuna sunduktan sonra nicel olarak pay senetlerine yansımaları olay çalışması yöntemiyle hesaplanabilir (Bekçioğlu, Öztürk & Kaderli, 2004, s. 2).

Olay çalışmasında ilk olarak olayın gerçekleştiği tarihin bir süre sonrası ve öncesini belirleyen zaman çizelgesi tanımlanmalıdır.

Zaman Çizelgesi:

Şekil 3. 3: Bir Olay Çalışması İçin Zaman Çizelgesi



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Bu çizelgede belirtilen her bir gün için pay senetlerinin gerçekleşen getirileri hesaplanıp, söz konusu pay senetleri için belirlenen günlerdeki beklenen getirilerin tespiti yapılır. Gerçekleşen getirinin beklenen getiriye aştığı durumda arada oluşan fark anormal getiri (AR) olarak isimlendirilmektedir. Çizelgede belirtilen zaman içinde oluşan anormal getirilerin toplamı CAR' ı oluşturmaktadır. Elde edilen AR ile CAR'ların istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını t testi kullanarak incelenmesi gerekmektedir (Karakuş, Zor & Küçük, 2017, s. 61).

Anormal getirilerini hesaplayabilmek için istatistiksel ve ekonomik modeller kullanılacaktır. Bunlar sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM) ve arbitraj fiyatlama modeli gibi ekonomik kurama dayanan modellerdir. Risk ve getiri arasındaki ilişkiyi açıklamak için kullanılır. Bu modeller yatırımcı davranışlarına, risk algısına ve piyasa koşullarına dayalı olarak varlık fiyatlamasını ele alır. (Karakuş, Zor & Küçük, 2017, s. 62; Taşdemir, 2019, s. 51-52).

Bu çalışmada ele alınacak, piyasa modeli (market model), ham getiri (raw return), al ve tut getirisi (buy-and-hold) ve CAR modelleri 3 aydan daha kısa süreli getiri ölçümü yapılacağı için tercih edilmiştir. CAPM, FF3F, Carhart 4 factor, Fama french 5 Faktör (FF5F) ve diğer çok faktörlü modeller genellikle aylık veya 3 aylık getirilerle orta ve uzun vadede kullanılmaktadır. Bu çalışmada ise günlük getirilerle

hesaplamalar yapılmıştır. Genel olarak, risksiz getiri oranı 3 aylık hazine bonusu veya yıllık devlet tahvili getirisi ile ölçüldüğünden çok faktörlü modeller tercih edilmemiştir.

Piyasa modeli uygulanırken, piyasa ile ortalama getiriler ve risk arasında ilişki kurulmaktadır. Piyasa modelinin matematiksel formülü aşağıda gösterilmiştir bunlar;

$$R_{it} = a_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Burada,

R_{it} : i şirketi pay senedinin t günde gerçekleşen günlük getirisi yani fiili getiriyi,

R_{mt} : t günündeki bileşik endeks günlük getirisini,

ε_{it} : t günündeki pay senedi hata terimini,

a_i ile β_i : Katsayıları göstermektedir.

Piyasa modeline risksiz getiri oranını (risk free interest rate - R_{ft}) eklenmesi sonucunda CAPM modeli oluşturulmuştur. CAPM Sharpe (1964) ve Lintner (1965) tarafından pay senetlerinin risklerini birbirlerinden farklı olarak ölçmekten ziyade, piyasanın sistematik risklini ölçerek beklenen getiriler ve piyasanın sistematik risklerine karşılık gelen piyasa betaları ile arasında olumlu bir doğrusal ilişkinin varlığını ileri sürmüşlerdir. Bu ilişki aşağıdaki matematiksel formüldeki gibi gösterilmektedir.

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Buradaki

$R_{it} - R_{ft}$: i payının t zamanında risksiz faiz oranı üzerinden getirisi,

$R_{mt} - R_{ft}$: i piyasa portföyünün t zamanındaki risksiz faiz üzerinden getirisi,

ε_{it} : t zamanında sıfır ortalamalı bir kalandır,

a_i : Portföyün riske göre ayarlanmış aylık anormal getiri oranıdır.

β_i : Beta katsayısı risk faktörü olarak tanımlanabilmektedir.

CAPM geliştirildikten sonra Banz (1981), Basu (1983), ve Bhandari (1988) gibi araştırmacılar tarafından finansal varlığın fiyatının belirlenmesinde tek başına piyasa riskinin yeterli olmadığı konusunda eleştirilere maruz kalmıştır. Fama (1970) CAPM ile ilgili yayımlanan çalışmaları değerlendirerek varlık fiyatlarının büyük çoğunluğunu piyasa faktörünün, endüstri faktörleri varyansın en fazla %10'unu açıklayabileceğini ve bazı faktörlerinde eklenebileceğini ileri sürmüştür. Fama ve French (1992) tarafından ortalama pay senedi getirilerinin zamana bağlı olarak değişiminin analizinde piyasa getirisinin dışında Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranının ve incelenen portföyün büyüklüğünün de etkili olabileceği ifade edilmiştir.

Olay çalışmasının önemli yanı, ilgili finansal varlığın fiyatının, kamuya sunulan bilgiler ışığında yansıma hızına bir çerçeve sunmasıdır. Yani fiyat üzerinde olumlu veya olumsuz etki yaratacak bir olayın zamanı net olarak biliniyorsa, beklenen getirilerden anormal günlük getirileri belirlemeye çalışmak anlamsız olacaktır. Bu sebeple olay çalışması, bir olayın kamuoyuna ilk duyurulduğu tarihten öncesinde ve sonrasında anormal getiri sağlayıp sağlamadığının tespit edilmesidir. Fazla getiriler, söz konusu haberlerin kamuoyuna duyurulması halinde fiyatlara yansması sonucu elde edilecek olan normal getirilerden düşük veya yüksek olan getirilerdir. Bu getiriler çoğunlukla olay zamanındaki toplam pazar endeksi getirisinin performansı ile ilişkilendirilir ve AR olarak adlandırılır.

Bu çalışma kapsamında olayın ortaya çıkışını sağlayan pay geri alımları programının başlamasına ilişkin KAP'a yapılan bildirimlerden yola çıkılmıştır. Yapılan bildirimler sonucunda olay gününün T_0 olarak belirlendiği zaman çizelgesinde -21 pay geri alım ilanından önceki 21 günü, 21 ise pay geri alım işleminin başladığı tarihten itibaren gerçekleşen 21 günlük zamanı temsil etmektedir. -21 ile 21 gün aralığı çerçevesinde, pay geri alımı programını başlatmak için bildiride bulunan her bir firmanın pay senetlerinin anormal getirileri aşağıda belirtilen formül üzerinden hesaplanmıştır;

Olay çalışmasındaki amaç, olayın gerçekleştiği tarihin öncesi ve sonrası zaman dilimlerinde ortalama anormal getiri (AAR) ve CAR hesaplanmasıdır. AAR ve CAR hesaplanmasını 3 aşamalı çalışma ile yapıyoruz. Bunlar;

1. Aşama: Yukarıda belirtildiği üzere, gerçekleşen getiri oranı – beklenen getiri oranı bize anormal getiriyi (AR_{it}) verecektir.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (3)$$

AR_{it} : i payının t günde hesaplanan anormal getirisini,

R_{it} : i payının t günde hesaplanan ham getirisini ve

R_{mt} : i payının t günündeki beklenen getirisini ifade etmektedir

R_{it} pay senetleri fiyatının olması gereken fiyattan düşük veya yüksek olduğunun tespiti için kullanılır. Pay senedi geri alımından sonraki borsada işlem gördüğü ilk gün getirisi'dir. Yukarıdaki formülde yer alan R_{it} ve R_{mt} aşağıdaki eşitlikler kullanılarak hesaplanmaktadır.

$$R_{it} = \frac{P_{it}}{P_{it-1}} - 1 \quad (4)$$

Bunlar;

P_{it} : i pay senedinin t günündeki kapanış fiyatını,

P_{it-1} : i pay senedinin t-1 günündeki kapanış fiyatını ve

$$R_{mt} = \frac{P_{mt}}{P_{mt-1}} - 1 \quad (5)$$

Bunlar;

P_{mt} : borsa endeksinin t günündeki kapanış değerini ve

P_{mt-1} : borsa endeksinin t-1 günündeki kapanış değerini ifade eder.

2. Aşama: Elde ettiğimiz her anormal getirinin toplamını, işleme aldığımız firma sayısına bölerek ortalama anormal getiriyi (AAR_{it}) elde ediyoruz.

$$AAR_{it} = \sum_{i=1}^N \frac{1}{N} AR_{it} \quad (6)$$

3. Aşama: Hesaplanan (AAR_{it}), sırasıyla birbirleriyle toplarsak kümülatif anormal getiri (CAR_{it}) oranını elde ederiz.

$$CAR_{it} = \sum_{i=1}^N AAR_{it} \quad (7)$$

Yapılan işlemler sonucunda elde edilen kümülatif anormal getiriler 0'dan farklıysa, ilgili olayın kamuoyuna duyurulması firmanın pay senetlerini etkileyerek söz konusu pay senetlerinden anormal getiri elde edilmesinin muhtemel olduğu anlaşılmaktadır. Bu nedenle böyle bir piyasa yarı güçlü formda etkin değildir. Fakat, elde edilen sonuçlarda kümülatif anormal getirilerin 0'a eşit, veya 0'a çok yakın olması, söz konusu olayın kamuoyuna duyurulmasının firmanın pay senetlerini etki göstermediği ve bu nedenle piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu anlamına gelir.

Al-ve-tut (Buy-and-Hold-Return, BHR), yatırımcıların pay senetlerini aldığı ve piyasada oluşan volatiliteleri dikkate almadan pay senetlerini uzun vadede elinde beklettiği bir yatırım stratejisidir.

$$BHR = \prod_1^t (1 + R_{it}) - 1 \quad (8)$$

Pay geri alımları işlem maliyetleri haricinde neredeyse maliyetsizdir. Özellikle 2010'dan sonra yaygın olarak yapılan pay geri alımları, fazla nakdin ortaklara dağıtılması konusunda firmalara esneklikler sunmaktadır. Ayrıca son zamanlarda pandeminin ortaya çıkmasıyla birlikte bir çok firmanın faaliyetlerindeki aksamalar ve bu olayın piyasalara yansısıyla düşük değerlendirilmesi ve firmanın ele geçirilme riskine karşı kendisini güvence altına alması konusunda pay geri alımları firmalar için birer motivasyon kaynağıdır.

Özellikle uluslararası literatürde pay geri alımları üzerine çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalar çoğunlukla pay geri alımların belirleyicileri üzerine gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada uluslararası literatürde olduğu gibi pay geri alımlarının belirleyicileri üzerinde durulmuştur.

Bu kapsamda 88 pay geri alım programından bazılarının yıllık finansal raporlarına ulaşılamaması ve bankalar ile sigorta şirketlerini de analiz dışında

bırakılarak 80 pay geri alım programı incelenmiştir. Uluslararası literatürde bazı faktörlerin geri alım belirleyicisi olarak etkili olduğu belirlenen finansal oranlar da çalışmaya dahil edilmiştir. Belirlenen finansal oranları içeren literatürle ilgili çalışmaları ve literatür haricinde etkilediği düşünülen benzersiz faktörler de aşağıda verilmiştir.

Çalışma kapsamında pandeminin pay geri alımlara olan etkisini görmek için pandemi değişkeni incelenmektedir. Pandemi döneminde bazı firmaların faaliyetlerini durdurma noktasına gelmesi ve bazılarının da aksamalar yaşaması sonucu firmalar arasında dengesizlik oluşmaktadır. Sağlık ve tıbbi üretim gerçekleştiren firmalara bu durum olumlu yansırken, eğitim sektörü gibi faaliyetini sürdüren sektörler olumsuz etkilenmiştir. Bu sebeple firmaların olması gereken değer altında fiyatlanma söz konusu olmuştur. Ayrıca yabancı yatırımcılar bu süreçte oluşan panik ve kaos ortamında kendilerini güvence altına almak için gelişmekte olan ülkelere kıyasla güvenli liman olarak gördükleri gelişmiş ülke pazarlarına aktarım söz konusudur. Oluşan bu durumun etkileri pandemi değişkeni ile incelenmektedir.

ROE özsermayenin net karla ne ölçüde etkin kullanıldığını gözler önüne seren bir göstergedir. Bununla birlikte temettü ödemeleri firmanın karından dağıttığı ödemedir ve çoğunlukla özsermaye üzerinden yapılır. Temettü ödemeleri yapıldığında firmanın net karından ödenen tutar ayrılarak hissedarlara dağıtım yapılır ve firmanın özsermaye kaleminde azalma meydana gelir. Yüksek ROE firmanın özsermayesini etkin bir şekilde kullandığını ve firmanın karlılığının yüksek olduğunu ifade etmektedir. Tam bu noktada firma dağıtılması gereken temettü tutarını dağıtmak yerine pay geri alım yoluna giderek dolaylı yoldan temettü dağıtımını daha düşük maliyetlerle yerine getirebilir.

PD/DD firmaların pay geri alım kararlarında etkili rol üstlendiği düşünülmektedir. Literatürde Andres, Betzer, Doumet ve Theissen (2016) çalışmalarında düşük PD/DD oranına sahip firmaların, geri alımı yapmaya daha çok eğilimli olduğunu belirlemiştir. Bu sebeple, çalışma kapsamında düşük PD/DD oranına sahip olan firmaların pay geri alım kararlarına etkisi incelenmektedir.

Firmalar belirli zaman aralıklarında birden fazla geri alım programı başlatabiliyor. İlk geri alım değişkeni daha önce program başlatmamış firmaların

ilk defa program başlatmasını baz alarak belirlenmiştir. İlk program genellikle piyasaya vermiş olduğu sinyalin etkisini yoğun olarak getiriler üzerinde yaşarken, iki veya daha fazla geri alım programı başlatan firmaların ilk programa kıyasla fiyatlanmış payların getirileri üzerine etkisinin ne ölçüde olup olmadığı incelenmektedir.

Hotmarket6 pay geri alımların karar tarihinden önceki 6 aylık sürede halka arzların sayısından oluşmaktadır. Özellikle pandemi sürecinde halkın eve kapanması sonucu ek gelir sağlamak için finansal piyasalara girişim eğilimleri gözler önüne serilmiştir. Bu bireysel yatırımcıların öncelik olarak daha fazla getiri sağlayabilmek için kripto para piyasasına girdiler fakat finansal okur yazarlığı ve kripto para borsasında bir sınırlama olmadığı için zamanla kayıplar kaçınılmaz olmuştur. Bunun sonucunda daha güvenilir bir ortam sağlayan borsaya geçiş başladı ve borsayı canlandırdılar. Halka arzları daha güvenli bulan yatırımcılar bunlara bağlı kalmayıp diğer paylara da yatırımlarda bulunmaya başladılar. Bunun sonucunda sıcak piyasa oluştu ve oluşan bu sıcak piyasanın etkileri incelenmektedir.

Reel faiz nominal faizden enflasyon etkileri çıkarılarak elde edilen faiz oranıdır. Reel faiz yatırımcılar tarafından önemsenmektedir zira yapmış oldukları veya yapacak oldukları yatırımların enflasyonun etkisinin üzerinde büyüme kaydetmesini yada enflasyona karşı değerini kaybetmemesini sağlayabilmek için reel faiz yatırımcıya getiriler hakkında daha doğru bir bilgilendirme sunar.

Bu kapsamda aşağıda yer verilen modelleri yatay kesit regresyonu analizine tabi tutulup tahminleri yapılmıştır.

$$GETİRİLER_i = \beta_0 + \beta_1 ROE_i + \beta_2 PANDEMİ_i + \beta_3 İLKGERİALIM_i + \beta_4 PDDD_i + \beta_5 HOTMARKET6_i + \beta_6 REELFAİZ_i + \varepsilon_i$$

4. BULGULAR VE TARTIŞMA

Bu bölümde pay geri alımı yapan firmaların kısa dönemli getiriler üzerindeki etkileri incelenmiş ve sonrasında pay geri alımı yapan firmaların aldıkları karara hangi faktörlerin etki ettiği incelenmiş, bu doğrultuda yapılan test sonuçlarından elde edilen ampirik bulgulara yer verilmiştir.

4.1 Geri Alımların Pay Getirileri Üzerindeki Kısa Dönem Etkisi

Pay geri alımlarının genel, pandemi öncesi ve sonrası olmak üzere, geri alım öncesi (-251,-1), (-100,-1), (-63,-1), (-42,-1), (-21,-1) ve geri alım sonrası (1,5), (1,10), (1,21), (1,42), (1,63) günlerinde getiriler üzerindeki etkileri ile piyasa getiri modeli analizi aşağıdaki tablolar da verilmiştir.

Tablo 4. 1: Genel CAR Tablosu (-251,63)

	Getiriler Genel		Getiriler Pandemi Öncesi		Getiriler Pandemi Sonrası	
	Karar Tarihine Göre (N=88)	İlk İşlem Tarihine Göre (N=72)	Karar Tarihine Göre (N=40)	İlk İşlem Tarihine Göre (N=35)	Karar Tarihine Göre (N=48)	İlk İşlem Tarihine Göre (N=37)
	CAR	CAR	CAR	CAR	CAR	CAR
(-251,-1)	0.210***	0.229***	0.013	-0.002	0.373***	0.448***
	(2.78)	(2.8)	(0.13)	(-0.02)	(3.58)	(3.65)
(-100,-1)	0.038	-0.001	-0.030	-0.098	0.095	0.091
	(0.72)	(-0.02)	(-0.35)	(-1.13)	(1.44)	(1.14)
(-63,-1)	-0.092*	-0.115**	-0.159**	-0.216***	-0.036	-0.021
	(-1.94)	(-2.27)	(-2.47)	(-3.50)	(-0.53)	(-0.27)
(-42,-1)	-0.123***	-0.127***	-0.128**	-0.16***	-0.118*	-0.097
	(-2.87)	(-2.74)	(-2.43)	(-2.93)	(-1.80)	(-1.29)
(-21,-1)	-0.151***	-0.139***	-0.157***	-0.146***	-0.147**	-0.132*
	(-4.22)	(-3.62)	(-5.14)	(-3.91)	(-2.41)	(-1.99)
(1,5)	0.032**	-0.003	-0.004	-0.013	0.062***	0.007
	(2.45)	(-0.24)	(-0.22)	(-0.82)	(3.51)	(0.47)
(1,10)	0.026	0.018	-0.026	0.002	0.069***	0.033*
	(1.6)	(1.23)	(-1.04)	(0.09)	(3.69)	(1.79)
(1,21)	0.093***	0.082***	0.021	0.024	0.152***	0.136***
	(3.75)	(3.21)	(0.54)	(0.59)	(5.27)	(4.58)
(1,42)	0.19***	0.17***	0.087	0.105	0.275***	0.232***
	(4.23)	(2.99)	(1.05)	(0.96)	(6.79)	(5.93)
(1,63)	0.282***	0.266***	0.147	0.191	0.395***	0.336***
	(5.42)	(4.35)	(1.55)	(1.66)	(8.06)	(7.24)

T değerleri parantez içerisinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Genel CAR Tablosunu incelediğimizde, getiri genelinde karar tarihi ve ilk işlem tarihi bazında geri alım öncesi (-42,-1) ve (-21,-1) pencerelerinde getiriler negatif seyir izleyerek %1 düzeyinde anlamlılık sergilemiştir. Geri alım sonrası (1,21) ile (1,63) pencereleri aralığında pozitif getiri ile %1 düzeyinde anlamlılık görülmüştür. Pandemi öncesi getirilere bakıldığında, geri alım öncesi (-21,-1) penceresinde negatif getiri ile %1 düzeyinde anlamlılık görülmekte ve geri alım sonrası pencerelerde anlamlılık görülmemektedir. Pandemi sonrası getirilerde ise geri alım öncesi (-21,-1) penceresinde karar tarihi bazında %5 düzeyinde ilk işlem tarihi bazında ise %10 düzeyinde anlamlılık görülmektedir. Geri alım sonrası pencerelerinde ise (1,21) ile (1,63) pencere aralığında %1 düzeyinde anlamlılık sergilenmiştir.

Genel CAR Tablosuna baktığımızda olay günü öncesi (-21,-1) pencerelerinin tümünde birbirine yakın değer gözlemlenmektedir. Olay günü sonrası getirilerine bakıldığında, (1,63) penceresi genel ve pandemi sonrasında yüksek artış görülürken, pandemi öncesi getirilerde daha düşük getiri görülmektedir. Pandemi sonrası dönemdeki artışın geneli etkilediğini ve karar tarihinin ilk işlem tarihine kıyasla fiyatlanmasının daha önce fiyatlandığını, ilk işlem tarihinin ise geriden takip ettiğini söyleyebiliriz.

Tablo 4. 2: Genel MCAR Tablosu (-251,63)

	Piyasa Modeli Getirileri Genel		Piyasa Modeli Getirileri Pandemi Öncesi		Piyasa Modeli Getirileri Pandemi Sonrası	
	Karar Tarihine Göre (N=88)	İlk İşlem Tarihine Göre (N=72)	Karar Tarihine Göre (N=40)	İlk İşlem Tarihine Göre (N=35)	Karar Tarihine Göre (N=48)	İlk İşlem Tarihine Göre (N=37)
	MCAR	MCAR	MCAR	MCAR	MCAR	MCAR
(-251,-1)	-0.002	0.003	-0.003*	-0.001	-0.002	0.008
	(-0.38)	(0.82)	(-1.73)	(-1)	(-0.18)	(1.01)
(-100,-1)	-0.042	-0.084**	-0.023	-0.077	-0.058	-0.089*
	(-1.28)	(-2.28)	(-0.43)	(-1.31)	(-1.38)	(-1.98)
(-63,-1)	-0.107***	-0.146***	-0.11**	-0.167***	-0.104**	-0.126***
	(-3.32)	(-4.49)	(-2.30)	(-3.58)	(-2.37)	(-2.76)
(-42,-1)	-0.091***	-0.105***	-0.069*	-0.09**	-0.109***	-0.12***
	(-3.43)	(-3.59)	(-1.91)	(-2.18)	(-2.85)	(-2.85)
(-21,-1)	-0.102***	-0.093***	-0.1***	-0.096***	-0.104***	-0.09**
	(-4.57)	(-3.65)	(-4.31)	(-3.05)	(-2.87)	(-2.25)
(1,5)	0.026**	-0.007	0.004	-0.011	0.044***	-0.003
	(2.5)	(-0.84)	(0.27)	(-0.94)	(3.05)	(-0.28)
(1,10)	0.025**	0.009	0.006	0.017	0.041**	0.001
	(2.04)	(0.67)	(0.3)	(0.73)	(2.58)	(0.06)
(1,21)	0.057***	0.042*	0.055	0.040	0.059**	0.043*
	(2.71)	(1.78)	(1.49)	(0.97)	(2.46)	(1.82)
(1,42)	0.112***	0.103*	0.110	0.142	0.114***	0.067***
	(2.73)	(1.92)	(1.36)	(1.34)	(3.25)	(2.15)
(1,63)	0.152***	0.133**	0.142	0.173	0.160***	0.096**
	(3.34)	(2.39)	(1.63)	(1.59)	(3.82)	(2.63)

T değerleri parantez içerisinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Genel MCAR Tablosunu incelediğimizde, getirilerin genelinde karar tarihi ve ilk işlem tarihi geri alım öncesi (-63,-1) ile (-21,-1) aralığındaki pencereler negatif getiri ile %1 düzeyinde anlamlılık göstermektedir. Geri alım sonrası karar tarihi (1,21) penceresinden itibaren pozitif getiri göstererek (1,63) penceresine kadar %1 düzeyinde anlamlılık görülürken, ilk işlem tarihi bazında (1,63) penceresinde %5 düzeyinde anlamlılık sergilenmiştir. Pandemi öncesi MCAR incelendiğinde geri alım öncesi (-21,-1) penceresinde negatif getiri ile %1 düzeyinde anlamlılık görülürken, geri alım sonrası pencerelerde anlamlılık görülmemiştir. Pandemi sonrasına baktığımızda ise geri alım öncesi karar tarihi (-42,-1) ile (-21,-1) pencerelerinde negatif getiri görülerek %1 düzeyinde anlamlılık sergilenmiş, ilk işlem tarihinde ise (-63,-1) ile (-42,-1) pencerelerinde %1, (-21,-1)

penceresinde %5 düzeyinde anlamlılık görülmektedir. Geri alım sonrası karar tarihine bakıldığında (1,42) ile (1,63) pencereleri pozitif yönlü getiri ile %1 düzeyinde anlamlılık sergilemiş, ilk işlem tarihinde ise (1,42) penceresinde %1, (1,63) penceresinde %5 düzeyinde anlamlılık görülmektedir.

Sonuç olarak MCAR Tablosuna genel bakış atarsak, geri alım öncesi olay gününe yaklaştıkça getirilerde düşüş gözlemlenmekte ve oluşan getiri değerleri birbirine yakın seyretmektedir. Geri alım sonrası getiriler için baktığımızda genel ve pandemi sonrası getirilerde anlamlılık gözlemlenmiş, pandemi öncesinin getirilerinde anlamlılık göstermemiştir. Genel, pandemi öncesi ve sonrası getirilerin 63 gün sonunda oluşan getiri oranlarının birbirine yakın olduğunu söyleyebiliriz. Karar ve ilk işlem tarihi bazında baktığımızda CAR tablosunda olduğu gibi karar tarihinin yatırımcıya vermiş olduğu sinyalin etkileri görülmektedir. Oluşturulmuş bu tabloların daha detaylı hali ve grafikleri aşağıda verilmektedir.

4.1.1 Kap Aracılığıyla Pay Geri Alımı İçin Bildiride Bulunan Tüm Firmaların Kısa Dönemdeki Pay Getirileri Üzerinde Oluşan Etkileri

BIST 'de örneklem tarihi dahilinde gerçekleştirilen tüm geri alımlar ele alınıp incelendiğinde ve bu durumda piyasanın verdiği tepkiler doğrultusunda oluşan CAR alınarak t testine tabi tutulmuştur. Bu doğrultuda, aşağıda yer alan tablolar ve grafiklerde yönetim kurulu karar tarihi baz alınarak analize dahil olan firmalar (N=88) ile ilk işlemin yapıldığı tarih baz alınarak analize dahil olan firmalar (N=72) ayrı olarak incelenmiş ayrıca MCAR değerleri de hesaplanmıştır. Olay tarihi öncesi (-251,-1), (-21,-1) ve olay tarihi sonrası (1,63) güne kadar olan CAR ve MCAR istatistik değerleri verilmiştir.

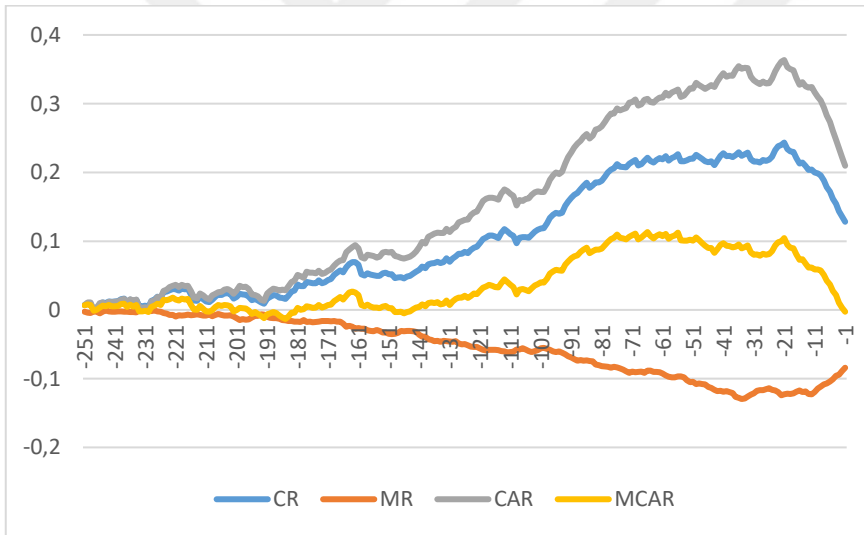
Tablo 4. 3: CAR ve MCAR Tablosu Genel (-251,-1)

	Karar Tarihine Göre (N=88)				İşlem Tarihine Göre (N=72)			
	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri
-251	0.007*	(1.87)	0.006**	(2.22)	0.016***	(3.46)	0.012***	(3.08)
-250	0.011**	(2.13)	0.008	(1.94)	0.013**	(2.11)	0.01**	(2.06)
-249	0.011*	(1.82)	0.007	(1.68)	0.013	(1.54)	0.010	(1.52)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-131	0.113**	(2.35)	0.007	(0.24)	0.149***	(2.68)	0.026	(0.8)
-130	0.118**	(2.41)	0.012	(0.4)	0.149***	(2.67)	0.027	(0.85)
-129	0.121**	(2.43)	0.016	(0.54)	0.151***	(2.66)	0.027	(0.85)
-128	0.127**	(2.51)	0.018	(0.58)	0.154***	(2.69)	0.028	(0.87)
-127	0.129**	(2.54)	0.018	(0.58)	0.157***	(2.7)	0.028	(0.83)
-126	0.131**	(2.50)	0.021	(0.66)	0.16***	(2.73)	0.030	(0.89)
-125	0.132**	(2.46)	0.017	(0.56)	0.165***	(2.81)	0.031	(0.91)
-124	0.138**	(2.59)	0.020	(0.65)	0.166***	(2.82)	0.035	(1.04)
-123	0.142***	(2.64)	0.024	(0.76)	0.171***	(2.86)	0.038	(1.12)
-122	0.143**	(2.63)	0.023	(0.74)	0.173***	(2.84)	0.039	(1.17)
-121	0.151***	(2.74)	0.028	(0.89)	0.181***	(2.92)	0.044	(1.28)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-94	0.201***	(3.1)	0.057*	(1.73)	0.243***	(3.57)	0.097***	(2.85)
-93	0.213***	(3.28)	0.066**	(2.02)	0.254***	(3.66)	0.103***	(2.89)
-92	0.222***	(3.42)	0.07**	(2.19)	0.253***	(3.63)	0.098***	(2.78)
-91	0.229***	(3.53)	0.075**	(2.32)	0.261***	(3.75)	0.101***	(2.82)
-90	0.236***	(3.62)	0.078**	(2.42)	0.275***	(3.98)	0.111***	(3.11)
-89	0.242***	(3.7)	0.079**	(2.49)	0.282***	(4.07)	0.115***	(3.21)
-88	0.246***	(3.8)	0.084***	(2.65)	0.291***	(4.21)	0.123***	(3.4)
-87	0.252***	(3.88)	0.088***	(2.69)	0.296***	(4.33)	0.125***	(3.52)
-86	0.256***	(3.94)	0.091***	(2.78)	0.287***	(4.09)	0.116***	(3.37)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-24	0.347***	(5.11)	0.094***	(4.13)	0.371***	(5.05)	0.097***	(3.65)
-23	0.355***	(5.22)	0.098***	(4.17)	0.366***	(5.01)	0.091***	(3.52)
-22	0.361***	(5.28)	0.1***	(4.23)	0.368***	(5.02)	0.096***	(3.61)
-21	0.363***	(5.33)	0.104***	(4.54)	0.363***	(4.91)	0.094***	(3.56)
-20	0.353***	(5.25)	0.095***	(4.24)	0.353***	(4.76)	0.088***	(3.33)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-11	0.317***	(4.41)	0.059***	(3.41)	0.304***	(3.71)	0.047***	(2.7)
-10	0.31***	(4.24)	0.059***	(3.5)	0.302***	(3.61)	0.042**	(2.51)
-9	0.305***	(4.12)	0.057***	(3.49)	0.299***	(3.54)	0.044***	(2.67)
-8	0.294***	(3.97)	0.051***	(3.27)	0.297***	(3.56)	0.039**	(2.58)
-7	0.283***	(3.77)	0.042***	(3.06)	0.283***	(3.37)	0.027*	(1.9)
-6	0.273***	(3.62)	0.037***	(2.76)	0.278***	(3.3)	0.025*	(1.81)
-5	0.26***	(3.44)	0.028**	(2.22)	0.268***	(3.17)	0.021	(1.53)
-4	0.248***	(3.32)	0.022*	(1.98)	0.248***	(2.99)	0.006	(0.5)
-3	0.235***	(3.16)	0.011	(1.22)	0.237***	(2.84)	-0.002	(-0.2)
-2	0.222***	(2.95)	0.003	(0.4)	0.233***	(2.82)	0.004	(0.53)
-1	0.21***	(2.78)	-0.002	(-0.38)	0.229***	(2.8)	0.003	(0.82)
T değerleri parantez içerisinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.								

Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıda verilen (-251,-1) zaman dilimini gösteren Tablo 4.3'e baktığımızda karar tarihi bazında CAR ve MCAR -251'inci günden pozitif değerle başlamış, -21'inci günde sırası ile %36,3 ve %10,4 getiri ile en yüksek değere ulaşmış fakat olay gününe yaklaştıkça getirilerde düşüş gözlemlenmiştir. İlk işlem tarihi olarak baktığımızda -251'inci gün itibari ile CAR ve MCAR'da pozitif değer görülmekte -24'üncü günde sırasıyla %37,1 ve %9,7 getiri göstererek en yüksek değeri elde etmiş fakat olay gününe yaklaştıkça CAR düşüşünü -1'inci güne kadar sürdürürken MCAR -3'üncü gün negatif değere ulaşmış sonrasında artış yaşamaktadır. Bu durum pay geri alım ilanının yatırımcılar üzerinde olumlu yansımalarının olduğunu göstermektedir. Olay günü öncesi (-251,-1) gün aralığında firmaların getirilerindeki yaşanan dalgalanmalar aşağıda verilen grafikler yardımıyla görsel olarak sunulmuştur.

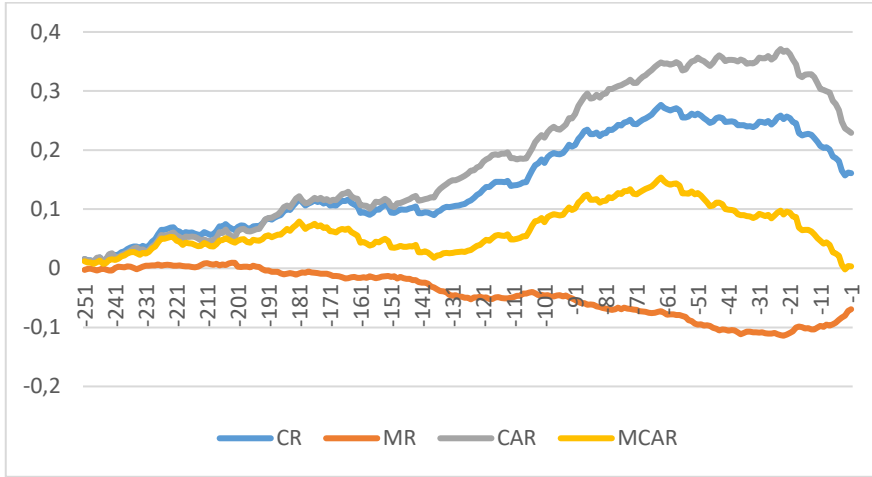
Şekil 4. 1: CAR ve MCAR Genel Karar Tarihli Grafik (-251,-1) (N=88)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıda genel karar tarihi (-251,-1) gün aralığında getirileri gösteren Şekil 4.1'i incelediğimizde, (-251,-189) gün aralığında getiriler %0 ile %3 aralığında seyir izlemiş ve (-189,-163) gün aralığında hafif artış eğilimi göstererek CAR %9, CR %6,6, MCAR ise %2,6 oranlarına ulaşmıştır. (-162,-144) gün aralığında hafif düşüş yaşayarak -21'inci güne kadar artış trendine girmiştir. -21'inci günde CAR %36, CR %24, MCAR ise %10 seviyelerine ulaşp olay günü öncesi -1'inci güne kadar düşüşe geçmiş ve CAR %21, CR %12,8, MCAR %0 ve MR ise -%8,4 seviyelerinde pencereyi sonlandırmıştır.

Şekil 4. 2: CAR ve MCAR Genel İlk İşlem Tarihli Grafik (-251,-1) (N=72)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki genel ilk işlem tarihi (-251,-1) gün aralığında getirileri gösteren Şekil 4.2'yi incelediğimizde, (-251,-137) gününe kadar getiriler kademeli olarak hafif yükseliş göstermiş CAR %12, CR %9, MCAR ise %1,7 seviyelerine ulaşmıştır. -137'nci gün itibariyle artış trendi göstermiş ve -21'inci güne kadar devam ederek CAR %36, CR %25,4 ve MCAR ise %9,4 oranlarına ulaştıktan sonra olay günü öncesi -1'inci güne kadar düşüş görülmüştür. -1'inci gün itibariyle CAR %23, CR %16, MCAR %0,3 ve MR ise -%8 seviyelerinde pencereyi sonlandırmıştır.

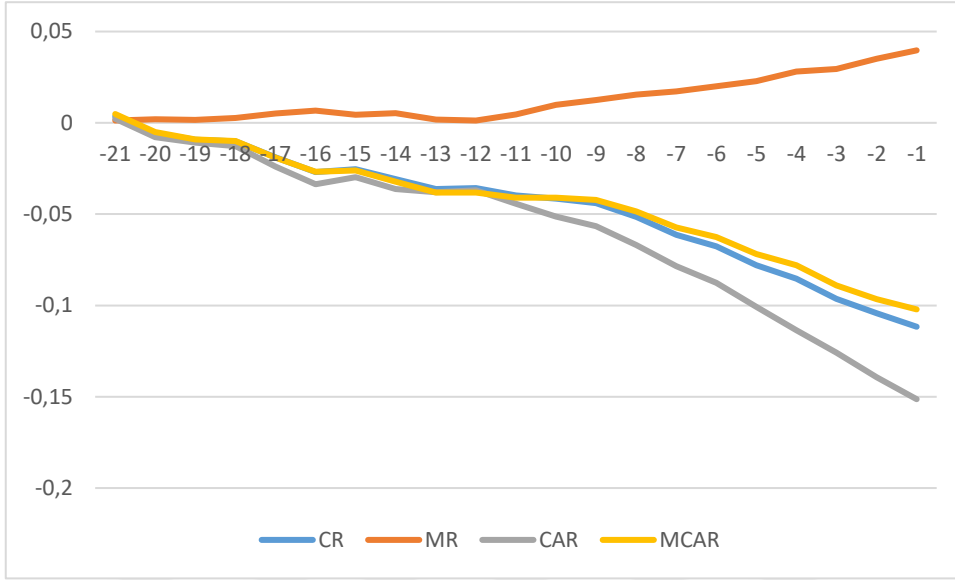
Tablo 4. 4: CAR ve MCAR Tablosu Genel (-21,-1)

	Karar Tarihine Göre (N=88)				İşlem Tarihine Göre (N=72)			
	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri
-21	0.002	(0.62)	0.005	(1.54)	-0.006	(-1.46)	-0.002	(-0.48)
-20	-0.008	(-1.16)	-0.005	(-0.92)	-0.015**	(-2.51)	-0.008*	(-1.84)
-19	-0.011	(-1.42)	-0.009	(-1.4)	-0.023***	(-2.7)	-0.009	(-1.65)
-18	-0.013	(-1.43)	-0.010	(-1.37)	-0.042***	(-3.42)	-0.027***	(-3.12)
-17	-0.024**	(-2.06)	-0.019**	(-2.07)	-0.045***	(-3.28)	-0.031***	(-3.06)
-16	-0.034**	(-2.62)	-0.027**	(-2.58)	-0.041***	(-2.67)	-0.031**	(-2.65)
-15	-0.03**	(-2.16)	-0.026**	(-2.4)	-0.04**	(-2.21)	-0.031**	(-2.12)
-14	-0.036**	(-2.25)	-0.032**	(-2.6)	-0.04*	(-1.99)	-0.034**	(-2.15)
-13	-0.038**	(-2.18)	-0.038***	(-2.79)	-0.045*	(-1.94)	-0.039**	(-2.06)
-12	-0.037*	(-1.96)	-0.038**	(-2.59)	-0.055**	(-2.29)	-0.045**	(-2.37)
-11	-0.044**	(-2.2)	-0.041***	(-2.65)	-0.065**	(-2.47)	-0.05**	(-2.46)
-10	-0.051**	(-2.35)	-0.041**	(-2.61)	-0.066**	(-2.38)	-0.054**	(-2.52)
-9	-0.057**	(-2.49)	-0.042***	(-2.64)	-0.069**	(-2.37)	-0.052**	(-2.4)
-8	-0.067***	(-2.84)	-0.049***	(-2.95)	-0.071**	(-2.37)	-0.057**	(-2.57)
-7	-0.078***	(-3.03)	-0.057***	(-3.31)	-0.085***	(-2.71)	-0.069***	(-3.18)
-6	-0.088***	(-3.16)	-0.063***	(-3.39)	-0.091***	(-2.75)	-0.071***	(-3.17)
-5	-0.101***	(-3.44)	-0.072***	(-3.66)	-0.101***	(-2.93)	-0.075***	(-3.28)
-4	-0.114***	(-3.77)	-0.078***	(-4.17)	-0.12***	(-3.49)	-0.09***	(-4)
-3	-0.126***	(-3.97)	-0.089***	(-4.6)	-0.132***	(-3.68)	-0.098***	(-4.21)
-2	-0.139***	(-4.07)	-0.097***	(-4.51)	-0.135***	(-3.56)	-0.092***	(-3.62)
-1	-0.151***	(-4.22)	-0.102***	(-4.57)	-0.139***	(-3.62)	-0.093***	(-3.65)
T değerleri parantez içerisinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.								

Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki (-21,-1) gün aralıklı Tablo 4.4'ü incelediğimizde karar tarihi CAR ve MCAR -20'nci gün itibariyle negatif değer yakalamış, -17'nci günden -1'inci güne kadar anlamlılık yakalayıp getirilerde düşüş görülmektedir. İlk işlem tarihine baktığımızda ise -21'inci günde negatif getiri görülmekte ve -20 ile -1'inci gün aralığında anlamlılık gösterip getiriler üzerinde düşüşünü sürdürmüştür. Geri alım öncesi (-21,-1) gün aralığında firmaların getirilerindeki yaşanan dalgalanmalar daha anlaşılır şekilde görsel hale getirilip aşağıda sunulmuştur.

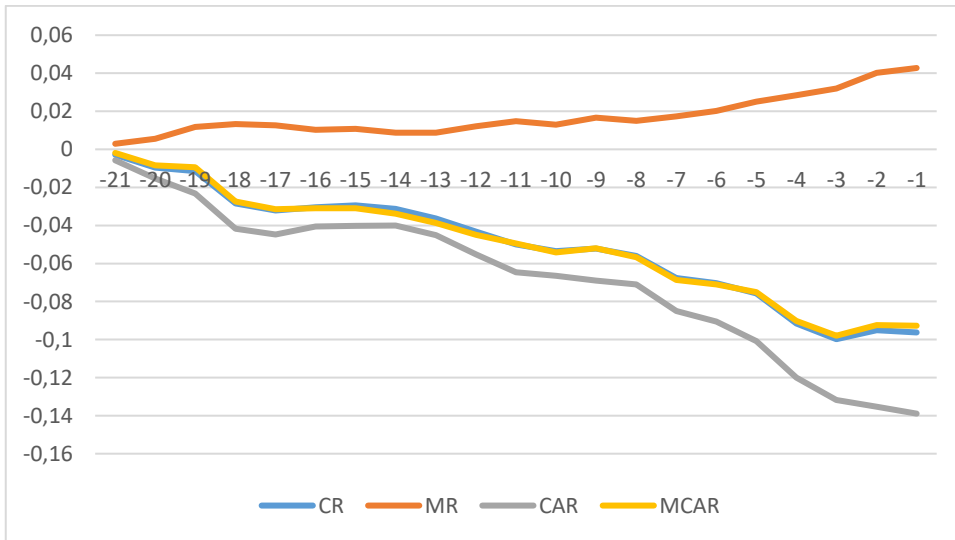
Şekil 4. 3: CAR ve MCAR Genel Karar Tarihli Grafik (-21,-1) (N=88)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki genel karar tarihi (-21,-1) gün aralığında getirileri gösteren Şekil 4.3'ü incelediğimizde, -21'inci gün itibariyle düşüş trendi yaşanmaya başlamış ve getiriler MR' nin altında değer göstermiştir. (-21,-9) gün aralığında hafif düşüş yaşanmış, sonrasında ise yerini keskin bir düşüşe bırakmıştır. Olay günü öncesi -1'inci güne geldiğimizde MR %3,9 seviyelerine ulaşmış, MCAR -%10, CR -%11, CAR ise -%15 seviyelerine gerilemiştir. Düşüş eğilimi öncesi dalgalanmalar (-42,-1) aralıklı grafik Ek Şekil 1' de mevcuttur.

Şekil 4. 4: CAR ve MCAR Genel İlk İşlem Tarihli Grafik (-21,-1) (N=72)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki genel ilk işlem tarihi (-21,-1) gün aralığında getirileri gösteren Şekil 4.4'ü incelediğimizde, -21'inci gün itibariyle getiriler düşüş trendine girmiş ve MR' nin altında değer görülmüştür. -3'üncü güne kadar dalgalı düşüş yaşanmış CR ve MCAR -%9,8 seviyelerine gerilemiş ve -1'inci güne kadar hafif artış göstererek -%9,2 seviyesine ulaşmış, MR %4,2 seviyesine ulaşırken, CAR düşüşüne devam ederek -1'inci günde -%13,9 seviyelerine gerilemiştir. Düşüş eğilimi öncesi dalgalanmalar (-42,-1) aralıklı grafik Ek Şekil 2' de mevcuttur.

Pay geri alım neticesinde karar tarihi bazında zamanla anlamlılık kazanan getiriler, ilk işlem tarihi bazında baktığımız zaman biraz daha dalgalı görülmektedir. Bunun sebebi ise pay geri alım bildirisinin olay günü öncesi günde yayınlanıp, yatırımcıların payların yükseleceğine inanması sonucu açık piyasadan pay toplamalarıdır. İlk işlem tarihi bazında bakıldığında, firmaların yayınladığı karar tarihi ile paylarını ilk geri aldığı tarih aralığında zaman farkı oluşabilmekte, bu sebeple karar tarihinde piyasaya verilmiş olan sinyal sonucu pay fiyatında yükseliş gerçekleşmektedir.

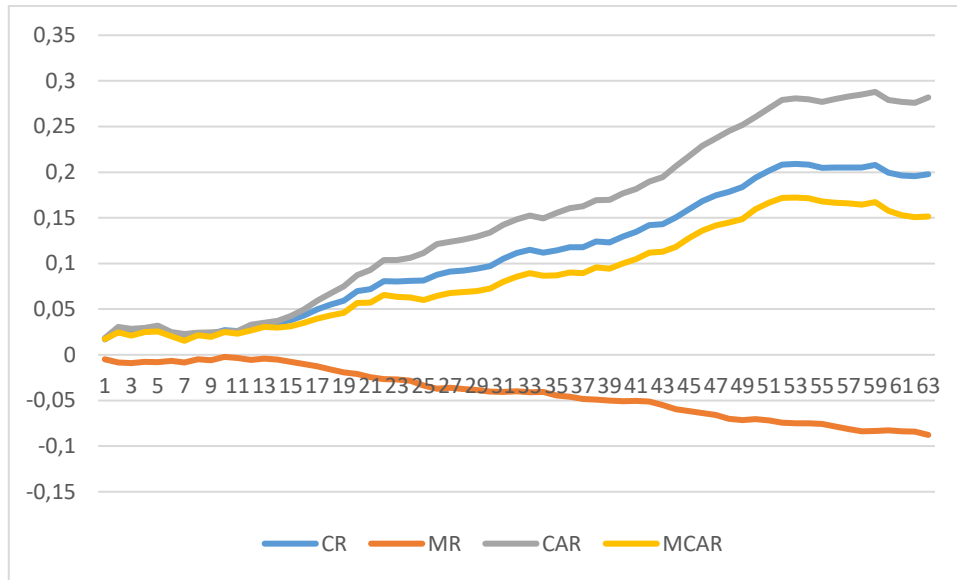
Tablo 4. 5: CAR ve MCAR Tablosu Genel (1,63)

	Karar Tarihine Göre (N=88)				İşlem Tarihine Göre (N=72)			
	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri
1	0.018***	(3.29)	0.017***	(3.1)	0.007	(1.6)	0.009**	(2.07)
2	0.031***	(3.3)	0.025***	(3.02)	0.008	(1.25)	0.008	(1.43)
3	0.029***	(3.88)	0.021**	(2.5)	0.007	(0.82)	0.007	(0.98)
4	0.03**	(2.6)	0.025***	(2.76)	-0.001	(-0.14)	0.000	(0.03)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
11	0.026**	(1.54)	0.023*	(1.8)	0.022	(1.4)	0.012	(0.81)
12	0.033**	(1.89)	0.027*	(1.9)	0.031*	(1.77)	0.015	(0.91)
13	0.035**	(1.94)	0.031**	(2.07)	0.035*	(1.96)	0.015	(0.87)
14	0.037**	(1.88)	0.03*	(1.82)	0.039**	(2.06)	0.019	(1.06)
15	0.042**	(2.03)	0.031*	(1.77)	0.044**	(2.2)	0.018	(0.93)
16	0.05**	(2.33)	0.035*	(1.96)	0.045**	(2.19)	0.019	(0.95)
17	0.059***	(2.64)	0.04**	(2.08)	0.051**	(2.3)	0.020	(0.92)
18	0.067***	(2.86)	0.043**	(2.09)	0.06**	(2.56)	0.025	(1.1)
19	0.075***	(3.13)	0.046**	(2.11)	0.069***	(2.87)	0.033	(1.42)
20	0.087***	(3.65)	0.057***	(2.67)	0.071***	(2.83)	0.033	(1.38)
21	0.093***	(3.75)	0.057***	(2.71)	0.082***	(3.21)	0.042*	(1.78)
22	0.104***	(3.97)	0.065***	(2.87)	0.079***	(3.06)	0.043*	(1.72)
23	0.104***	(3.96)	0.064***	(2.85)	0.076***	(2.95)	0.038	(1.6)
24	0.106***	(4.11)	0.063***	(2.91)	0.069**	(2.58)	0.032	(1.35)
25	0.111***	(4.35)	0.06***	(2.88)	0.065**	(2.37)	0.029	(1.19)
26	0.121***	(4.52)	0.065***	(2.82)	0.067**	(2.33)	0.029	(1.11)
27	0.124***	(4.56)	0.068***	(2.88)	0.073**	(2.44)	0.033	(1.19)
28	0.126***	(4.62)	0.069***	(2.85)	0.083**	(2.6)	0.044	(1.51)
29	0.129***	(4.7)	0.07***	(2.79)	0.091***	(2.72)	0.048	(1.55)
30	0.134***	(4.76)	0.073***	(2.8)	0.101***	(2.86)	0.056*	(1.7)
31	0.142***	(4.82)	0.08***	(2.96)	0.114***	(3.04)	0.064*	(1.86)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
44	0.207***	(4.31)	0.118***	(2.69)	0.186***	(3.08)	0.114*	(1.98)
45	0.218***	(4.4)	0.128***	(2.81)	0.196***	(3.26)	0.12**	(2.1)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
53	0.281***	(5.05)	0.172***	(3.37)	0.231***	(3.77)	0.135**	(2.41)
54	0.28***	(5.11)	0.172***	(3.42)	0.228***	(3.81)	0.13**	(2.38)
55	0.277***	(4.94)	0.168***	(3.28)	0.227***	(3.77)	0.126**	(2.28)
56	0.28***	(5.09)	0.166***	(3.32)	0.231***	(3.91)	0.126**	(2.33)
57	0.283***	(5.22)	0.166***	(3.39)	0.233***	(4.01)	0.122**	(2.29)
58	0.285***	(5.29)	0.165***	(3.4)	0.238***	(4.07)	0.125**	(2.31)
59	0.288***	(5.35)	0.167***	(3.5)	0.236***	(4.06)	0.12**	(2.27)
60	0.279***	(5.27)	0.158***	(3.38)	0.233***	(4.06)	0.114**	(2.19)
61	0.277***	(5.27)	0.153***	(3.31)	0.243***	(4.11)	0.121**	(2.26)
62	0.276***	(5.23)	0.151***	(3.3)	0.249***	(4.15)	0.124**	(2.26)
63	0.282***	(5.42)	0.152***	(3.34)	0.266***	(4.35)	0.133**	(2.39)
T değerleri parantez içerisinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.								

Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki (1,63) gün aralığı karar tarihli Tablo 4.5'i incelediğimizde CAR ve MCAR 1'inci günden itibaren yükseliş trendi yakalamış, CAR 63'üncü güne kadar sürdürürken, MCAR 60'ıncı günde düşüşe geçmiştir. CAR 17'nci günden, MCAR ise 20'nci günden 63'üncü güne kadar istikrarlı olarak %1 düzeyinde anlamlılık sergilemiştir. İlk işlem tarihine baktığımızda CAR ve MCAR olay günü sonrası artış trendi yakaladığını görmekteyiz. CAR 29'uncu günden 63'üncü güne kadar %1 düzeyinde, MCAR ise 45'inci günden 63'üncü güne kadar %5 düzeyinde anlamlılık sergilemiştir. Olay günü sonrası (1,63) gün aralığında firmaların getirilerindeki yaşanan dalgalanmalar görsel hale getirilip aşağıda sunulmuştur.

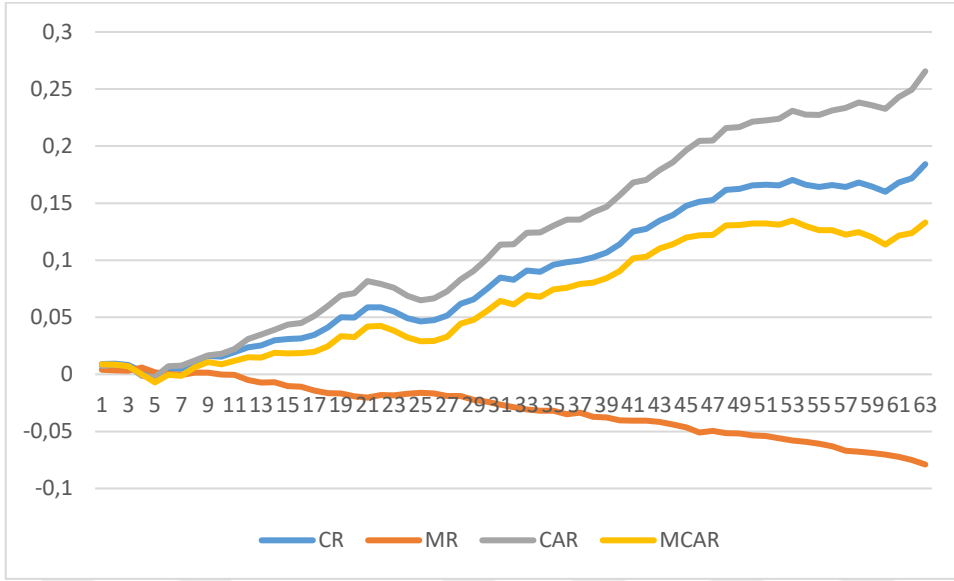
Şekil 4. 5: CAR ve MCAR Genel Karar Tarihli Grafik (1,63) (N=88)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki Şekil 4.5, genel karar tarihi (1,63) zaman dilimini göstermektedir. Yapılan geri alım sonrası fiyatlanma istikrarlı biçimde MR'nin üzerinde devamlılığını sürdürmüştür. (1,11) gün aralığında getiriler daha stabil giderken, (11,53) gün aralığında yukarı yönlü artış trendine girmiş, (53,63) zaman diliminde ise trendini kaybedip değer kaybı yaşamadan devamlılığını korumuş, 63'üncü gün itibariyle CAR %28, CR %19,7, MCAR %15 seviyelerine ulaşırken, MR düşüş yaşayarak -%8,7 düzeyinde çerçeveyi sonlandırmıştır.

Şekil 4. 6: CAR ve MCAR Genel İlk İşlem Tarihli Grafik (1,63) (N=72)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki Şekil 4.6, genel ilk işlem tarihi bazında (1,63) zaman dilimini göstermektedir. (1,8) gün aralığında getiriler durağan ilerlerken, (8,63) zaman aralığında yukarı yönlü artış trendi yakalamıştır. (21,25) gün aralığı ufak bir düşüş yaşanmış fakat 25'inci gün geri toparlanarak trendine devam etmiştir. Geri alım sonrasında (1,8) zaman diliminde MR ile getiriler iç içe ilerlerken, 7'nci gün sonunda getiriler MR,yi yukarı doğru kesmiş ve (8,63) gün aralığında getiriler MR'nin üzerinde fiyatlanmışır. 63'üncü gün itibariyle CAR %26,5, CR %18,4, MCAR ise %12,3 seviyelerine ulaşırken, MR düşüş gösterip -%7,9 seviyesine gerilemiştir.

4.1.2 Kap Aracılığıyla Pay Geri Alımı İçin Bildiride Bulunan Pandemi Öncesi Tüm Firmaların Kısa Dönemdeki Pay Getirileri Üzerinde Oluşan Etkileri

BIST 'de faaliyet gösteren firmaların örneklem tarihi dahilinde gerçekleştirdikleri pandemi öncesi tüm pay geri alımlar ele alınıp incelendiğinde ve alınan payların firmaların getirilerine piyasanın vermiş olduğu tepkileri ölçümlemek için CAR alınarak t testine tabi tutulmuştur. Bu doğrultuda, aşağıda yer alan tablolar ve grafiklerde yönetim kurulu karar tarihi baz alınarak analize dahil olan firmalar (N=40) ile ilk işlemin yapıldığı tarih baz alınarak analize dahil olan firmalar (N=35) ayrı olarak incelenmiş ve MCAR değerleri de hesaplanmıştır. Olay tarihi öncesi (-251,-1), (-21,-1) ve olay tarihi sonrası (1,63) güne kadar olan CAR ve MCAR istatistik değerleri verilmiştir.

Tablo 4. 6: CAR ve MCAR Tablosu Pandemi Öncesi (-251,-1)

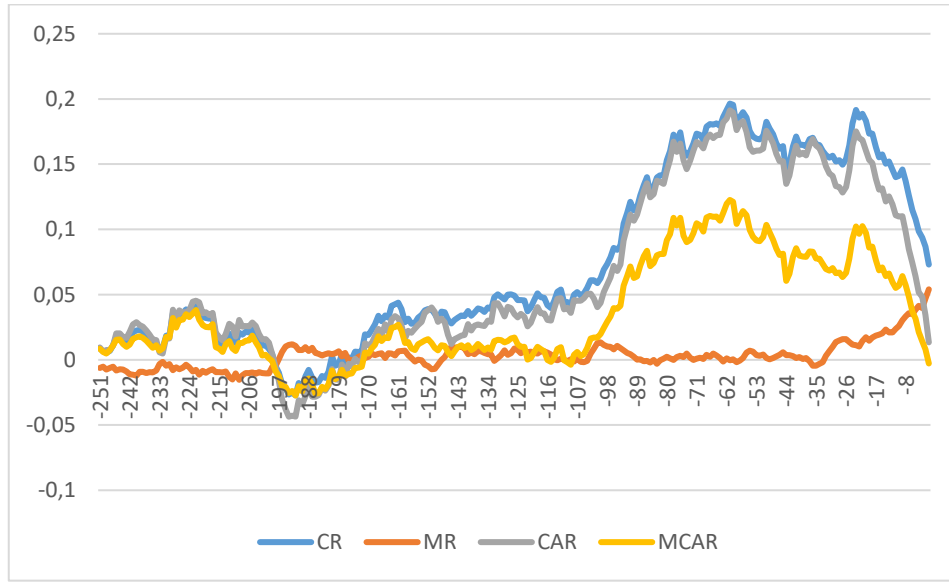
	Karar Tarihine Göre (N=40)				İşlem Tarihine Göre (N=35)			
	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri
-251	0.009*	(1.77)	0.009**	(2.11)	0.014**	(2.07)	0.008	(1.57)
-250	0.006	(0.91)	0.006	(1.11)	0.015*	(1.9)	0.011*	(1.81)
-249	0.007	(0.9)	0.005	(0.86)	0.017	(1.69)	0.012	(1.61)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-186	-0.028	(-0.49)	-0.026	(-0.71)	-0.001	(-0.03)	0.007	(0.25)
-185	-0.027	(-0.47)	-0.026	(-0.69)	-0.008	(-0.18)	0.006	(0.2)
-184	-0.021	(-0.37)	-0.021	(-0.55)	-0.004	(-0.08)	0.007	(0.26)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-96	0.072	(0.85)	0.040	(0.72)	0.102	(1.23)	0.081	(1.51)
-95	0.068	(0.8)	0.039	(0.73)	0.110	(1.35)	0.086	(1.66)
-94	0.073	(0.85)	0.041	(0.76)	0.120	(1.47)	0.098*	(1.88)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-71	0.167*	(1.71)	0.105*	(1.94)	0.157*	(1.72)	0.113**	(2.34)
-70	0.165*	(1.71)	0.103**	(2.03)	0.172*	(1.85)	0.125**	(2.55)
-69	0.162*	(1.69)	0.098**	(2.04)	0.184*	(1.95)	0.134***	(2.82)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-57	0.183*	(2.02)	0.114**	(2.63)	0.185*	(1.88)	0.137***	(3.09)
-56	0.175*	(1.92)	0.111**	(2.59)	0.175*	(1.79)	0.127***	(2.83)
-55	0.163*	(1.78)	0.1**	(2.31)	0.169*	(1.72)	0.12**	(2.69)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-43	0.141	(1.57)	0.066*	(1.8)	0.158	(1.64)	0.088**	(2.13)
-42	0.155*	(1.71)	0.079**	(2.18)	0.155	(1.6)	0.081*	(2)
-41	0.164*	(1.79)	0.086**	(2.49)	0.165*	(1.73)	0.086**	(2.21)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-27	0.128	(1.32)	0.064**	(2.64)	0.118	(1.18)	0.062*	(2.01)
-26	0.132	(1.36)	0.067***	(2.83)	0.126	(1.27)	0.07**	(2.34)
-25	0.145	(1.48)	0.077***	(3.43)	0.142	(1.41)	0.081**	(2.6)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-13	0.125	(1.21)	0.066***	(2.83)	0.108	(0.98)	0.064**	(2.2)
-12	0.119	(1.16)	0.06**	(2.52)	0.100	(0.91)	0.057*	(2.03)
-11	0.111	(1.07)	0.055**	(2.4)	0.094	(0.86)	0.056*	(1.94)
-10	0.110	(1.04)	0.057**	(2.51)	0.088	(0.79)	0.049*	(1.7)
-9	0.110	(1.04)	0.064***	(2.87)	0.080	(0.72)	0.05*	(1.82)
-8	0.098	(0.92)	0.057**	(2.56)	0.081	(0.74)	0.052*	(2.01)
-7	0.085	(0.79)	0.048**	(2.32)	0.064	(0.58)	0.035	(1.44)
-6	0.074	(0.69)	0.037*	(1.86)	0.065	(0.59)	0.035	(1.46)
-5	0.064	(0.59)	0.031	(1.67)	0.058	(0.54)	0.033	(1.39)
-4	0.052	(0.49)	0.021	(1.51)	0.042	(0.4)	0.017	(0.94)
-3	0.048	(0.46)	0.014	(1.38)	0.022	(0.21)	0.004	(0.24)
-2	0.034	(0.33)	0.008	(1.07)	0.013	(0.13)	0.003	(0.4)
-1	0.013	(0.13)	-0.003*	(-1.73)	-0.002	(-0.02)	-0.001	(-1)

T değerleri parantez içerisinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki (-251,-1) zaman dilimini gösteren Tablo 4.6'yı incelediğimizde karar tarihi ve ilk işlem tarihi bazında CAR ve MCAR -57'nci güne kadar artış yaşayıp en yüksek getiri değerine ulaşmış, olay günü öncesi -1'inci güne yaklaştıkça getirilerde düşüş gözlemlenmiştir. Olay günü öncesi (-251,-1) gün aralığında getirilerdeki dalgalanmalar grafikler yardımıyla aşağıda sunulmuştur.

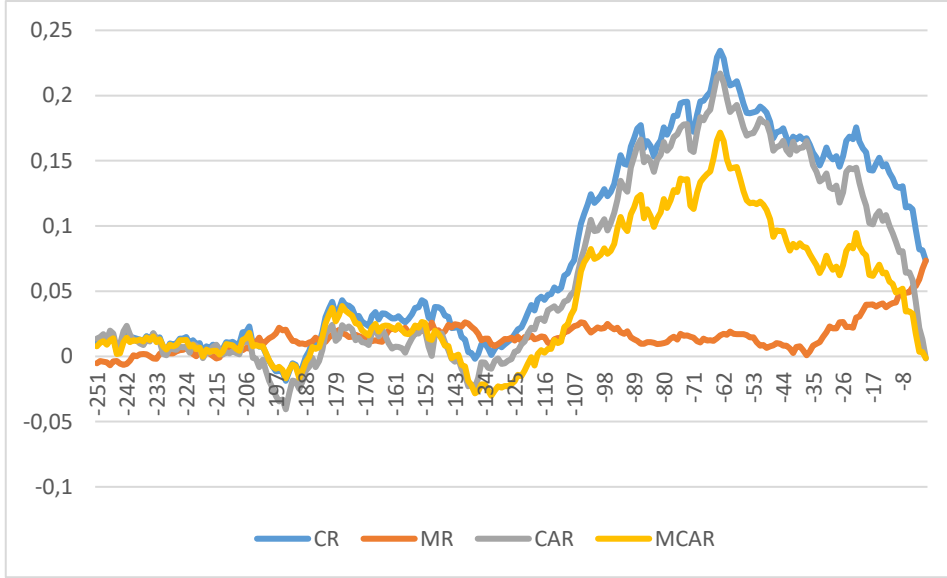
Şekil 4. 7: CAR ve MCAR Pandemi Öncesi Karar Tarihli Grafik (-251,-1) (N=40)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıda verilen pandemi öncesi karar tarihi (-251,-1) tarih aralığındaki Şekil 4.7'yi incelediğimizde, (-251,-6) gün aralığında getiriler genel olarak MR'nin üzerinde performans göstermiş, -103'üncü gün itibariyle yükseliş gözlemlenmektedir. -60'ıncı günde CR ve CAR %19, MCAR ise %12 seviyelerine ulaşarak en yüksek getiri değeri göstermesinin ardından düşüş yaşamış fakat -21'inci gün ani yükseliş gösterip olay günü öncesi -1'inci güne kadar düşüşünü devam ettirmiştir.

Şekil 4. 8: CAR ve MCAR Pandemi Öncesi İlk İşlem Tarihli Grafik (-251,-1) (N=35)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıda verilen pandemi öncesi ilk işlem tarihli (-251,-1) gün aralığındaki Şekil 4.8'i incelediğimizde, (-251,-121) zaman diliminde getiriler MR ile birlikte yakın seyir izlemektedir. -120'nci gün itibari ile getiriler MR' yi yukarı yönde keserek artış trendine girmiş, -62'nci günde CR ve CAR %21, MCAR ise %16 seviyelerine yükselerek en yüksek getiri oranı göstermiştir. -61'inci gündem -1'inci güne kadar düşüş eğilimi göstermişlerdir.

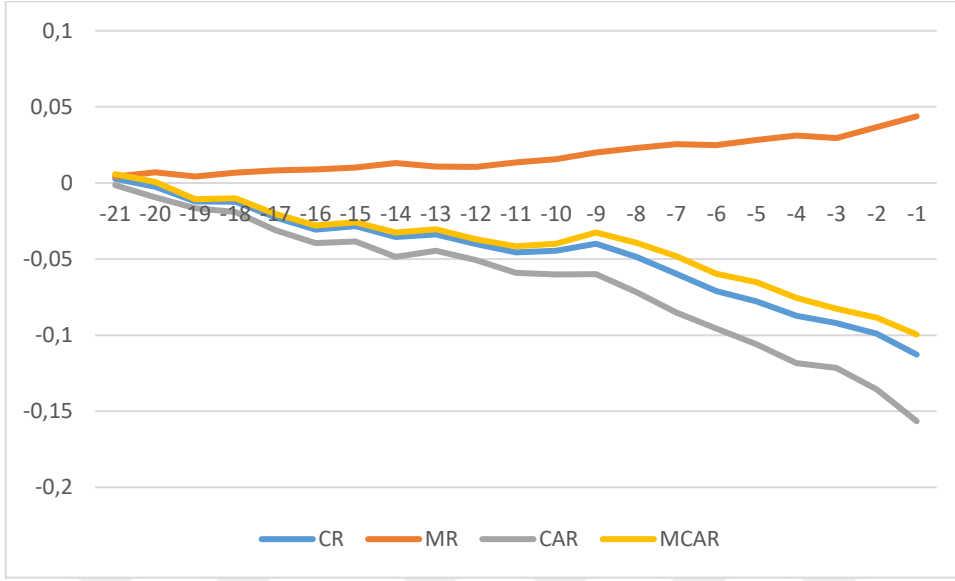
Tablo 4. 7: CAR ve MCAR Tablosu Pandemi Öncesi (-21,-1)

	Karar Tarihine Göre (N=40)				İşlem Tarihine Göre (N=35)			
	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri
-21	-0.001	(-0.26)	0.006	(1.16)	-0.011*	(-1.83)	-0.010	(-1.56)
-20	-0.009	(-1.08)	0.001	(0.11)	-0.022**	(-2.38)	-0.015*	(-1.88)
-19	-0.017*	(-1.72)	-0.011	(-1.37)	-0.029**	(-2.7)	-0.017*	(-1.91)
-18	-0.019	(-1.57)	-0.010	(-1.08)	-0.042***	(-2.91)	-0.032**	(-2.59)
-17	-0.031*	(-2.01)	-0.02*	(-1.69)	-0.043***	(-2.79)	-0.033**	(-2.43)
-16	-0.04**	(-2.39)	-0.028*	(-2)	-0.036**	(-2.03)	-0.028*	(-1.75)
-15	-0.038**	(-2.33)	-0.026*	(-1.88)	-0.033	(-1.45)	-0.024	(-1.18)
-14	-0.049**	(-2.63)	-0.032**	(-2.17)	-0.041	(-1.64)	-0.031	(-1.43)
-13	-0.045**	(-2.31)	-0.03*	(-1.93)	-0.036	(-1.33)	-0.030	(-1.21)
-12	-0.051**	(-2.36)	-0.037**	(-2.04)	-0.045	(-1.67)	-0.037	(-1.49)
-11	-0.059**	(-2.65)	-0.042**	(-2.21)	-0.05*	(-1.86)	-0.039	(-1.55)
-10	-0.06**	(-2.67)	-0.04**	(-2.13)	-0.057*	(-1.85)	-0.045	(-1.61)
-9	-0.06***	(-2.84)	-0.033*	(-2)	-0.065**	(-2.04)	-0.044	(-1.54)
-8	-0.072***	(-3.16)	-0.039**	(-2.27)	-0.064*	(-1.94)	-0.043	(-1.46)
-7	-0.085***	(-3.46)	-0.048**	(-2.66)	-0.08**	(-2.39)	-0.06**	(-2.08)
-6	-0.096***	(-3.56)	-0.06***	(-3.05)	-0.08**	(-2.29)	-0.06**	(-2.04)
-5	-0.106***	(-3.67)	-0.065***	(-3.01)	-0.086**	(-2.45)	-0.062**	(-2.16)
-4	-0.118***	(-4.41)	-0.075***	(-3.78)	-0.102***	(-3.12)	-0.077***	(-2.86)
-3	-0.122***	(-4.54)	-0.083***	(-4.12)	-0.123***	(-3.9)	-0.091***	(-3.58)
-2	-0.136***	(-4.78)	-0.089***	(-4.17)	-0.132***	(-3.66)	-0.091***	(-3.11)
-1	-0.157***	(-5.14)	-0.1***	(-4.31)	-0.146***	(-3.91)	-0.096***	(-3.05)
T değerleri parantez içerisinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.								

Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki Tablo 4.7’yi incelendiğinde karar tarihi bazında CAR ve MCAR -21’inci günden itibaren getirilerde düşüş görülmekte, CAR -9’uncu günde MCAR ise -6’ncı günde %1 düzeyinde anlamlılık sergilemiş, olay günü öncesi -1’inci güne kadar anlamlılık düzeylerini sürdürmüşlerdir. İlk işlem tarihine baktığımızda CAR ve MCAR -21’inci gün itibarıyla negatif değer göstermiş, -4’üncü günde %1 düzeyinde anlamlılık yakalayarak -1’inci güne kadar getiriler üzerindeki düşüşünü sürdürmüştür. Olay günü öncesi (-21,-1) zaman diliminde getirilerde oluşan dalgalanmalar, aşağıda verilen grafikler yardımıyla görsel olarak sunulmuştur.

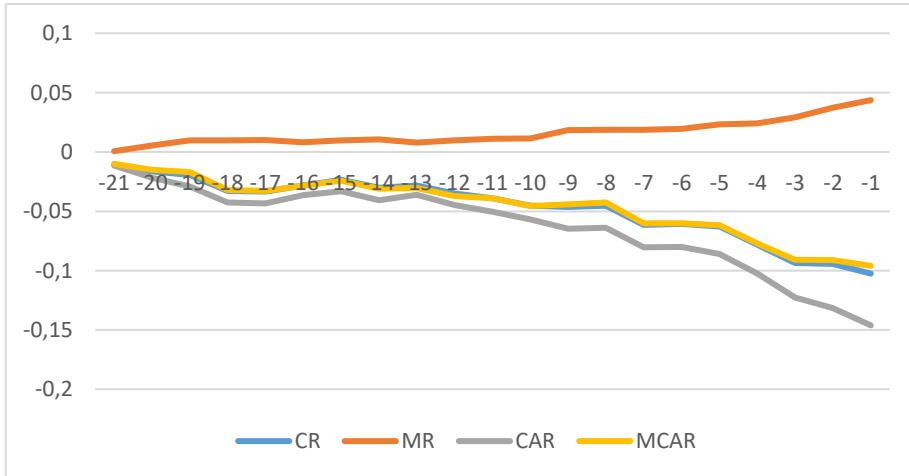
Şekil 4. 9: CAR ve MCAR Pandemi Öncesi Karar Tarihli Grafik (-21,-1)
(N=40)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıda pandemi öncesi karar tarihi (-21,-1) gün aralığında getirileri gösteren Şekil 4.9'u incelediğimizde, (-21,-1) gün aralığında getiriler MR'nin altında ilerleme kaydetmiş, -21'inci günde getiriler %0 değerle başlayarak -9'uncu güne kadar hafif düşüşler göstererek MCAR -%3,2, CR -%4, CAR ise -%6 seviyelerinde gerileme kaydetmiştir. -9'uncu gün itibariyle getiriler hızlı bir düşüş göstermiş, MCAR -%10, CR -%11, CAR -%15,6, MR ise yükselerek %4,3 seviyelerine ulaşmıştır. Düşüş eğilimi öncesi dalgalanmalar (-42,-1) aralıklı grafik Ek Şekil 3' de mevcuttur.

Şekil 4. 10: CAR ve MCAR Pandemi Öncesi İlk İşlem Tarihli Grafik (-21,-1)
(N=35)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki pandemi öncesi ilk işlem tarihi (-21,-1) gün aralığındaki getirileri gösteren Şekil 4.10'a baktığımızda, (-21,-1) gün aralığında getiriler MR'nin altında istikrarlı düşüş gözlemlenmiştir. -21'inci gün itibariyle %0 oranla düşüşe geçen getiriler -1'inci günde CR ve MCAR -%9, CAR ise -%14 seviyelerine gerilemiştir. Düşüş eğilimi öncesi dalgalanmalar (-42,-1) aralıklı grafik Ek Şekil 4' de mevcuttur.

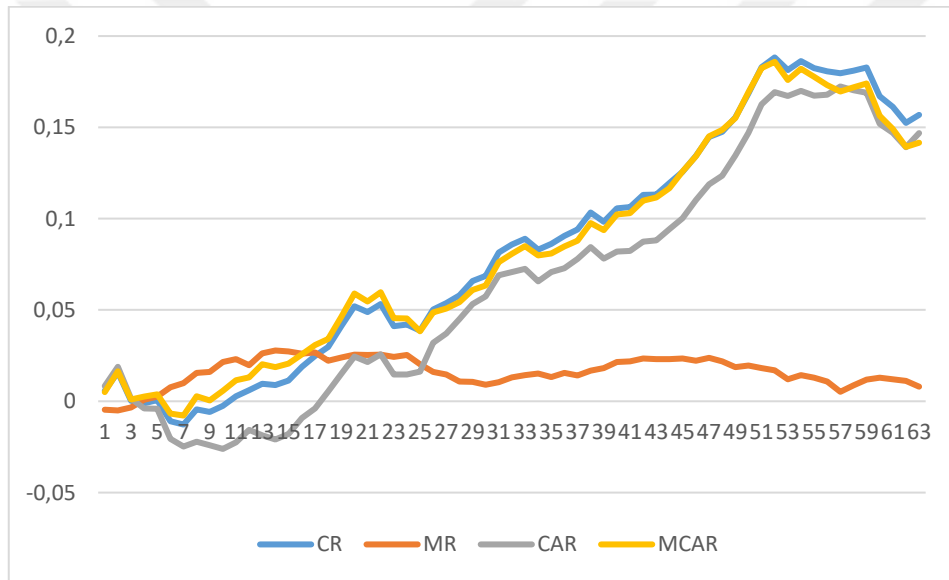
Tablo 4. 8: CAR ve MCAR Tablosu Pandemi Öncesi (1,63)

	Karar Tarihine Göre (N=40)				İşlem Tarihine Göre (N=35)			
	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri
1	0.008	(0.94)	0.005	(0.58)	0.006	(0.86)	0.006	(1.05)
2	0.019	(1.21)	0.016	(1.09)	0.000	(0.03)	0.002	(0.3)
3	0.002	(0.12)	0.001	(0.09)	-0.010	(-0.83)	-0.003	(-0.35)
4	-0.004	(-0.26)	0.003	(0.21)	-0.014	(-0.96)	-0.008	(-0.73)
5	-0.004	(-0.22)	0.004	(0.27)	-0.013	(-0.82)	-0.011	(-0.94)
6	-0.021	(-1.06)	-0.007	(-0.48)	-0.005	(-0.33)	-0.002	(-0.17)
7	-0.025	(-1.15)	-0.008	(-0.54)	-0.012	(-0.68)	-0.006	(-0.43)
8	-0.022	(-0.97)	0.003	(0.19)	-0.008	(-0.48)	0.007	(0.45)
9	-0.024	(-0.96)	0.000	(0.03)	0.003	(0.16)	0.017	(0.83)
10	-0.026	(-1.04)	0.006	(0.3)	0.002	(0.09)	0.017	(0.73)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
14	-0.021	(-0.72)	0.019	(0.69)	0.014	(0.48)	0.031	(0.96)
15	-0.018	(-0.6)	0.021	(0.69)	0.016	(0.51)	0.031	(0.87)
16	-0.009	(-0.29)	0.026	(0.83)	0.013	(0.4)	0.031	(0.85)
17	-0.004	(-0.11)	0.031	(0.9)	0.015	(0.41)	0.029	(0.75)
18	0.005	(0.15)	0.034	(0.93)	0.021	(0.54)	0.036	(0.86)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
30	0.058	(1.3)	0.063	(1.46)	0.038	(0.61)	0.064	(1.05)
31	0.069	(1.49)	0.076*	(1.7)	0.053	(0.8)	0.074	(1.15)
32	0.071	(1.46)	0.081	(1.67)	0.050	(0.72)	0.069	(1.01)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
51	0.163	(1.45)	0.183	(1.66)	0.148	(1.21)	0.173	(1.46)
52	0.169	(1.56)	0.186*	(1.75)	0.138	(1.17)	0.161	(1.41)
53	0.167	(1.58)	0.176*	(1.72)	0.152	(1.31)	0.170	(1.54)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
60	0.152	(1.55)	0.156*	(1.72)	0.151	(1.4)	0.144	(1.42)
61	0.147	(1.51)	0.149	(1.67)	0.163	(1.46)	0.157	(1.49)
62	0.139	(1.44)	0.139	(1.57)	0.173	(1.53)	0.162	(1.52)
63	0.147	(1.55)	0.142	(1.63)	0.191	(1.66)	0.173	(1.59)
T değerleri parantez içerisinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.								

Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki Tablo 4.8 incelendiğinde karar tarihi CAR (1,63) zaman diliminde anlamlılık sergilenmemiş, 52'nci güne kadar getirilerde artış kaydetmiş fakat sonrasında 63'üncü güne kadar düşüş gözlemlenmiştir. MCAR baktığımızda 31'inci ve sonrası günlerde seyrek olarak %10 düzeyinde anlamlılık sergilemiş, 52'nci güne kadar artışını sürdürmüş sonrasında 63'üncü güne kadar düşüş yaşamıştır. İlk işlem tarihine baktığımızda (1,63) gün aralığında CAR ve MCAR'da anlamlılık görülmemiş, 63'üncü güne kadar artışını sürdürmüşlerdir. Olay günü sonrası (1,63) gün aralığında getirilerde oluşan dalgalanmalar, aşağıda verilen grafikler yardımıyla görsel olarak sunulmuştur.

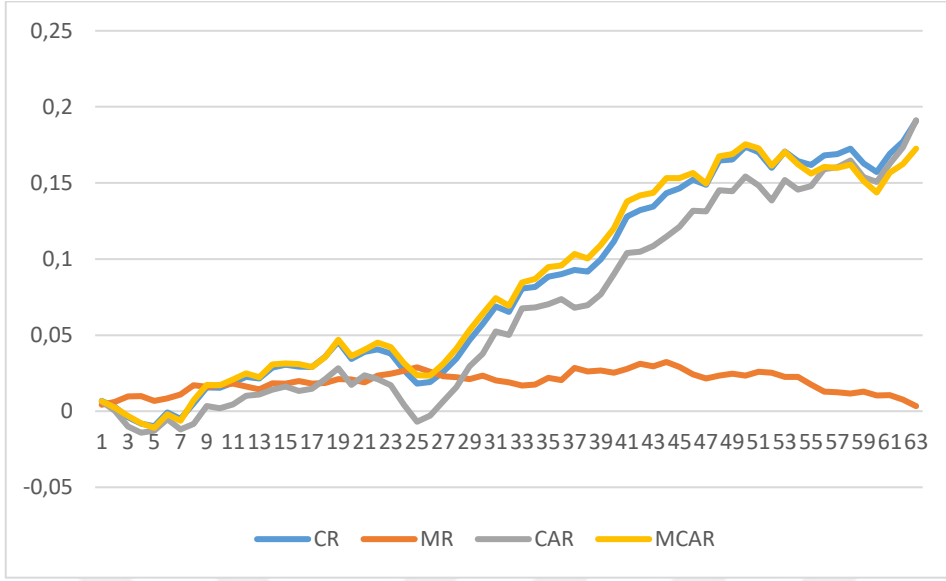
Şekil 4. 11: CAR ve MCAR Pandemi Öncesi Karar Tarihli Grafik (1,63) (N=40)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki pandemi öncesi karar tarihi (1,63) gün aralığındaki getirileri gösteren Şekil 4.11'i incelediğimizde, geri alımın yatırımcılara vermiş olduğu sinyal doğrultusunda 1 ile 3'üncü gün aralığında getiriler MR'nin üzerinde %1,6 oranlarında değer göstermiş, (4,7) aralığında MR'nin altına düşerek negatif değerlere ulaşmış ve daha sonrasında yükseliş trendi yakalamıştır. 17'nci gün sonunda MCAR ve CR %3, 25'inci gün ise CAR %1,6 oranında MR'yi yukarı yönlü kesmiş, 52'nci günde MCAR ve CR %18,5, CAR ise %16,9 oranıyla zirve noktayı görmüştür. 52'nci gün itibarıyla düşüşe geçerek, 63'üncü gün sonunda CR %15,6, CAR ve MCAR %15 seviyelerine gerilemiş, MR %0 düzeylerinde çerçeveyi sonlandırmıştır.

Şekil 4. 12: CAR ve MCAR Pandemi Öncesi İlk İşlem Tarihli Grafik (1,63) (N=35)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki pandemi öncesi ilk işlem tarihi (1,63) gün aralığındaki getirileri gösteren Şekil 4.12'yi incelediğimizde, (1,25) gün aralığında getiriler birbirine yakın seviyelerde seyir izlemiştir. 25'inci gün itibariyle artış göstererek 63'üncü günde CR ve CAR %19, MCAR ise %17 seviyelerine ulaşarak çerçeveyi sonlandırmıştır.

4.1.3 Kap Aracılığıyla Pay Geri Alımı İçin Bildiride Bulunan Pandemi Sonrası Tüm Firmaların Kısa Dönemdeki Pay Getirileri Üzerinde Oluşan Etkileri

BİST 'de faaliyet gösteren firmaların örneklem tarihi dahilinde gerçekleştirdikleri pandemi sonrası tüm pay geri alımlar ele alınıp incelendiğinde ve alınan payların firmaların getirilerine piyasanın vermiş olduğu tepkileri ölçümlemek için CAR alınarak t testine tabi tutulmuştur. Bu doğrultuda, aşağıda yer alan tablolar ve grafiklerde yönetim kurulu karar tarihi baz alınarak analize dahil olan firmalar (N=40) ile ilk işlemin yapıldığı tarih baz alınarak analize dahil olan firmalar (N=35) ayrı olarak incelenmiş ve MCAR değerleri de hesaplanmıştır. Olay tarihi öncesi (-251,-1), (-21,-1) ve olay tarihi sonrası (1,63) güne kadar olan CAR ve MCAR istatistik değerleri verilmiştir.

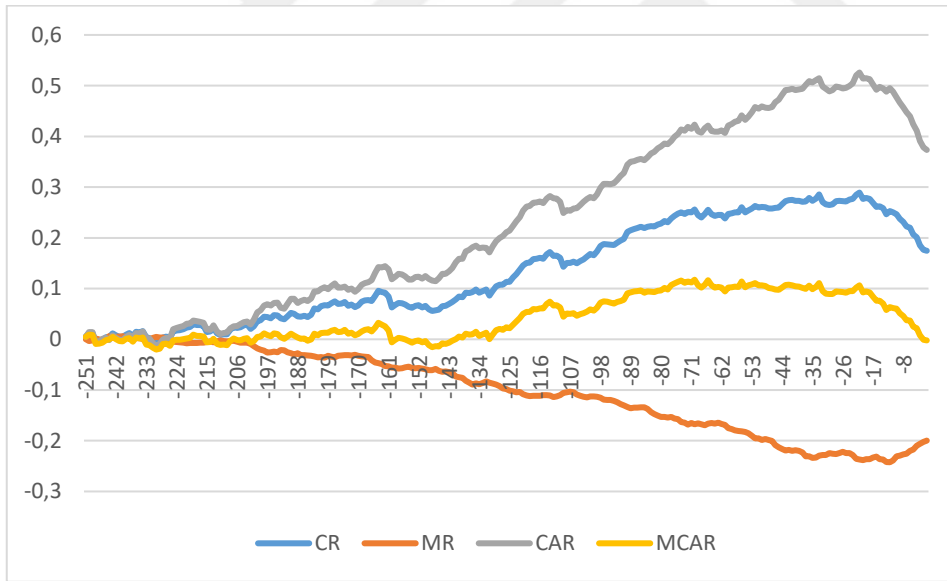
Tablo 4. 9: CAR ve MCAR Tablosu Pandemi Sonrası (-251,-1)

	Karar Tarihine Göre (N=48)				İşlem Tarihine Göre (N=37)			
	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri
-251	0.005	(0.94)	0.005	(1.14)	0.017***	(2.79)	0.016**	(2.69)
-250	0.014*	(2)	0.009	(1.58)	0.011	(1.16)	0.009	(1.2)
-249	0.014	(1.6)	0.009	(1.45)	0.009	(0.66)	0.008	(0.75)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-238	0.009	(0.29)	0.002	(0.11)	0.039	(1.58)	0.030	(1.58)
-237	0.002	(0.08)	-0.005	(-0.21)	0.043	(1.55)	0.038*	(1.69)
-236	0.012	(0.42)	0.004	(0.16)	0.046	(1.6)	0.038*	(1.69)
-235	0.011	(0.39)	0.001	(0.06)	0.054*	(1.75)	0.042*	(1.71)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-167	0.112	(1.63)	0.020	(0.47)	0.226***	(2.9)	0.106*	(1.99)
-166	0.116	(1.67)	0.015	(0.36)	0.233***	(2.97)	0.109*	(1.97)
-165	0.131*	(1.85)	0.023	(0.55)	0.233***	(3.01)	0.109*	(1.95)
-164	0.142*	(1.99)	0.032	(0.74)	0.222***	(2.94)	0.096*	(1.77)
-163	0.142*	(1.97)	0.029	(0.65)	0.222***	(2.89)	0.092*	(1.71)
-162	0.144*	(1.99)	0.026	(0.57)	0.223***	(2.92)	0.087	(1.63)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-143	0.134*	(1.94)	-0.006	(-0.14)	0.242***	(3.4)	0.076	(1.44)
-142	0.14**	(2.04)	-0.003	(-0.07)	0.225***	(3.07)	0.052	(1.08)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-130	0.184**	(2.61)	0.009	(0.24)	0.291***	(3.54)	0.074	(1.62)
-129	0.193***	(2.71)	0.018	(0.47)	0.3***	(3.56)	0.076	(1.66)
-128	0.2***	(2.69)	0.021	(0.51)	0.304***	(3.61)	0.076	(1.65)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-91	0.328***	(3.5)	0.078*	(1.96)	0.389***	(3.65)	0.106**	(2.24)
-90	0.345***	(3.64)	0.091**	(2.23)	0.397***	(3.78)	0.113**	(2.43)
-89	0.35***	(3.69)	0.092**	(2.27)	0.405***	(3.82)	0.116**	(2.48)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-75	0.405***	(4.28)	0.113***	(2.75)	0.443***	(4.25)	0.125**	(2.67)
-74	0.414***	(4.35)	0.116***	(2.81)	0.446***	(4.33)	0.126**	(2.66)
-73	0.411***	(4.27)	0.112***	(2.71)	0.453***	(4.38)	0.132***	(2.81)
-72	0.419***	(4.33)	0.114***	(2.73)	0.46***	(4.43)	0.137***	(2.85)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-21	0.526***	(6.02)	0.106***	(2.78)	0.58***	(6.18)	0.103**	(2.39)
-20	0.514***	(6)	0.092**	(2.49)	0.571***	(6.02)	0.095**	(2.2)
-19	0.514***	(5.94)	0.094**	(2.51)	0.562***	(5.81)	0.095**	(2.23)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-4	0.411***	(4.15)	0.022	(1.34)	0.444***	(3.7)	-0.005	(-0.36)
-3	0.391***	(3.89)	0.008	(0.57)	0.44***	(3.6)	-0.007	(-0.57)
-2	0.378***	(3.67)	-0.001	(-0.07)	0.441***	(3.57)	0.004	(0.36)
-1	0.373***	(3.58)	-0.002	(-0.18)	0.448***	(3.65)	0.008	(1.01)
T değerleri parantez içerisinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.								

Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki (-251,-1) gün aralığını gösteren Tablo 4.9'u incelediğimiz zaman karar tarihi bazında CAR -251'inci günden -21'inci güne kadar artış gösterip en yüksek değere ulaşp olay günü öncesi -1'inci güne kadar getirilerde düşüş yaşamış, -129'uncu gün itibariyle olay gününe kadar istikrarlı olarak %1 düzeyinde anlamlılık sergilemiştir. MCAR ise -251'inci günden -21'inci güne kadar artış yaşamış ve artış eğilimini bozarak -1'inci güne kadar getirilerde düşüş meydana gelmiş, -75 ile -21'inci gün aralığında %1 düzeyinde anlamlılık sergilemiştir. İlk işlem tarihi olarak bakıldığında CAR -21'inci güne kadar artış trendi göstermiş, -1'inci güne yaklaştıkça getirilerde düşüş meydana gelmiştir. -167 ile -1'inci gün aralığında %1 düzeyinde anlamlılık sergilerken, MCAR' ın anlamlılıklarında istikrar görülmemiş ve -21 ile -1'inci gün aralığında getirilerde düşüş yaşanmıştır. Olay günü öncesi (-251,-1) gün aralığında getirilerde oluşan dalgalanmalar, aşağıda veriler grafikler yardımıyla görsel olarak sunulmuştur.

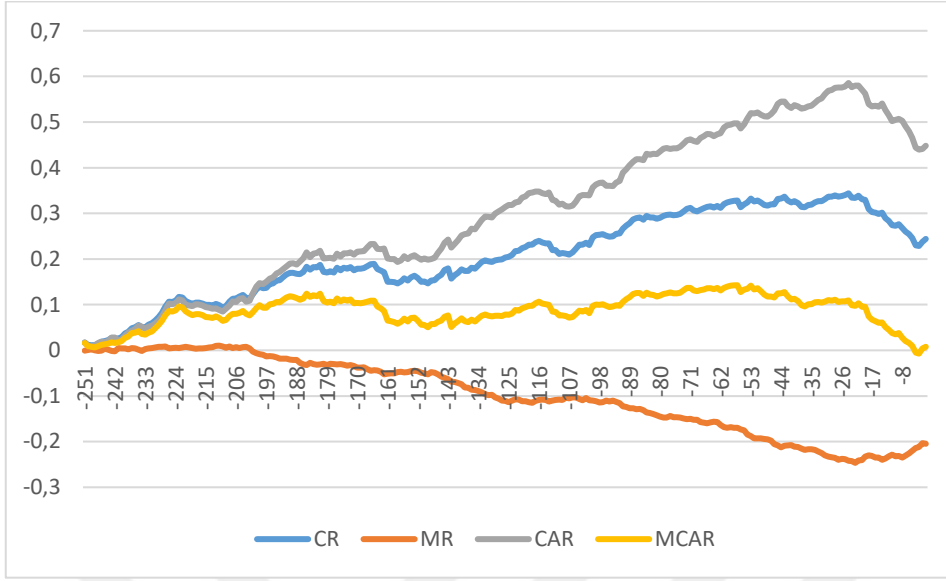
Şekil 4. 13: CAR ve MCAR Pandemi Sonrası Karar Tarihli Grafik (-251,-1) (N=48)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki pandemi sonrası karar tarihi (-251,-1) gün aralığındaki getirileri gösteren Şekil 4.13'ü incelediğimizde, (-251,-210) gün aralığında %0 düzeylerinde ilerlemiş, -209'uncu gün itibariyle yükseliş trendine girerek -20'nci gününe kadar inişli çıkışlı ilerleyerek zirve noktayı görmüştür. -20'nci gününde CAR %51, CR %27,6, MCAR ise %9,2 seviyelerine ulaşmış, -20'nci gününden olay günü öncesi -1'inci güne kadar düşüş trendi gerçekleştirmiş ve -1'inci gününde CAR %37, CR %17, MCAR %0 ve MR ise -%20 düzeylerinde penceresini sonlandırmıştır.

Şekil 4. 14: CAR ve MCAR Pandemi Sonrası İlk İşlem Tarihli Grafik (-251,-1) (N=37)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki pandemi sonrası ilk işlem tarihi (-251,-1) gün aralığındaki getirileri gösteren Şekil 4.14'ü incelediğimizde, (-251,-222) gün aralığında getiriler yukarı yönlü hızlı büyüme gerçekleştirerek %9,4 oranına ulaşmış, (-221,-23) gün aralığında önceki zaman dilimine kıyasla biraz daha hafif yükseliş gösterip direnç noktasına ulaşmıştır. -23'üncü gün itibariyle CAR %58, CR %33, MCAR ise %10 seviyelerinde getiri oranı göstermiş, olay günü öncesi -3'üncü güne kadar düşüş yaşanmış ve CAR %44, CR %23, MCAR %0, MR ise -%21 düzeylerine gerilemiş fakat (-3,-1) gün aralığında %1 oranında getiri sağlanmıştır.

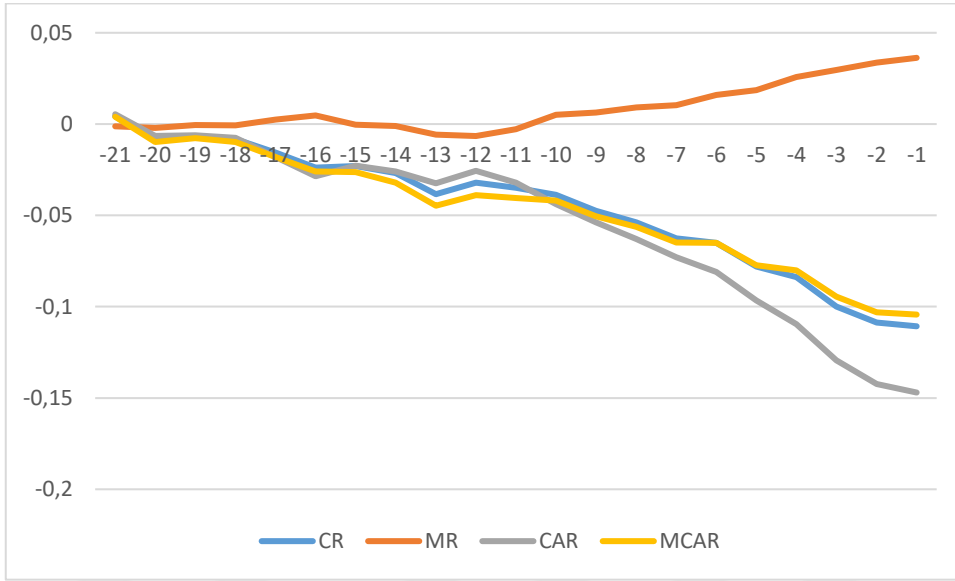
Tablo 4. 10: CAR ve MCAR Tablosu Pandemi Sonrası (-21,-1)

	Karar Tarihine Göre (N=48)				İşlem Tarihine Göre (N=37)			
	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri
-21	0.005	(1.12)	0.004	(1.01)	0.000	(-0.08)	0.006	(1.32)
-20	-0.006	(-0.64)	-0.010	(-1.16)	-0.009	(-1.13)	-0.002	(-0.48)
-19	-0.006	(-0.53)	-0.008	(-0.77)	-0.018	(-1.33)	-0.002	(-0.32)
-18	-0.008	(-0.58)	-0.010	(-0.91)	-0.041**	(-2.1)	-0.023*	(-1.83)
-17	-0.018	(-1.06)	-0.018	(-1.32)	-0.046**	(-2.06)	-0.03*	(-1.94)
-16	-0.029	(-1.49)	-0.026*	(-1.7)	-0.045*	(-1.82)	-0.034*	(-1.96)
-15	-0.023	(-1.06)	-0.026	(-1.6)	-0.047	(-1.66)	-0.037*	(-1.78)
-14	-0.026	(-1.03)	-0.032	(-1.67)	-0.039	(-1.24)	-0.037	(-1.59)
-13	-0.032	(-1.17)	-0.045**	(-2.08)	-0.054	(-1.43)	-0.046	(-1.65)
-12	-0.026	(-0.86)	-0.039*	(-1.73)	-0.065	(-1.64)	-0.052*	(-1.82)
-11	-0.032	(-1)	-0.041*	(-1.7)	-0.078*	(-1.77)	-0.059*	(-1.9)
-10	-0.044	(-1.23)	-0.042*	(-1.72)	-0.076	(-1.64)	-0.062*	(-1.92)
-9	-0.054	(-1.42)	-0.05*	(-1.92)	-0.073	(-1.51)	-0.06*	(-1.82)
-8	-0.063	(-1.61)	-0.056**	(-2.12)	-0.078	(-1.56)	-0.07**	(-2.12)
-7	-0.073*	(-1.69)	-0.065**	(-2.31)	-0.089*	(-1.7)	-0.077**	(-2.38)
-6	-0.081*	(-1.76)	-0.065**	(-2.17)	-0.1*	(-1.82)	-0.081**	(-2.41)
-5	-0.097*	(-2)	-0.077**	(-2.47)	-0.115*	(-1.95)	-0.088**	(-2.47)
-4	-0.11**	(-2.16)	-0.08**	(-2.66)	-0.137**	(-2.29)	-0.103***	(-2.85)
-3	-0.129**	(-2.4)	-0.094***	(-3)	-0.14**	(-2.21)	-0.105**	(-2.7)
-2	-0.142**	(-2.44)	-0.103***	(-2.93)	-0.139**	(-2.1)	-0.093**	(-2.25)
-1	-0.147**	(-2.41)	-0.104***	(-2.87)	-0.132*	(-1.99)	-0.09**	(-2.25)
T değerleri parantez içerisinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.								

Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki Tablo 4.10'u incelediğimizde karar tarihi CAR ve MCAR -21'inci gün itibariyle düşüş yaşamakta, CAR -4'üncü günden olay günü öncesi -1'inci güne kadar %5 düzeyinde anlamlılık gösterirken, MCAR -3'üncü günden -1'inci güne kadar %1 düzeyinde anlamlılık sergilemiştir. İlk işlem tarihine bakıldığında CAR ve MCAR' da anlamlılıklar değişiklik göstermekte ve düşüş trendi göstermektedir. Olay günü öncesi (-21,-1) gün aralığında getirilerdeki dalgalanmalar, grafikler yardımıyla daha anlaşılır biçimde aşağıda verilmiştir.

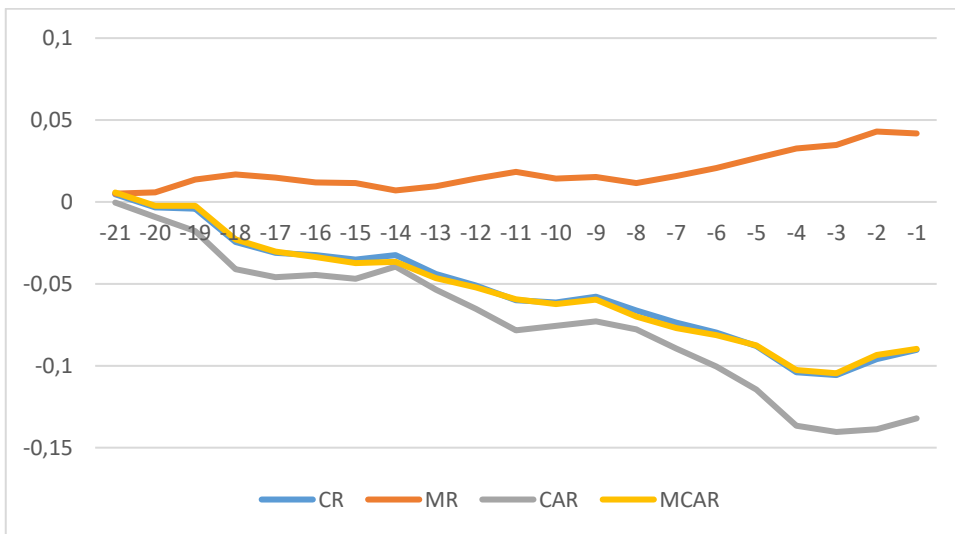
Şekil 4. 15: CAR ve MCAR Pandemi Sonrası Karar Tarihli Grafik (-21,-1) (N=48)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki pandemi sonrası karar tarihi (-21,-1) zaman aralığında getirileri gösteren Şekil 4.15'i incelediğimizde, -21'inci gün itibariyle düşüş trendi başlamış ve getiriler MR'nin altında değer almıştır. -12'nci güne kadar biraz hafif düşüş gözlemlenirken olay günü öncesi -1'inci güne kadar keskin bir düşüş görülmüş ve MCAR ve CR -%11, CAR ise -%15 seviyelerine gerilerken, MR %3,6 oranına yükselmiştir. Düşüş eğilimi öncesi dalgalanmalar (-42,-1) aralıklı grafik Ek Şekil 5' de mevcuttur.

Şekil 4. 16: CAR ve MCAR Pandemi Sonrası İlk İşlem Tarihli Grafik (-21,-1) (N=37)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki pandemi sonrası ilk işlem tarihi (-21,-1) gün aralığında getirileri gösteren Şekil 4.16'yı incelediğimizde, -21'inci gün itibari ile getiriler MR'nin altında seyrini sürdürmüş ve düşüş trendine girmiştir. (-19,-3) gün aralığında MCAR ve CR -%10,5, CAR ise -%14 seviyelerine gerilemiş, olay günü öncesi -1'inci güne kadar tekrardan yükselişe geçerek MCAR ve CR -%9, CAR -%13 ve MR ise %4 seviyelerinde pencereyi sonlandırmıştır. Düşüş eğilimi öncesi dalgalanmalar (-42,-1) aralıklı grafik Ek Şekil 6' da mevcuttur.



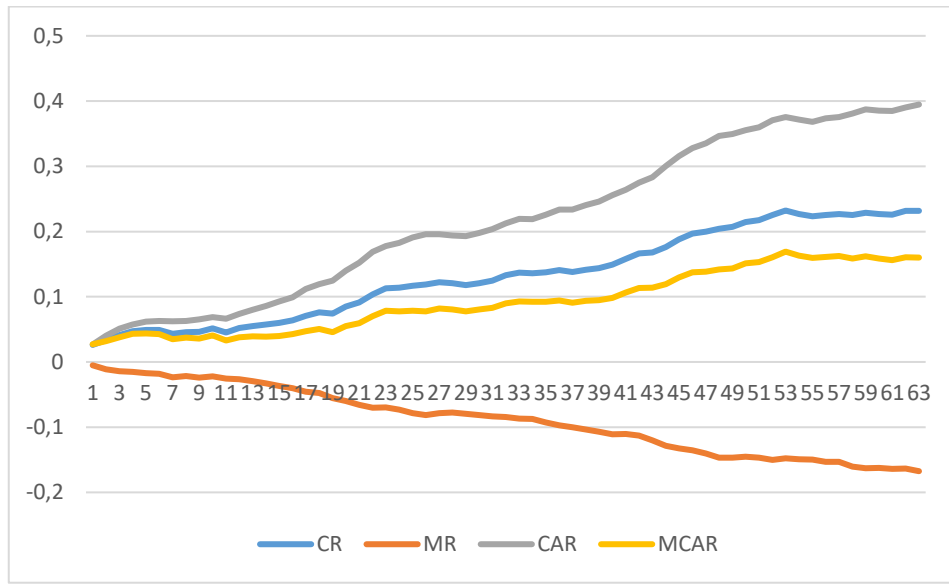
Tablo 4. 11: CAR ve MCAR Tablosu Pandemi Sonrası (1,63)

	Karar Tarihine Göre (N=48)				İşlem Tarihine Göre (N=37)			
	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri	CAR	t-değeri	MCAR	t-değeri
1	0.027***	(3.85)	0.027***	(3.95)	0.008	(1.46)	0.011*	(1.85)
2	0.04***	(3.71)	0.032***	(3.78)	0.016*	(1.78)	0.014	(1.66)
3	0.051***	(3.76)	0.038***	(3.35)	0.024*	(1.88)	0.017	(1.46)
4	0.058***	(3.62)	0.043***	(3.46)	0.011	(0.82)	0.008	(0.8)
5	0.062***	(3.51)	0.044***	(3.05)	0.007	(0.47)	-0.003	(-0.28)
6	0.063***	(3.33)	0.043**	(2.59)	0.019	(1.2)	0.001	(0.1)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
11	0.066***	(3.39)	0.033**	(2.15)	0.039**	(2.06)	0.004	(0.27)
12	0.074***	(3.47)	0.038**	(2.27)	0.05**	(2.47)	0.006	(0.41)
13	0.08***	(3.49)	0.039**	(2.18)	0.058**	(2.65)	0.008	(0.5)
14	0.086***	(3.38)	0.039*	(1.96)	0.063**	(2.6)	0.007	(0.44)
15	0.093***	(3.4)	0.04*	(1.93)	0.07***	(2.93)	0.006	(0.34)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
21	0.152***	(5.27)	0.059**	(2.46)	0.136***	(4.58)	0.043*	(1.82)
22	0.169***	(5.46)	0.07**	(2.65)	0.134***	(4.79)	0.04*	(1.77)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
28	0.194***	(5.68)	0.081**	(2.66)	0.146***	(4.55)	0.047*	(1.76)
29	0.193***	(5.68)	0.077**	(2.46)	0.148***	(4.44)	0.042	(1.55)
30	0.198***	(5.84)	0.08**	(2.57)	0.161***	(4.67)	0.048*	(1.69)
31	0.204***	(5.62)	0.083**	(2.52)	0.172***	(4.74)	0.055*	(1.86)
32	0.213***	(5.63)	0.09**	(2.67)	0.175***	(4.83)	0.054*	(1.73)
33	0.219***	(5.6)	0.093**	(2.64)	0.177***	(4.98)	0.055*	(1.8)
34	0.219***	(5.61)	0.092**	(2.66)	0.177***	(5.03)	0.050	(1.67)
35	0.226***	(5.82)	0.092**	(2.68)	0.187***	(5.34)	0.055*	(1.87)
36	0.234***	(6)	0.094***	(2.74)	0.194***	(5.56)	0.057*	(1.99)
37	0.234***	(6.02)	0.091**	(2.58)	0.199***	(5.88)	0.056**	(2.04)
38	0.24***	(6.29)	0.094***	(2.72)	0.211***	(6.03)	0.061**	(2.19)
39	0.246***	(6.24)	0.095**	(2.68)	0.213***	(5.96)	0.061**	(2.04)
40	0.256***	(6.43)	0.098***	(2.81)	0.22***	(6.16)	0.062**	(2.1)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
44	0.3***	(7.15)	0.119***	(3.4)	0.253***	(6.28)	0.077**	(2.39)
45	0.316***	(7.41)	0.13***	(3.64)	0.267***	(6.53)	0.088***	(2.75)
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
56	0.374***	(7.84)	0.161***	(4.15)	0.299***	(6.6)	0.094***	(2.77)
57	0.375***	(7.84)	0.163***	(4.22)	0.303***	(6.63)	0.087**	(2.49)
58	0.381***	(7.85)	0.159***	(3.99)	0.308***	(6.84)	0.09**	(2.59)
59	0.387***	(7.93)	0.162***	(4.01)	0.313***	(6.96)	0.091**	(2.64)
60	0.385***	(7.93)	0.159***	(3.91)	0.31***	(7.15)	0.085**	(2.53)
61	0.385***	(8.01)	0.156***	(3.8)	0.319***	(7.16)	0.088**	(2.56)
62	0.39***	(8.03)	0.161***	(3.9)	0.321***	(7.03)	0.087**	(2.43)
63	0.395***	(8.06)	0.16***	(3.82)	0.336***	(7.24)	0.096**	(2.63)
T değerleri parantez içerisinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.								

Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki Tablo 4.11'i incelediğimizde karar tarihi CAR (1,63) gün aralığında, MCAR ise 40'inci gün itibariyle istikrarlı olarak %1 düzeyinde anlamlılık sergilemiş ve en yüksek getiri değeri elde etmiştir. İlk işlem tarihi olarak bakıldığında CAR ve MCAR artış trendine girmiş, CAR 15'inci günden itibaren istikrarlı olarak %1 düzeyinde anlamlılık gösterirken, MCAR 37'nci gün itibariyle %5 ile %1 düzeyinde anlamlılık sergilemiştir. Olay günü sonrası (1,63) zaman diliminde getirilerdeki yaşanan dalgalanmalar, aşağıdaki grafikler yardımıyla görsel olarak sunulmuştur.

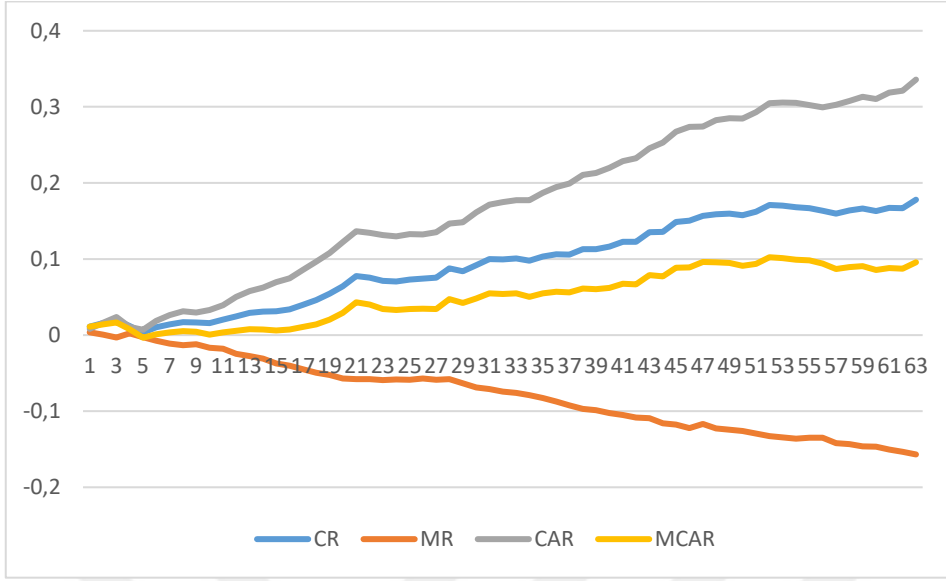
Şekil 4. 17: CAR ve MCAR Pandemi Sonrası Karar Tarihli Grafik (1,63) (N=48)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki pandemi sonrası karar tarihi (1,63) gün aralığında getirileri gösteren Şekil 4.17'yi incelediğimizde, 1'inci gün itibariyle getiriler MR'nin üzerinde seyir izlemeye başlamış ve artış trendine girmiştir. 63'üncü günde CAR %39,4, CR %23, MCAR %16, MR ise -%16,7 seviyelerine ulaşmıştır.

Şekil 4. 18: CAR ve MCAR Pandemi Sonrası İlk İşlem Tarihli Grafik (1,63) (N=37)



Kaynak: BİST aracılığıyla alınan verilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yukarıdaki pandemi sonrası ilk işlem tarihi (1,63) tarih aralığı getirileri gösteren Şekil 4.18'i incelediğimizde, olay günü sonrası 1'inci günden itibaren getiriler MR'nin üzerinde seyretmiş ve artış trendine girmiştir. 63'üncü gün itibariyle CAR %33,5, CR %17,7, MCAR %9,5 ve MR ise -%15,6 seviyelerine ulaşmıştır.

Uluslararası literatüre baktığımızda geri alım öncesi CAR (-21,-1) değeri için Hatakeda ve Isagawa (2004). Japonya'da yaptıkları çalışmalarında -%2,94, Liao vd. (2014). Tayvan'da yapmış oldukları çalışmalarında -%7,63, Seifert ve Stehle (2005). Almanya'da yaptıkları çalışmada (-25,-1) gün aralığı penceresinde -%6,43 negatif getiriler elde ederken komşu ülke Yunanistan'da Drousia vd. (2016). Yaptıkları çalışmada (-20,-2) gün aralığı penceresinde %2,74 getiri elde etmişlerdir. Türkiye'de yapılan çalışmalara baktığımızda Pirgaip & Karacaer (2015), Taşdemir & Alsu (2019) ve Arsoy (2017) yaptıkları çalışmalarda (-20,-1) zaman penceresinde sırasıyla -%2,36, -%7,99 ve -%1,98 getiri oranları elde etmişlerdir.

Geri alım sonrası CAR için Liao vd. (2014). Tayvan'da yaptıkları çalışmada (0,5) gün aralığı penceresinde %6,23, Seifert ve Stehle (2005). Almanya'da yaptıkları çalışmada %6,28, Taşdemir ve Alsu (2019). Türkiye'de yaptıkları çalışmada %4,66, Chatterjee ve Dutta (2016). Hindistan'da yaptıkları çalışmada %0,4, Ramsay ve Lamba (2000). Avusturalya'da yapılan çalışmalarında (1,5)

penceresinde %1,53 ve Pirgaip (2021). çalışmasında %6,31 getiri oranı elde etmiştir. Liao vd. (2014). Tayvan’da yapmış oldukları çalışmada (0,10) penceresinde %7,6, Taşdemir ve Alsu (2019). Türkiye’de yapmış oldukları çalışmada %4,98, Chatterjee ve Dutta (2016). Hindistan’da yapmış oldukları çalışmada %0,4, Ramsay ve Lamba (2000). Avusturalya’da yapılan çalışmalarında (1,10) penceresinde %1,1 ve Pirgaip (2021). Çalışmasında %11,47 getiri oranı elde etmiştir. Seifert ve Stehle (2005). Almanya’da yaptıkları çalışmada (1,25) penceresinde %0,72, Liao vd. (2014). Tayvan’da yapmış oldukları çalışmada (0,20) penceresinde %10,3, Taşdemir ve Alsu (2019). Türkiye’de yapmış oldukları çalışmada %4,22, Chatterjee ve Dutta (2016). Hindistan’da yapmış oldukları çalışmada %3,1, Isa ve Lee (2014). Malezya’da yaptıkları çalışmada (2,20) penceresinde %1,51 ve Drouisia vd. (2016). Yunanistan’da yaptıkları çalışmada %1,81 getiri oranı elde etmişlerdir.

4.2 Pay Geri Alımlarının Belirleyicileri

4.2.1 Pay Geri Alımı Yapan Firmaların Doğrusal Regresyon Analizi

Tablo 4. 12: Pearson Korelasyon Düzeyi

değişkenler		1	2	3	4	5	6
roe	(1)	1.000					
pandemi	(2)	0.273**	1.000				
pddd	(3)	-0.080	0.135	1.000			
ilkgerialım	(4)	-0.327***	-0.297***	0.027	1.000		
hotmarket6	(5)	0.298***	0.667***	0.014	-0.208*	1.000	
reelfaiz	(6)	-0.254**	-0.462***	0.012	0.192*	-0.535***	1.000
***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.							

Kaynak: Yazar tarafından oluşturuldu.

Yukarıda verilen Tablo 4.12’de değişkenlerin birbiri ile olan korelasyon düzeyleri gösterilmiştir. Buna göre en yüksek korelasyon düzeyi %66,7 ile hotmarket6 ile pandemi arasında gerçekleştiği, bunu takiben ikinci sırada -%53,5 ile reel faiz ile roe değişkeninin izlediği görülmektedir. Bu durumda genel olarak değişkenlerin birbiri arasında olan etkileşimleri düşük seviyededir. Belirlenen değişkenlerin korelasyon değerlerinin incelenmesinin ardından, bu değişkenlerin pay geri alım kararına etkisi olup olmadığını gözlemlemek için çok değişkenli analiz uygulanmıştır.

Söz konusu modellerin tahmininden elde edilen sonuçlar, aşağıdaki Tablo 4.13’de raporlanmıştır.

Tablo 4. 13: Yatay-Kesit Regresyonu

	Pay Geri Alımı Öncesi			Pay Geri Alımı Sonrası				
Değişkenler	car -63,-1	car -42,-1	car -21,-1	car 1,5	car 1,10	car 1,21	car 1,42	car 1,63
roe	-0.453**	-0.531**	-0.406**	0.046	0.086	-0.111	-0.107	-0.117
	(-2.13)	(-2.48)	(-2.32)	(0.68)	(1.01)	(-1.22)	(-0.57)	(-0.46)
pandemi	-0.081	-0.211	-0.182	0.086*	0.172***	0.329***	0.36**	0.442***
	(-0.64)	(-1.66)	(-1.32)	(1.68)	(3.48)	(4.75)	(2.55)	(2.83)
ilkgerialım	-0.234**	-0.237**	-0.22***	0.010	0.066*	0.099*	0.034	0.031
	(-2.29)	(-2.5)	(-2.7)	(0.36)	(1.7)	(1.94)	(0.23)	(0.2)
pddd	0.007***	0.008***	0.008***	0.001*	-0.001**	-0.002***	-0.001*	0.000
	(8.7)	(9.39)	(8.73)	(1.86)	(-2.6)	(-4.59)	(-1.67)	(-0.5)
hotmarket6	-0.017	0.057	0.065	-0.017	-0.035*	-0.087***	-0.122***	-0.175***
	(-0.3)	(1.11)	(1.38)	(-1.01)	(-1.86)	(-3.19)	(-3.39)	(-3.96)
reelfaiz	-0.966***	-0.622***	-0.302*	-0.047	-0.023	-0.002	-0.170	-0.455**
	(-3.87)	(-2.87)	(-2)	(-0.71)	(-0.34)	(-0.01)	(-1.16)	(-2.46)
sabit	0.122	0.070	-0.005	-0.008	-0.069	0.018	0.198	0.326
	(0.92)	(0.61)	(-0.05)	(-0.29)	(-1.45)	(0.29)	(1.01)	(1.59)
R2	0.262	0.256	0.267	0.106	0.193	0.266	0.108	0.150
F-değeri	35.33***	45.85***	70.47***	7.18***	3.01**	4.6***	3.72***	6.5***
N	80	80	80	80	80	80	80	80

T değerleri parantez içerisinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. VIF değerleri 2.02>1.03 aralığındadır.

Kaynak: Yazar tarafından oluşturuldu.

Tablo 4.13’e göre, roe değişkenine karşın, geri alım öncesi dönemlerine ilişkin bağımlı değişkenler üzerinde %5 düzeyinde negatif anlamlılık göstermiştir, bu durum sermaye fazlası hipotezini destekler boyuttadır. Temettü ödemesinin yapılması fazla nakdin özkaynaklar’dan çıkıp, hissedarlara nakit veya pay senedi olarak dağıtılması, pay başına dağıtılan temettü tutarı kadar pay fiyatının düşmesi anlamına gelmektedir. Pay geri alımı yapılarak temettü tutarı firma bünyesinde kalıp, pay fiyatlarının artması hissedarların temettü ödemelerini farklı yolla karşılamasını ifade etmektedir. Pandemi değişkeni geri alım sonrası %1 ve %5 düzeyinde pozitif anlamlılık göstermesi, pandemi döneminde firmaların büyük çoğunluğunun faaliyetlerindeki aksamalar dolayısıyla, firmaların düşük değerlenmiş oldukları sonucuna varabiliriz. İlk geri alım yapan firmalar geri alım öncesi dönemde %1 ve %5 düzeyinde negatif anlamlılık göstermiştir. İlk geri alım yapan firmaların daha önce geri alım yapmış firmalara kıyasla değerinin daha düşük olduğu yani daha önceden program başlatan firmaların ilk geri alımlarında fiyatlarının doyumluğa ulaşması, dolayısıyla geri alım sonrası iki veya daha fazla

program başlatan firmalara göre (1,10), (1,21) pencerelerinde %10 düzeyinde pozitif anlamlılık göstererek daha fazla fiyat hareketliliği gösterdiğini söyleyebiliriz. Pddd değişkenine baktığımızda geri alım öncesi pozitif anlamlılık göstermesi ve geri alım sonrası negatif anlamlılık sergilemesi, firmaların geri alım kararlarını alırken değer düşüklüğü olarak algılanmasında etkili olduğuna işaret etmektedir. Hotmarket6 değişkeni geri alım öncesi anlamlılık göstermemesi geri alım kararı alınırken piyasanın sıcak olmadığına işaret ederken, geri alım sonrasında (1,21) ve sonrası dönemlerde %1 düzeyinde negatif anlamlılık göstermesi ise yatırımcıların sıcak piyasada geri alım yapan firmaların hisselerine fazla yakınlık göstermedikleri olarak yorumlanabilir. Reel faiz değişkeninin geri alım öncesi negatif anlamlılık göstermesi, yatırımcıların oluşan enflasyonda paranın değerini koruma içgüdüsüyle borsa da işlem yapmaları, aynı zamanda yatırımlarından kazanç sağlamak için piyasada canlılık oluşturmaktadırlar. Bu sebeple reel faizde oluşan negatif durum yatırımcıları borsada işlem yapmaya teşvik etmekle beraber getirilerde artışa sebebiyet vermektedir.

SONUÇ

Uluslararası piyasalarda her yıl milyarlarca dolar tutarında geri alım yapılmakta olup, Türkiye’de ise son zamanlarda önemi kavranmaya başlamıştır. SPK tarafından zamanla geri alımlar üzerinde yapılan düzenlemeler daha iyi meyveler vermeye başladı ve 15.08.2023 tarihi itibarıyla pay geri alım endeksi oluşturuldu. Uluslararası literatürde pay geri alımlar ile ilgili birçok çalışma bulunmakta fakat Türkiye’de yapılan çalışmalar sayıca azdır. Bu sebeple bu çalışmanın yöneticilere, yatırımcılara ve ulusal literatüre katkı sağlaması amaçlanmıştır.

Yapılan analiz sonucunda CAR ile MCAR tabloları karar ve ilk işlem tarihi bakımından ve pandemi dönemi ayrımından da bakıldığında değer düşüklüğü etkisi en yalın şekilde (-21,-1) penceresinde görülmektedir. Bu durum geri alım gününe yaklaştıkça şiddetini artırmakta ve genel olarak negatif seyir göstermektedir. Pay geri alım ilanından sonra piyasaya verilmiş olan sinyalin etkisini ise net olarak (1,5) penceresinde görmekteyiz, ayrıca (1,63) penceresinde de tüm etkilerini olumlu yönde gösterdiğini söyleyebiliriz.

Pay geri alımı öncesindeki etkinlik pencerelerine bakıldığında geri alıma yaklaşıldığı zamandaki pencerelerde negatif getirilerin arttığı keskin biçimde görülmektedir. CAR ve MCAR bakımından (-21,-1) penceresinde getiri oranları ortalama %5 fark göstermekte, pandemi öncesi ile sonrası getirilerin genel getirilerle hemen hemen aynı oranlarda hareket ettiğini söyleyebiliriz. Aynı zamanda genel tablolar incelendiğinde olay günü öncesi -2’nci günden itibaren getirilerde artış gözlenmektedir. Ayrıca pay geri alımı öncesindeki pencerelerden olay gününe yaklaşıldığı süreçte oluşan negatif getirilerin yüksek olduğu ve diğer ülkelere nazaran daha fazla değer kaybı görüldüğü anlaşılmaktadır.

Raporlanan bu bulgular doğrultusunda pay geri alım sonrası için genel bir değerlendirme yapacak olursak, CAR için (1,5) ve (1,10) pencerelerinde genel ile pandemi öncesinde kayda değer bir getiri göze çarpmamakta fakat pandemi sonrası için getiri artışı görülmektedir. (1,21) penceresinde genel ve pandemi sonrası için kayda değer artış gözlemlenirken, pandemi öncesi için diğerlerine kıyasla daha az

artış gerçekleşmiştir. (1,42) ve (1,63) pencerelerindeki artışlar incelendiğinde getiriler üzerinde yaşanan artış sonucunda pay geri alımı yapan firmaların 63 iş gününde getirilerinde artışın devam ettiğini söyleyebilmek mümkündür. MCAR için baktığımızda (1,5) ve (1,10) pencerelerinde piyasanın duyurulara pandemi sonrası dönemde daha erken tepki verdiği söylenebilir. (1,21), (1,42) ve (1,63) zaman dilimli pencerelere bakıldığında (1,10) günün aksine birbirini takip eden değerler sergilediği görülmektedir. Karar tarihi ile ilk işlem tarihi bazında değerlendirildiğinde, karar tarihine göre ilk işlem tarihinin etkisinin geriden takip ettiği sonucuna varabiliriz. Yani pay geri alımının duyurulduğu tarih, ilk işlem tarihine kıyasla hissenin fiyatında aktif rol oynamaktadır. Ayrıca pay geri alım sonrası pencereler incelendiğinde diğer ülke piyasalarına kıyasla daha fazla pozitif getiri tespit edilmiştir. Bu kapsamda pay geri alımı yapan firmaların “pay fiyatlarının olması gereken fiyatın altında değerlendirildiği” ve “fiyat istikrarını sağlamak” amacıyla yaptıkları bildirimlerle piyasaya verdikleri mesajın yatırımcılar açısından olumlu karşılandığı söylenebilir. Pay geri alımı yapan firmaların, geri alım sonrasında fiyatlarında olumlu yansıma görülmesi ve ilerleyen süreçlerde bu yansımanın fiyatlar üzerinde yaşanan yükseliş sonrasında, grafiklerden görüldüğü üzere daha düşük dalgalanmalarla ulaşılan düzeyi korudukları görülmektedir.

Çalışmanın ikinci aşamasında ise, firmaların pay geri alımı yapmaya iten ve sonrasında fiyat üzerinde etkili olan nedenler ele alınmaktadır. Bu kapsamda pay geri alımı yapan firmaların geri alım öncesi yıllık finansal raporlarından elde edilen oranlar ile ekonomik oranlar kullanılarak çoklu doğrusal regresyon modeli uygulanmıştır.

Regresyon analizinden elde edilen bulgular fazla nakdin özkaynaklar’dan çıkarak hissedarlara nakit veya pay senedi olarak dağıtılması düşünülen temettü ödemesinin, pay geri alım yöntemi ile yapılmasını desteklemektedir. Pandemi sürecinde firmaların faaliyetlerinde oluşan aksamalar dolayısıyla düşük değerlendirildiği ve bu süreçte borsada yatırımcıların artmasından kaynaklı canlanma söz konusudur. Daha önceden geri alım programı başlatan firmaların hisse fiyatları doygunluğa ulaştığı için ilk defa geri alım yapan şirketlere kıyasla yatırımcılarda yeterince ilgi uyandırmayabilir. İlk defa geri alım yapan firmalar bu sebepten ötürü piyasadaki yatırımcıların ilgisini çekebilirler. Pddd değişkenine baktığımızda geri alım öncesi pozitif anlamlılık göstermesi ve geri alım sonrası negatif anlamlılık

sergilemesi, firmaların geri alım kararlarını alırken değer düşüklüğü olarak algılanmasında etkili olduğuna işaret etmektedir. Hotmarket6 değişkeni geri alım öncesi 6 aylık süreçteki halka arz edilen firmaları göstererek, piyasanın sıcaklığını ifade etmektedir. Yatırımcıların oluşan sıcak piyasada geri alım yapan firmaların hisselerine fazla yakınlık göstermedikleri söylenebilir.

Türkiye’de pay geri alımı yapan firmaların getirilerinde uluslararası piyasalarda yapılan diğer çalışmalara kıyasla daha yüksek getiri görülmektedir. Analiz sonuçlarına dayanarak yatırımcılar için (1,63) gün aralığında piyasanın üzerinde getiri imkanı doğduğu söylenebilir. Bu sebeple yatırımcıların pay geri alım bildirimlerini yakından takip etmeleri önerilebilir. Yöneticiler açısından bakıldığında değer düşüklüğü yaşandığında fiyat desteği sağlamak amacıyla veya temettü ödemelerinin farklı yolla dağıtılması için geri alım başlatılabilir. Fakat bu durum suiistimal edilirse, yani gerekçe olmaksızın program başlatma, şirket içi bilgilerin kamuoyuna yansıtılmaması yada daha fazla getiri elde etme ümidiyle birden çok geri alım programı başlatma gibi durumlarda, yatırımcıların firmaya olan güveni sarsılabilir ve elde edilmesi planlanan getiri düşük veya negatif eğilim gösterebilir. Ayrıca hisse üzerinde aktif olarak alım ve satım az ise program sonunda yatırımcılar fiyatları yüksek görerek talebi düşürebilir bunun sonucunda fiyatlarda düşüş yaşanabilir. Bu sebeple geri alımların toplu olarak değil parçalar halinde belirli düzenle yapılması uygun olacaktır.

KAYNAKÇA

- Abdou, K., & Gupta, P. (2021). Stock Repurchases as a Long-term Investment Strategy. *Journal of Business and Management*, 27(1), 1-22.
- Akyol, A., Kim, J.S., & Shekhar, C. (2014). The Causes and Consequences of Accelerated Stock Repurchases. *International Review of Finance*, 14(3), 319-343. <https://doi.org/10.1111/irfi.12035>
- Almeida, H., Fos, V., & Kronlund, M. (2016). The Real Effects of Share Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 119(1), 168-185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.008>
- Altınkaynak, F. (2016). Tarım Sektöründe Dalında Satış Yöntemi ile İmzalanan Forward Sözleşmelerinin VUK ve TFRS Kapsamında Muhasebeleştirilmesi. *Siyaset ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 4(3), 155-168.
- Andres, C., Betzer, A., Doumet, M., & Theissen, E. (2016). Open Market Share Repurchases in Germany: a Conditional Event Study Approach. *Abacus A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 54(5), 417-444. <https://doi.org/10.1111/abac.12094>
- Andriosopoulos, D., & Lasfer, M. (2015). The Market Valuation of Share Repurchases in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 55, 327-339. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.017>
- Arsoy, M.F. (2017). Hisse Geri Alım Programı Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerlerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 12(2), 1-22. <https://doi.org/10.17153/oguiibf.318636>
- Atasoy, Y. (2009). *Çalışanların Sermayeye Ortaklığı (Çalışanları Hisse Senedi Edindirme) Konusunda Şirketler ve Çalışanlar Üzerine Bir Uygulama ve Türkiye İçin Öneriler*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Aygören, H. & Kurtcebe, E. (2019). Türev Finansal Araçların Muhasebe Standartlarına Göre Muhasebeleştirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 84, 1-16. <https://doi.org/10.25095/mufad.625644>
- Bakar, N.M.A. (2009). Applying Multiple Linear Regression and Neural Network to Predict Bank Performance. *International Business Research*, 2(4), 176-183.
- Baker, H.K., Powell, G.E., & Veit, E.T. (2003). Why Companies Use Open-Market Repurchases a Managerial Perspective. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 43(3) 483-504. [https://doi.org/10.1016/S1062-9769\(02\)00151-5](https://doi.org/10.1016/S1062-9769(02)00151-5)
- Banyi, M., Dyl, E.A., & Kahle, K.A. (2005). Measuring Share Repurchases. 1-39. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=726284 adresinden alındı.
- Banyi, M.L., Dyl, E.A., & Kahle, K.M. (2008). Errors in Estimating Share Repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 460-474. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.06.004>
- Banz, R.W. (1981). The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90018-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0)
- Bartov, E., Krinsky, I., & Lee, J. (1998). Evidence on How Companies Choose Between Dividends and Open-Market Stock Repurchases. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(1), 89-96. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1998.tb00080.x>
- Basu, S. (1983). The Relationship Between Earnings' Yield, Market Value and Return for Nyse Common Stocks. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 129-156. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90031-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90031-4)
- Baydemir, M.B. (2014). *Lojistik Regresyon Analizi Üzerine bir İnceleme*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Malatya: İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bekçioğlu, S., Öztürk, M. & Kaderli, Y. (2004). Kurulan İşbirliklerinin İMKB'ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 0(21), 43-48.

- Bhandari, L.C. (1988). Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 43(2), 507-528. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb03952.x>
- BİST (2022). Gün Sonu Endeks ve İşlem Hacmi Bilgileri. Ağustos 01, 2022 Tarihinde <https://datastore.borsaistanbul.com/> Adresinden Alındı.
- Bonaime, A.A., & Ryngaert, M.D. (2013). Insider Trading and Share Repurchases do Insiders and Firms Trade in the Same Direction. *Journal of Corporate Finance*, 22, 35-53. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.03.003>
- Bonaime, A.A., Öztekin, Ö., & Warr, R.S. (2014). Capital Structure, Equity Mispricing, and Stock Repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 26, 182-200. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.007>
- Boudry, W.I., Kallberg, J.G., & Liu, C.H. (2013). Investment Opportunities and Share Repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 23, 23-38. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.07.006>
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. (2013). *Fundamentals of Financial Management*. (Concise Sixth Edition). South Western Cengage Learning.
- Buşe, L. & Ganea, M. (2010). Using Linear Regression in the Analysis of Financial-Economic Performance. *Faculty of Economics and Business Administration*, 2(38), 32-43.
- Cahn, A. & Donald, D.C. (2010). *Comparative Company Law :Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*. Cambridge University Press.
- Carhart, M.M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performances. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Cavlak, H. (2020). Covid-19 Pandemisinin Finansal Raporlama Üzerindeki Olası Etkileri: BİST 100 Endeksi'ndeki İşletmelerin Ara Dönem Finansal Raporlarının İncelenmesi. *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, 19, 143-168. <https://doi.org/10.21547/jss.755865>
- Chang, S., & Puthenpurackal, J. (2014). Repurchases of Convertible Preferred Stock and Shareholder Wealth. *Journal of Business Research*, 67(4), 623-630. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.02.042>

- Chatterjee, C. & Dutta, P. (2016). Anomalous Price Behaviour Around Open Market Stock Repurchase Announcements in India. *The Journal for Decision Makers*, 40(4), 435-443. <https://doi.org/10.1177/0256090915611773>
- Cooper, L.A., Downes, J.F., & Rao, R.P. (2018). Short Term Real Earnings Management Prior to Stock Repurchases. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 50, 95-128. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0624-2>
- Coşkuner, A. & Rençber, Ö.F. (2022). Bankaların Kârlılıklarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Çoklu Doğrusal Regresyon ve Gradyan Artırıcı Regresyon Ağacı Yöntemlerinin Karşılaştırılması. *Giresun Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 8(2), 212-224. <https://doi.org/10.46849/guiibd.1141688>
- Dittmar, A.K. (2000). Why do Firms Repurchase Stock. *The Journal of Business*, 73(3), 331-355. <https://doi.org/10.1086/209646>
- Dittmar, A., & Dittmar, R. (2007). The Timing of Stock Repurchases. *University of Michigan*, 1-47. Yayınlanmamış makale. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.911308>
- Dolley, J. C. (1933). Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups. *Harvard Business Review*, 11(3), 316-326.
- Drousia, A., Episcopos, A., & Leledakis, G.N. (2016). Market Reaction to Stock Repurchases in Greece. Munich Personal Repec Archive. MPRA Paper No. 85610, 1-40. <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/85610>
- Eren, B.S. (2021). Covıd-19 Salgınının Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerindeki Kısa Dönemli Etkileri: Bir Olay Çalışması. *Malatya Turgut Özal Üniversitesi İşletme ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2(1), 113-133.
- Eren, B.S., Göker, İ.E.K & Karaca, S.S. (2021). Covıd-19 Pandemisinin Finansal Piyasalara Etkisi: Gelişmiş Ülkeler Üzerine Bir Analiz. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 39(Covid 19 özel sayısı), 69-90. <https://doi.org/10.17065/huniibf.907305>
- Ergin, E. (2011). IMKB Şirketleri İçin Yeni Olanak Hisse Senedi Geri Satın Alımı. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 49, 66-74.

- 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>
- Fama, E.F. & French, K.R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>
- Fama, E.F. & French, K.R. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fama, E.F. & French, K.R. (1996). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55-84. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x>
- Fama, E.F. & French, K.R. (2015). A Five-Factor Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Farrell, K.A., Yu, J., & Zhang, Y. (2013). What are the Characteristics of Firms That Engage in Earnings Per Share Management Through Share Repurchases?. *Corporate Governance an International Review*, 21(4), 334-350. <https://doi.org/10.1111/corg.12029>
- Farrell, K., Unlu, E., & Yu, J. (2014). Stock Repurchases As an Earnings Management Mechanism the Impact of Financing Constraints. *Journal of Corporate Finance*, 25, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.10.004>
- Fred, W.J., & Juan A.S. (2002). Changing Motives for Share Repurchases. Ucla Anderson School of Management, Yayınlanmamış makale.
- Gökgöz, A. (2014). Hisse Senedi Geri Alımı ve Muhasebesi. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 7(2), 1-14.
- Grullon, G., & Ikenberry, D.L. (2000). What do We Know About Stock Repurchases. *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1), 31-51. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00040.x>
- Guffey, D.M., & Schneider, D.K. (2004). Financial Characteristics of Firms Announcing Share Repurchases. *Journal of Business and Economic Studies*, 10(2), 13-27.

- Hatakeda, T. & 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>
- Hillery, A., Maug, E., & Obernberger, S. (2016). Stock Repurchases and Liquidity. *Journal of Financial Economics*, 119(1), 186-209. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.009>
- Hsu, C., & Krause, A. (2016). The Optimal Timing of Apen Market Stock Repurchases. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(4), 776-785. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1117840>
- Hsu, Y., & Huang, C. (2020). Why do Stock Repurchases Change Over Time. *European Financial Managament*, 26(4), 938-957. <https://doi.org/10.1111/eufm.12251>
- Isa, M. & Lee, S.P. (2014). Market Reactions to Share Repurchase Announcements in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 10(1), 45-73.
- Jegadeesh, N. & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications For Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04702.x>
- Kaderli, Y. (2007). Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü ile İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *The Journal of Accounting and Finance*, 36, 144-154.
- KAP (2022). Payların Geri Alınmasına İlişkin Bildirim. Ağustos 01, 2022 Tarihinde <https://www.kap.org.tr/tr/bildirim-sorgu> Adresinden Alındı.
- Karabulut, R. & Şeker, K. (2018). Belirlenmiş Değişkenlerin Vergi Gelirleri Üzerindeki Etkisi: Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(3), 1049-1070.
- Karakuş, R., Zor, İ. & Küçük, Ş.Y. (2017). Pay Geri Alım İlanlarının Hisse Getirisine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 75, 55-70. <https://doi.org/10.25095/mufad.399279>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2010.07.002>

- Liao, T.L., Ke, M.C. & Yu, H.T. (2005). Anomalous Price Behaviour Around Stock Repurchases on the Taiwan Stock Exchange. *Applied Economics Letters*, 12(1), 29-39. <https://doi.org/10.1080/1350485042000291402>
- Lintner, J. (1965). Security Prices, Risk, and Maximal Gains From Diversification. *The Journal of Finance*, 20(4), 587-615. <https://doi.org/10.2307/2977249>
- Luning, E. (2007). *Innovation in Corporate Finance: Enhancing Share Buy-Backs With Derivatives*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Twente: University of Twente.
- Pirgaip, B. (2014). *Pay Geri Alımları ile Geri Alım İşlemlerinin Neden ve Sonuçlarının Analizi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara: Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Pirgaip, B., & Karacaer, S. (2015). Short-Term Price Effects of Stock Repurchases in Turkish Capital Markets. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12), 29-43.
- Pirgaip, B. & Dinçergök, B. (2019). Share Repurchases Under Uncertainty U.S. Evidence. *Finance Research Letters*, 30, 130-138. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.03.036>
- Pirgaip, B. (2021). Pan(dem)ic Reactions in Turkish Stock Market Evidence From Share Repurchase Transactions. *Eurasian Economic Review*, 11(2), 381-402. <https://doi.org/10.1007/s40822-021-00173-6>
- Ramsay, I., & Lamba, A. S. (2000). Share Buy-Backs: an Empirical Investigation. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.227930>
- Sakinc, M.E. (2017). Share Repurchases in Europe – a Value Extraction Analysis. *The Academic-Industry Research Network*, 1-27. Yayınlanmamış makale.
- Scott, R.W. (2014). Institutional Investors, Stock Repurchases and Information Asymmetry. *International Journal of Financial Research*, 5(4), 39-51. <http://doi.org/10.5430/ijfr.v5n4p39>
- Seifert, U. & Stehle, R. (2005). Stock Performance Around Share Repurchase Announcements in Germany. *Humboldt-Universität zu Berlin, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät*. <https://doi.org/10.18452/3652>

- Sermaye Piyasası Kurulu [SPK]. (2000). Anonim Ortaklıkların Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alması (Stock Repurchase). <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/458>
- Sharpe, W.F. (1964). Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Şeker, K., Çemberlitaş, İ. & Ülker, Y. (2020). Hayat Dışı Sigorta Sektörünün Karlılık Performansının Finansal Oranlar ve Makroekonomik Değişkenler Kullanılarak Çoklu Doğrusal Regresyon Yöntemiyle Analizi. *International Refereed Journal On Social Sciences*, 6(26), 147-164. <https://doi.org/10.31568/atlas.402>
- Taşdemir, A. & Alsü, E. (2019). Pay Geri Alım Duyurularının Pay Getirileri Üzerine Kısa Dönem Etkisi: BIST İmalat Sektörü Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 17(3), 340-357. <https://doi.org/10.11611/yead.491204>
- Taşdemir, A. (2019). *Pay Geri Alım Duyurularının Getiriler Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi ve Pay Geri Alım Kararlarına Etki Eden Faktörlerin Belirlenmesi: Borsa İstanbul üzerine bir uygulama*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Gaziantep: Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Temir, C. (2020). Covid-19'un Sermaye Piyasaları Üzerine Etkisi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Girişimcilik Dergisi*, 4(7), 50-66.
- Tütüncü, L. (2023). The Changing Investor Demographics of an Emerging IPO Market During the COVID-19 Pandemic. *China Finance Review International*, 13(3), 342-361. <https://doi.org/10.1108/CFRI-07-2022-0111>
- Vermaelen, T. (1981). Common Stock Repurchases and Market Signalling; An Empirical Study. *Journal of Financial Economics*, 9, 139-183. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90011-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90011-8)
- Vermaelen, T. (1984). Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(2), 163-181. <https://doi.org/10.2307/2330896>
- Vermaelen, T. (2005). Share Repurchases. *Foundations and Trends® in Finance*, 1(3), 171-268. <http://dx.doi.org/10.1561/05000000007>

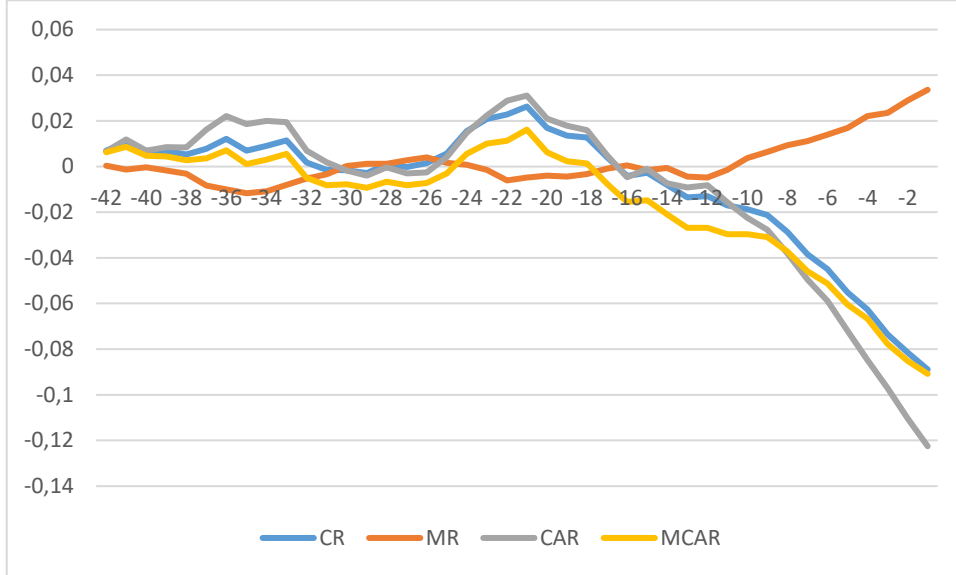
- Yallapragada, R.R. (2014). Stock Buybacks: Good or Bad for Investors. *Journal of Business & Economics Research*, 12(2), 193-198.
<https://doi.org/10.19030/jber.v12i2.8535>
- Yook, K.C. (2010). Long-Run Stock Performance Following Stock Repurchases. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(3), 323-331.
<https://doi.org/10.1016/j.qref.2010.03.006>



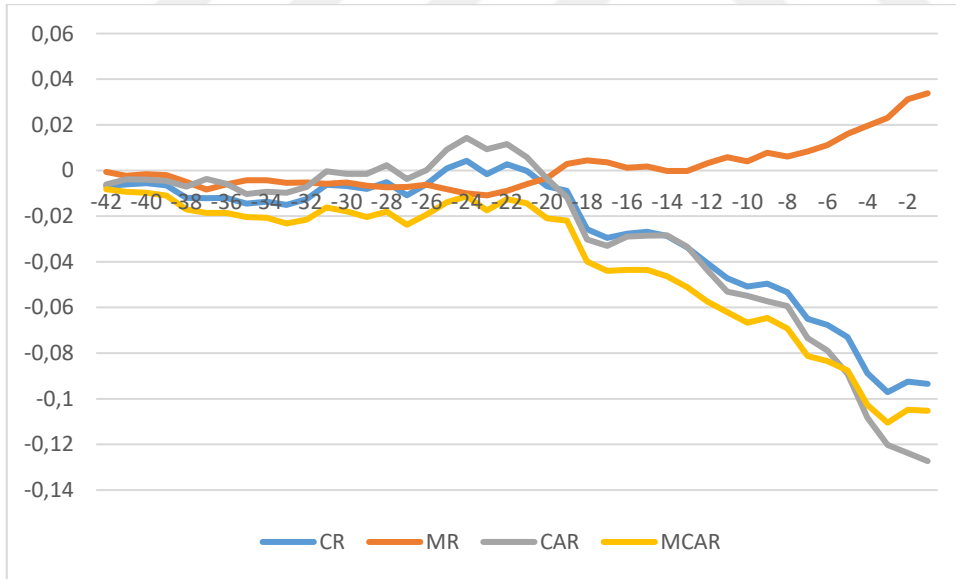
EKLER

Ek 1: Getiri Grafikleri (-42,-1)

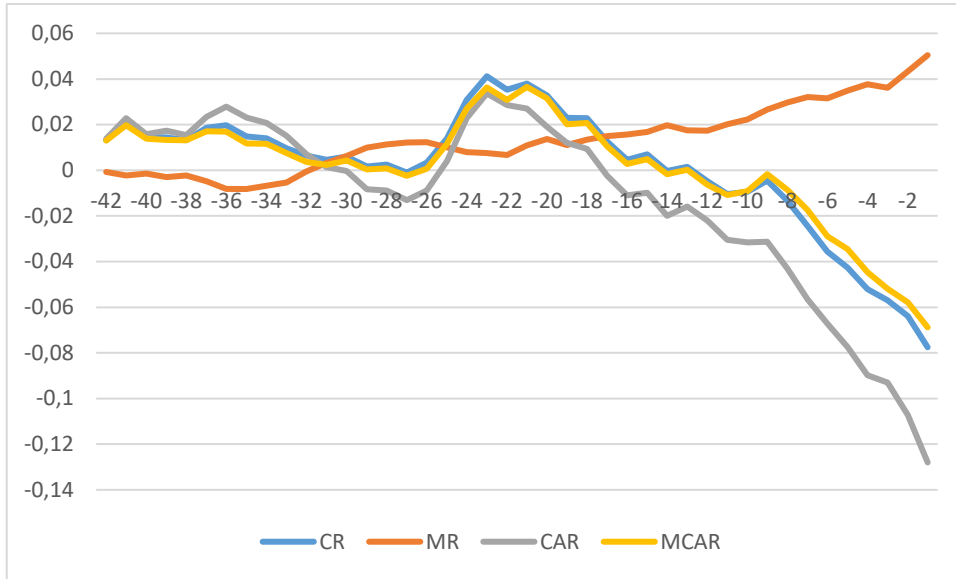
Şekil Ek- 1 Kümülatif Ortalama Karar Tarihi Genel (-42,-1) (N=88)



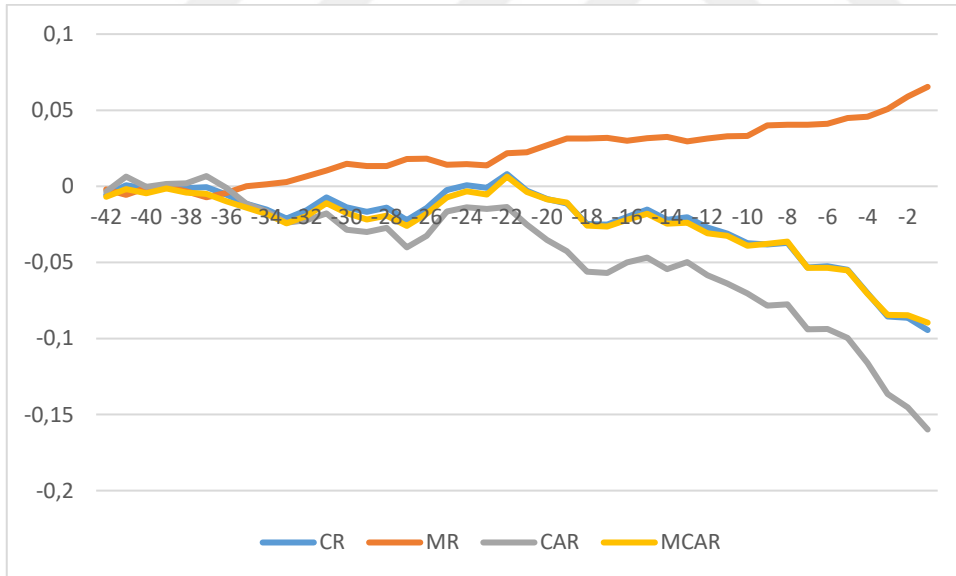
Şekil Ek- 2 Kümülatif Ortalama İlk İşlem Tarihi Genel (-42,-1) (N=72)



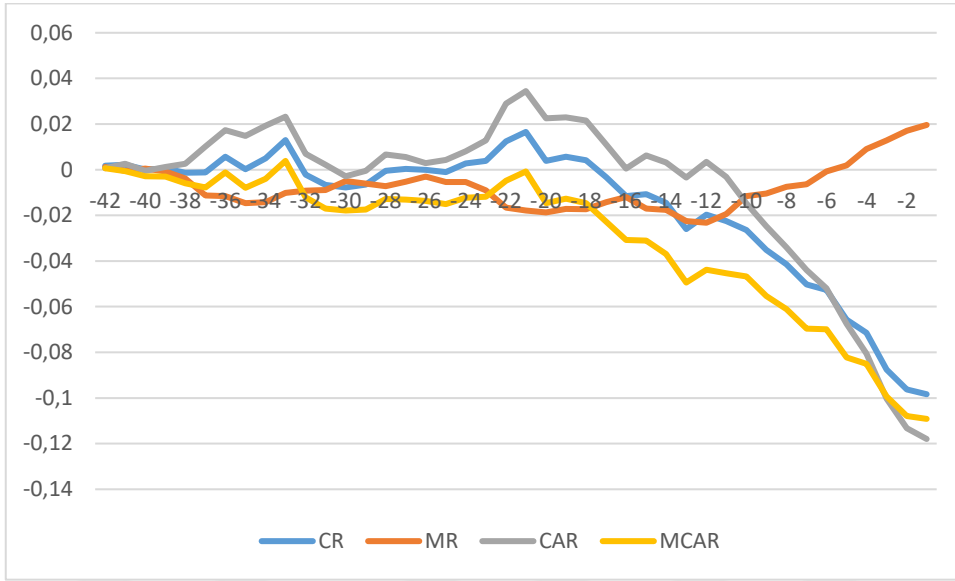
**Şekil Ek- 3 Kümülatif Ortalama Karar Tarihi Pandemi Öncesi (-42,-1)
(N=40)**



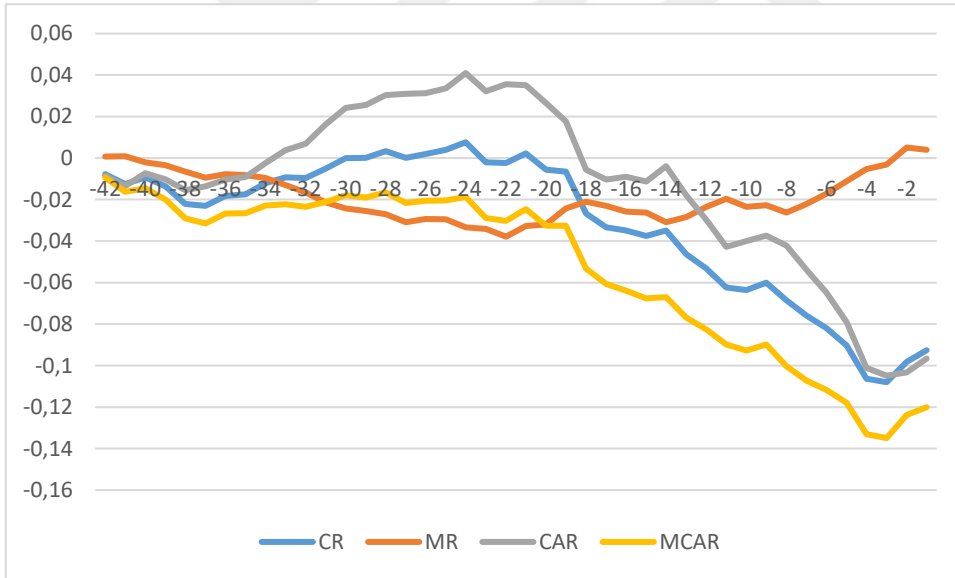
**Şekil Ek- 4 Kümülatif Ortalama İlk İşlem Tarihi Pandemi Öncesi (-42,-1)
(N=35)**



Şekil Ek- 5 Kümülatif Ortalama Karar Tarihi Pandemi Sonrası (-42,-1)
(N=48)



Şekil Ek- 6 Kümülatif Ortalama İlk İşlem Tarihi Pandemi Sonrası (-42,-1)
(N=37)



Ek-2 Firma Tabloları**Tablo Ek- 1 Genel Karar Tarihi Firmalar**

NO	FİRMA ADI	BİST KODU	KARAR TARİHİ
1	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.	AVOD	1.09.2018
2	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.	AVOD	22.03.2019
3	AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	AKFGY	13.03.2019
4	AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	AKSGY	3.08.2018
5	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	AKSA	9.05.2018
6	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ALGYO	4.10.2018
7	ALARKO HOLDİNG A.Ş.	ALARK	18.03.2022
8	ALTINYAĞ KOMBİNALARI A.Ş.	ALMAD	15.08.2018
9	ARÇELİK A.Ş.	ARCLK	1.07.2021
10	AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.	AYDEM	14.02.2022
11	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	8.05.2018
12	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	7.08.2020
13	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	6.12.2021
14	BOĞAZİÇİ BETON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	BOBET	29.03.2022
15	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	BOSSA	13.04.2018
16	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	BOSSA	25.04.2019
17	DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.	DARDL	13.10.2020
18	DATAGATE BİLGİSAYAR MALZEMELERİ TİCARET A.Ş.	DGATE	16.05.2018
19	DENGE YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	DENGE	21.06.2018
20	DESA DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	DESA	19.03.2020
21	DESPEC BİLGİSAYAR PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.	DESPC	23.03.2020
22	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	DOHOL	22.02.2019
23	DOĞTAŞ KELEBEK MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	DGNMO	23.05.2018
24	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EKGYO	20.03.2020
25	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.	EREGL	5.03.2020
26	EURO KAPİTAL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EUKYO	15.02.2017
27	EURO MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EUYO	15.02.2017
28	EURO TREND YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ETYAT	15.02.2017
29	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	GEDİK	6.12.2018
30	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	GEDİK	4.02.2022
31	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	GEDİK	26.05.2022
32	GEDİK-INVEO YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	INVEO	6.12.2018
33	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	GOLTS	19.04.2019
34	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLRYH	18.05.2018
35	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLRYH	7.05.2019
36	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLRYH	28.02.2020
37	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	SAHOL	9.11.2021
38	HATEKS HATAY TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.	HATEK	8.04.2019
39	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HDFGS	19.03.2020
40	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HDFGS	21.06.2021

41	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HDFGS	21.12.2021
42	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	IHEVA	29.06.2022
43	İHLAS HOLDİNG A.Ş.	IHLAS	14.04.2021
44	İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ MÜHENDİSLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	INDES	24.05.2018
45	İNO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	INFO	13.07.2021
46	İNO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	INFO	6.10.2021
47	İZMİR FIRÇA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	IZFAS	25.03.2020
48	JANTSA JANT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	JANTS	27.05.2019
49	KAFEİN YAZILIM HİZMETLERİ TİCARET A.Ş.	KFEIN	25.02.2022
50	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KRDMA	11.06.2018
51	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KLMSN	12.11.2018
52	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KLMSN	8.12.2021
53	KOÇ HOLDİNG A.Ş.	KCHOL	1.07.2021
54	KUYAŞ YATIRIM A.Ş.	KUYAS	24.12.2021
55	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	LOGO	12.07.2018
56	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	LOGO	30.12.2021
57	LOKMAN HEKİM ENGÜRÜSAĞ SAĞLIK TURİZM EĞİTİM HİZMETLERİ VE İNŞAAT TAAHHÜT A.Ş.	LKMNH	11.04.2018
58	LOKMAN HEKİM ENGÜRÜSAĞ SAĞLIK TURİZM EĞİTİM HİZMETLERİ VE İNŞAAT TAAHHÜT A.Ş.	LKMNH	3.03.2021
59	MATRİKS BİLGİ DAĞITIM HİZMETLERİ A.Ş.	MTRKS	11.11.2021
60	METEMTUR OTELCİLİK VE TURİZM İŞLETMELERİ A.Ş.	METUR	13.03.2020
61	MLP SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.	MPARK	25.05.2022
62	NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ TİCARET A.Ş.	NATEN	31.12.2021
63	OSMANLI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	OSMEN	19.06.2019
64	ÖZAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	OZKGY	15.01.2019
65	ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	OZGYO	1.10.2021
66	PAPİLON SAVUNMA TEKNOLOJİ VE TİCARET A.Ş.	PAPIL	14.06.2022
67	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	PRKME	22.04.2020
68	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	PRKME	5.05.2021
69	QUA GRANITE HAYAL YAPI VE ÜRÜNLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.	QUAGR	29.08.2021
70	RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER İLAÇ VE MAKİNE SANAYİ TİCARET A.Ş.	RTALB	28.02.2020
71	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	SASA	4.12.2020
72	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	SASA	21.10.2021
73	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.	TAVHL	12.03.2020
74	TURK İLAÇ VE SERUM SANAYİ A.Ş.	TRILC	22.09.2021
75	TURK İLAÇ VE SERUM SANAYİ A.Ş.	TRILC	8.06.2022
76	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.	THYAO	9.03.2020
77	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	HALKB	29.08.2018
78	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	ISCTR	17.08.2018
79	TÜRKİYE SİGORTA A.Ş.	TURSG	28.06.2022
80	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	VAKBN	10.01.2020

81	ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ULUUN	30.06.2021
82	ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ULUUN	1.02.2022
83	VERUSA HOLDİNG A.Ş.	VERUS	31.08.2016
84	VERUSA HOLDİNG A.Ş.	VERUS	11.05.2022
85	VERUSATURK GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	VERTU	12.03.2020
86	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	YATAS	21.05.2019
87	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	YATAS	22.04.2020
88	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	YATAS	29.04.2021



Tablo Ek- 2 Genel İlk İşlem Tarihli Firmalar

NO	FİRMA ADI	BİST KODU	İLK İŞLEM TARİHİ
1	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.	AVOD	4.09.2018
2	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.	AVOD	26.03.2019
3	AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	AKFGY	8.08.2019
4	AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	AKSGY	3.08.2018
5	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	AKSA	10.05.2018
6	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ALGYO	5.10.2018
7	ALARKO HOLDİNG A.Ş.	ALARK	14.06.2022
8	ARÇELİK A.Ş.	ARCLK	2.07.2021
9	AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.	AYDEM	17.02.2022
10	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	9.05.2018
11	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	7.08.2020
12	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	7.12.2021
13	BOĞAZİÇİ BETON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	BOBET	30.03.2022
14	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	BOSSA	13.04.2018
15	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	BOSSA	25.04.2019
16	DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.	DARDL	19.10.2020
17	DATAGATE BİLGİSAYAR MALZEMELERİ TİCARET A.Ş.	DGATE	18.05.2018
18	DENGE YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	DENGE	10.07.2018
19	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	DOHOL	27.03.2019
20	DOĞTAŞ KELEBEK MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	DGNMO	6.06.2018
21	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EKGYO	20.03.2020
22	EURO KAPİTAL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EUKYO	5.12.2018
23	EURO MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EUYO	6.04.2017
24	EURO TREND YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ETYAT	5.12.2018
25	GEDİK YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	INVEO	28.03.2019
26	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	GEDİK	7.12.2018
27	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	GEDİK	15.02.2022
28	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	GOLTS	22.04.2019
29	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLRYH	12.06.2018
30	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLRYH	10.03.2020
31	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	SAHOL	17.11.2021
32	HATEKS HATAY TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.	HATEK	16.05.2019
33	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HDFGS	24.03.2020
34	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HDFGS	24.06.2021
35	İHLAS HOLDİNG A.Ş.	IHLAS	16.04.2021
36	İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ MÜHENDİSLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	INDES	30.05.2018
37	İNGO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	INFO	14.07.2021
38	İZMİR FIRÇA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	IZFAS	26.03.2020
39	JANTSA JANT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	JANTS	28.05.2019
40	KAFEİN YAZILIM HİZMETLERİ TİCARET A.Ş.	KFEIN	25.02.2022

41	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KRDMA	12.06.2018
42	KOÇ HOLDİNG A.Ş.	KCHOL	12.07.2021
43	KUYAŞ YATIRIM A.Ş.	KUYAS	24.12.2021
44	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	LOGO	12.07.2018
45	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	LOGO	14.01.2022
46	LOKMAN HEKİM ENGÜRÜSAĞ SAĞLIK TURİZM EĞİTİM HİZMETLERİ VE İNŞAAT TAAHHÜT A.Ş.	LKMNH	25.04.2018
47	MATRİKS BİLGİ DAĞITIM HİZMETLERİ A.Ş.	MTRKS	12.11.2021
48	METEMTUR OTELCİLİK VE TURİZM İŞLETMELERİ A.Ş.	METUR	16.03.2020
49	METRO TİCARİ VE MALİ YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.	METRO	20.12.2021
50	MLP SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.	MPARK	27.05.2022
51	NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ TİCARET A.Ş.	NATEN	4.01.2022
52	ORGE ENERJİ ELEKTRİK TAAHHÜT A.Ş.	ORGE	26.10.2020
53	OSMANLI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	OSMEN	21.06.2019
54	ÖZAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	OZKGY	11.03.2019
55	ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	OZGYO	4.10.2021
56	PAPİLON SAVUNMA TEKNOLOJİ VE TİCARET A.Ş.	PAPIL	16.06.2022
57	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	PRKME	13.07.2021
58	QUA GRANITE HAYAL YAPI VE ÜRÜNLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.	QUAGR	31.08.2021
59	RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER İLAÇ VE MAKİNE SANAYİ TİCARET A.Ş.	RTALB	28.02.2020
60	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	SASA	12.08.2021
61	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.	TAVHL	13.03.2020
62	TEK-ART İNŞAAT TİCARET TURİZM SANAYİ VE YATIRIMLAR A.Ş.	TEKTU	30.04.2018
63	TURK İLAÇ VE SERUM SANAYİ A.Ş.	TRILC	24.02.2022
64	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	HALKB	5.04.2019
65	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	ISCTR	28.08.2018
66	TÜRKİYE SİGORTA A.Ş.	TURSG	01.07.2022
67	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	SISE	15.03.2021
68	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	VAKBN	20.01.2020
69	ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ULUUN	1.07.2021
70	VERUSA HOLDİNG A.Ş.	VERUS	23.01.2019
71	VERUSA HOLDİNG A.Ş.	VERUS	23.05.2022
72	VERUSATURK GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	VERTU	16.03.2020

Tablo Ek- 3 Pandemi Öncesi Karar Tarihli Firmalar

NO	FİRMA ADI	BİST KODU	KARAR TARİHİ
1	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.	AVOD	1.09.2018
2	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.	AVOD	22.03.2019
3	AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	AKFGY	13.03.2019
4	AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	AKSGY	3.08.2018
5	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	AKSA	9.05.2018
6	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ALGYO	4.10.2018
7	ALTINYAĞ KOMBİNALARI A.Ş.	ALMAD	15.08.2018
8	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	8.05.2018
9	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	BOSSA	13.04.2018
10	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	BOSSA	25.04.2019
11	DATAGATE BİLGİSAYAR MALZEMELERİ TİCARET A.Ş.	DGATE	16.05.2018
12	DENGE YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	DENGE	21.06.2018
13	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	DOHOL	22.02.2019
14	DOĞTAŞ KELEBEK MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	DGNMO	23.05.2018
15	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.	EREGL	5.03.2020
16	EURO KAPİTAL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EUKYO	15.02.2017
17	EURO MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EUYO	15.02.2017
18	EURO TREND YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ETYAT	15.02.2017
19	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	GEDİK	6.12.2018
20	GEDİK-INVEO YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	INVEO	6.12.2018
21	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	GOLTS	19.04.2019
22	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLRYH	18.05.2018
23	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLRYH	7.05.2019
24	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLRYH	28.02.2020
25	HATEKS HATAY TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.	HATEK	8.04.2019
26	İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ MÜHENDİSLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	INDES	24.05.2018
27	JANTSA JANT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	JANTS	27.05.2019
28	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KRDMA	11.06.2018
29	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KLMSN	12.11.2018
30	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	LOGO	12.07.2018
31	LOKMAN HEKİM ENGÜRÜSAĞ SAĞLIK TURİZM EĞİTİM HİZMETLERİ VE İNŞAAT TAAHHÜT A.Ş.	LKMNH	11.04.2018
32	OSMANLI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	OSMEN	19.06.2019
33	ÖZAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	OZKGY	15.01.2019
34	RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER İLAÇ VE MAKİNE SANAYİ TİCARET A.Ş.	RTALB	28.02.2020
35	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.	THYAO	9.03.2020
36	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	HALKB	29.08.2018
37	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	ISCTR	17.08.2018
38	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	VAKBN	10.01.2020
39	VERUSA HOLDİNG A.Ş.	VERUS	31.08.2016
40	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	YATAS	21.05.2019

Tablo Ek- 4 Pandemi Öncesi İlk İşlem Tarihli Firmalar

NO	FİRMA ADI	BİST KODU	İLK İŞLEM TARİHİ
1	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.	AVOD	4.09.2018
2	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.	AVOD	26.03.2019
3	AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	AKFGY	8.08.2019
4	AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	AKSGY	3.08.2018
5	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	AKSA	10.05.2018
6	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ALGYO	5.10.2018
7	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	9.05.2018
8	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	BOSSA	13.04.2018
9	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	BOSSA	25.04.2019
10	DATAGATE BİLGİSAYAR MALZEMELERİ TİCARET A.Ş.	DGATE	18.05.2018
11	DENGE YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	DENGE	10.07.2018
12	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	DOHOL	27.03.2019
13	DOĞTAŞ KELEBEK MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	DGNMO	6.06.2018
14	EURO KAPİTAL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EUKYO	5.12.2018
15	EURO MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EUYO	6.04.2017
16	EURO TREND YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ETYAT	5.12.2018
17	GEDİK YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	INVEO	28.03.2019
18	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	GEDİK	7.12.2018
19	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	GOLTS	22.04.2019
20	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLRYH	12.06.2018
21	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLRYH	10.03.2020
22	HATEKS HATAY TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.	HATEK	16.05.2019
23	İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ MÜHENDİSLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	INDES	30.05.2018
24	JANTSA JANT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	JANTS	28.05.2019
25	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KRDMA	12.06.2018
26	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	LOGO	12.07.2018
27	LOKMAN HEKİM ENGÜRÜSAĞ SAĞLIK TURİZM EĞİTİM HİZMETLERİ VE İNŞAAT TAAHHÜT A.Ş.	LKMNH	25.04.2018
28	OSMANLI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	OSMEN	21.06.2019
29	ÖZAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	OZKGY	11.03.2019
30	RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER İLAÇ VE MAKİNE SANAYİ TİCARET A.Ş.	RTALB	28.02.2020
31	TEK-ART İNŞAAT TİCARET TURİZM SANAYİ VE YATIRIMLAR A.Ş.	TEKTU	30.04.2018
32	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	HALKB	5.04.2019
33	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	ISCTR	28.08.2018
34	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	VAKBN	20.01.2020
35	VERUSA HOLDİNG A.Ş.	VERUS	23.01.2019

Tablo Ek- 5 Pandemi Sonrası Karar Tarihli Firmalar

NO	FİRMA ADI	BİST KODU	KARAR TARİHİ
1	ALARKO HOLDİNG A.Ş.	ALARK	18.03.2022
2	ARÇELİK A.Ş.	ARCLK	1.07.2021
3	AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.	AYDEM	14.02.2022
4	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	7.08.2020
5	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	6.12.2021
6	BOĞAZİÇİ BETON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	BOBET	29.03.2022
7	DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.	DARDL	13.10.2020
8	DESA DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	DESA	19.03.2020
9	DESPEC BİLGİSAYAR PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.	DESPC	23.03.2020
10	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EKGYO	20.03.2020
11	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	GEDİK	4.02.2022
12	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	GEDİK	26.05.2022
13	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	SAHOL	9.11.2021
14	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HDFGS	19.03.2020
15	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HDFGS	21.06.2021
16	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HDFGS	21.12.2021
17	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	IHEVA	29.06.2022
18	İHLAS HOLDİNG A.Ş.	IHLAS	14.04.2021
19	İNFÖ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	INFO	13.07.2021
20	İNFÖ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	INFO	6.10.2021
21	İZMİR FIRÇA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	IZFAS	25.03.2020
22	KAFEİN YAZILIM HİZMETLERİ TİCARET A.Ş.	KFEIN	25.02.2022
23	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KLMSN	8.12.2021
24	KOÇ HOLDİNG A.Ş.	KCHOL	1.07.2021
25	KUYAŞ YATIRIM A.Ş.	KUYAS	24.12.2021
26	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	LOGO	30.12.2021
27	LOKMAN HEKİM ENGÜRÜSAĞ SAĞLIK TURİZM EĞİTİM HİZMETLERİ VE İNŞAAT TAAHHÜT A.Ş.	LKMNH	3.03.2021
28	MATRİKS BİLGİ DAĞITIM HİZMETLERİ A.Ş.	MTRKS	11.11.2021
29	METEMTUR OTELCİLİK VE TURİZM İŞLETMELERİ A.Ş.	METUR	13.03.2020
30	MLP SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.	MPARK	25.05.2022
31	NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ TİCARET A.Ş.	NATEN	31.12.2021
32	ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	OZGYO	1.10.2021
33	PAPİLON SAVUNMA TEKNOLOJİ VE TİCARET A.Ş.	PAPIL	14.06.2022
34	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	PRKME	22.04.2020
35	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	PRKME	5.05.2021
36	QUA GRANITE HAYAL YAPI VE ÜRÜNLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.	QUAGR	29.08.2021
37	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	SASA	4.12.2020
38	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	SASA	21.10.2021
39	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.	TAVHL	12.03.2020

40	TURK İLAÇ VE SERUM SANAYİ A.Ş.	TRILC	22.09.2021
41	TURK İLAÇ VE SERUM SANAYİ A.Ş.	TRILC	8.06.2022
42	TÜRKİYE SİGORTA A.Ş.	TURSG	28.06.2022
43	ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ULUUN	30.06.2021
44	ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ULUUN	1.02.2022
45	VERUSA HOLDİNG A.Ş.	VERUS	11.05.2022
46	VERUSATURK GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	VERTU	12.03.2020
47	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	YATAS	22.04.2020
48	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	YATAS	29.04.2021



Tablo Ek- 6 Pandemi Sonrası İlk İşlem Tarihli Firmalar

NO	FİRMA ADI	BİST KODU	İLK İŞLEM TARİHİ
1	ALARKO HOLDİNG A.Ş.	ALARK	14.06.2022
2	ARÇELİK A.Ş.	ARCLK	2.07.2021
3	AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.	AYDEM	17.02.2022
4	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	7.08.2020
5	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	7.12.2021
6	BOĞAZİÇİ BETON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	BOBET	30.03.2022
7	DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.	DARDL	19.10.2020
8	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EKGYO	20.03.2020
9	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	GEDIK	15.02.2022
10	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	SAHOL	17.11.2021
11	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HDFGS	24.03.2020
12	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	HDFGS	24.06.2021
13	İHLAS HOLDİNG A.Ş.	IHLAS	16.04.2021
14	İNFÖ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	INFO	14.07.2021
15	İZMİR FIRÇA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	IZFAS	26.03.2020
16	KAFEİN YAZILIM HİZMETLERİ TİCARET A.Ş.	KFEIN	25.02.2022
17	KOÇ HOLDİNG A.Ş.	KCHOL	12.07.2021
18	KUYAŞ YATIRIM A.Ş.	KUYAS	24.12.2021
19	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	LOGO	14.01.2022
20	MATRİKS BİLGİ DAĞITIM HİZMETLERİ A.Ş.	MTRKS	12.11.2021
21	METEMTUR OTELCİLİK VE TURİZM İŞLETMELERİ A.Ş.	METUR	16.03.2020
22	METRO TİCARİ VE MALİ YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.	METRO	20.12.2021
23	MLP SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.	MPARK	27.05.2022
24	NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ TİCARET A.Ş.	NATEN	4.01.2022
25	ORGE ENERJİ ELEKTRİK TAAHHÜT A.Ş.	ORGE	26.10.2020
26	ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	OZGYO	4.10.2021
27	PAPİLON SAVUNMA TEKNOLOJİ VE TİCARET A.Ş.	PAPIL	16.06.2022
28	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	PRKME	13.07.2021
29	QUA GRANITE HAYAL YAPI VE ÜRÜNLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.	QUAGR	31.08.2021
30	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	SASA	12.08.2021
31	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.	TAVHL	13.03.2020
32	TURK İLAÇ VE SERUM SANAYİ A.Ş.	TRILC	24.02.2022
33	TÜRKİYE SİGORTA A.Ş.	TURSG	01.07.2022
34	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	SISE	15.03.2021
35	ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ULUUN	1.07.2021
36	VERUSA HOLDİNG A.Ş.	VERUS	23.05.2022
37	VERUSATURK GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	VERTU	16.03.2020

ÖZ GEÇMİŞ

Adı ve Soyadı : Volkan SAVAŞ
Bildiği Yabancı Diller : İngilizce
Aldığı Sertifikalar : Liderlik, Pazarlama ve Satış
Uzmanlık Alanı :

Derece	Bölüm/Program	Üniversite	Yıl
Ön Lisans	Lojistik	Namık Kemal Üniversitesi Çerkezköy Meslek Yüksek Okulu	2017
Lisans	İşletme	Gümüşhane Üniversitesi	2020
Yüksek Lisans			

Görevler:

Görev Unvanı	Görev Yeri	Yıl

Eserler:

A. Uluslararası hakemli dergilerde yayımlanan makaleler:

A1.....

B. Uluslararası bilimsel toplantılarda sunulan ve bildiri kitaplarında (proceedings) basılan bildiriler:

B1. Savaş, V. (2023). The Relationship Between Stock Performance and Buy-Backs During the Pandemic Period. *7th International Conference on Economics and Finance*, Oct. 5-6, 2023.

C. Yazılan ulusal/uluslararası kitaplar veya kitaplardaki bölümler:

C1. Yazılan ulusal/uluslararası kitaplar:

C1.1.....

C2. Yazılan ulusal/uluslararası kitaplardaki bölümler:

C2.1.....

D. Ulusal hakemli dergilerde yayımlanan makaleler:

D1.....

E. Ulusal bilimsel toplantılarda sunulan ve bildiri kitaplarında basılan bildiriler:

E1.....

F. Sanat ve tasarım etkinlikleri:

F1.....

G. Diğer yayınlar: (Yukarıdaki maddelerde yer alan başlıklardaki kategorilere girmeyen ve belirtilmek istenen tüm eserler bu maddenin altında belirtilecektir.)

G1.....

