

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

AHMET, TAŞDEMİR DOKTORA TEZİ GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ İŞLETME ABD 2019

**PAY GERİ ALIM DUYURULARININ GETİRİLER
ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ VE PAY
GERİ ALIM KARARLARINA ETKİ EDEN
FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ: BORSA İSTANBUL
ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

DOKTORA TEZİ

AHMET TAŞDEMİR

GAZİANTEP
TEMMUZ 2019

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**PAY GERİ ALIM DUYURULARININ GETİRİLER
ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ VE PAY
GERİ ALIM KARARLARINA ETKİ EDEN
FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ: BORSA İSTANBUL
ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

DOKTORA TEZİ

AHMET TAŞDEMİR

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Erkan ALSU

GAZİANTEP
TEMMUZ 2019

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**PAY GERİ ALIM DUYURULARININ GETİRİLER ÜZERİNDEKİ
ETKİSİNİN İNCELENMESİ VE PAY GERİ ALIM KARARLARINA ETKİ
EDEN FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ**

AHMET TAŞDEMİR

Tez Savunma Tarihi: 08.07.2019

Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı

Dr.Öğr.Üyesi Meltem MUŞLU
Enstitü Müdür Yardımcısı


Doç.Dr. Zekiye ANTAKYALIOĞLU
SBE Müdürü ✓

Bu tezin Doktora tezi olarak gerekli şartları sağladığımı onaylarım.


Prof.Dr. Mustafa PAKSOY
Enstitü ABD Başkanı

Bu tez tarafımca (tarafımızca) okunmuş, kapsamı ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

(Unvanı, Adı ve SOYADI)
İkinci Tez Danışmanı (varsa)


Dr.Öğr.Üyesi Erkan ALSU
Tez Danışmanı

Bu tez tarafımızca okunmuş, kapsam ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri:
(Unvanı, Adı ve SOYADI)

Dr.Öğr.Üyesi Erkan ALSU (Tez Danışmanı)

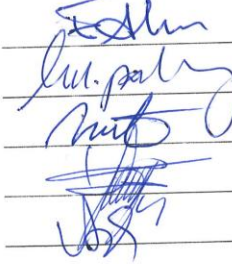
Prof.Dr.Mustafa PAKSOY

Prof.Dr.Ramazan AKBULUT

Dr.Öğr.Üyesi Yakup DURMAZ

Dr.Öğr.Üyesi Aslı ÖZPOLAT

İmzası





Canım Aileme

ÖZET

PAY GERİ ALIM DUYURULARININ GETİRİLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ VE PAY GERİ ALIM KARARLARINA ETKİ EDEN FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR UYGULAMA

TAŞDEMİR, Ahmet
Doktora Tezi, İşletme ABD
Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Erkan ALSU
Temmuz 2019, 177 sayfa

Kâr payı dağıtım politikaları kapsamında başvuru alan en önemli araçlardan birisi olan pay geri alım yöntemi, dünya genelinde son otuz yıllık süreçte oldukça popüler bir hale gelmiştir. Günümüz dünyasında, pay geri alım işlemlerinin birçok ülke piyasasında nakit kâr payı dağıtım yönteminden bile daha fazla tercih edilen bir yöntem olduğu görülmektedir. Pay geri alım yöntemi, firmanın kendi paylarını piyasadan geri satın alması ve bu sayede dolaşımda olan paylarının miktarını azaltmasını öngörmektedir. Böylelikle, firma pay başına olan kazancın artmasını ve dolayısı ile firmanın paylarının değer kazanmasını sağlayarak paylarını satmayan ortakların sermaye kazancı elde etmesine imkân tanımaktadır.

Pay geri alımları Türkiye'de ise 2009 yılından sonra uygulanmaya başlanmıştır. 2009 yılı sonunda alınan bir kararla, kısıtlı sayıda şirkete pay geri alımı olanağı tanınmasının ardından, 1 Temmuz 2012'de yeni TTK' nın yürürlüğe girmesiyle beraber şirketlerin kendi paylarını geri almalarının önündeki engel ortadan kalkmış ve pay geri alımlarına yönelen firmaların sayısı her geçen yıl artmıştır.

Çalışma kapsamında pay geri alım işlemlerinin ele alınması ve farklı boyutları ile incelenmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, borsa İstanbul 'da gerçekleştirilen pay geri alım duyuruları incelenmiştir. Çalışmada sırasıyla "firmaların pay geri alım kararı almalarında hangi faktörlerin etkili olduğu", "firmaların gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularına piyasanın nasıl bir tepki verdiği" hususları belirlenmeye çalışılmıştır.

Çalışma neticesinde şirketlerin pay geri alım kararı almaları hususunda mülkiyet düzeyi, maddi olmayan duran varlık düzeyi ve kârlılık düzeyi gibi bazı finansal oranların etkili olduğu belirlenmiştir. Ayrıca çalışma neticesinde elde edilen bulgular, şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları neticesinde piyasa anormal getirilerin oluştuğunu göstermektedir.

Anahtar Sözcükler: Pay Geri Alımları, Geri Alınan Paylar, Borsada Gerçekleştirilen Geri Alımlar, Payların Düşük Değerlenmesi, Piyasaya Mesaj Verilmesi, Anormal Getiri.

ABSTRACT**EXAMINING THE EFFECT OF SHARE REPURCHASE
ANNOUNCEMENTS ON RETURNS, AND DETERMINING THE FACTORS
AFFECTING SHARE REPURCHASE DECISIONS: AN EXERCISE ON
BORSA ISTANBUL**

TAŞDEMİR, Ahmet

PhD Thesis, Business Administration

Supervisor: Assist. Prof. Dr Üyesi Erkan ALSU

July 2019, 177 sayfa

Share repurchase method, which is one of the most important instruments used within the scope of dividend distribution policies, has become exceedingly popular throughout the world in the last thirty years. The share repurchase method supplicates the company to repurchase its own shares from the market and thereby reduce the number of shares in circulation. In this way, the firm increases the earnings per share and thus enables the shares of the firm to gain value, thus allowing the shareholders who do not sell their shares to obtain capital gains.

Although an instrument practiced in the world markets for the past thirty years, and is now becoming more and more popular, share repurchases in Turkey however, has started to be implemented after 2009. Following a decision taken at the end of 2009, a limited number of companies were given the opportunity to buy back shares, and after the new TCC entered into force on 1 July 2012, the obstacles preventing the companies to repurchase their shares are lifted and the number of companies that are willing to buy back their shares increased each year.

Within the scope of this study, addressing share repurchase and examining them from varied dimensions was targeted. Accordingly, share repurchase announcements made at Borsa Istanbul were analyzed. In the study, issues such as “which factors are effective in firms’ decision to buy shares” and “how the market reacts to companies’ share repurchase announcements have been tried to be identified respectively.

As a result of the study, it has been determined that some financial ratios such as ownership level, intangible asset level and profitability level are effective for companies to take share purchase decision. In addition, the findings of the study show that market abnormal returns are generated as a result of share repurchase announcements.

Key Words: Share/Stock Repurchase/Buyback, Treasury/Own Shares, Open Market Share/Stock Repurchase, Undervaluation, Signalling, Abnormal Return

ÖNSÖZ

Bu Tez çalışmasında Türkiye’de son yıllarda giderek yaygın bir hale gelen pay geri alım işlemleri ele alınmış olup, şirketlerin pay geri alım kararlarına etki eden faktörler ve pay geri alım işlemlerinin gerçekleştirileceğine ilişkin duyurulara piyasanın nasıl bir tepki verdiği hususları belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışma neticesinde elde edilen bulguların yatırımcılara, yöneticilere ve bu alanda daha sonraki yıllarda gerçekleştirilecek diğer çalışmalara katkı sağlamasını temenni etmekteyim.

Eğitim hayatımın bu aşamasına gelmemde ve Tezimi tamamlamam da benden desteğini esirgemeyen birçok kişi olmuştur. Ancak özellikle teşekkür etmek istediğim kişilere birkaç satırla aşağıda yer vermek istedim.

Eğitim yaşamımın başından itibaren bana her konuda destek olan çok Babama, Anneme ve Kardeşlerime en derin teşekkürlerimi sunarım.

Ayrıca, hayatımın her aşamasında ve özellikle doktora eğitimim sürecinde bana vermiş oldukları destekten, göstermiş oldukları fedakârlık ve sabırdan dolayı biricik eşim Tuğba Taşdemir ve oğlum Yemliha Taşdemir’e çok teşekkür ederim.

Tez çalışmamın planlanmasında ve yürütülmesinde ilgi ve desteğini esirgemeyen, bilgi ve tecrübelerinden yararlandığım saygıdeğer danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Erkan ALSU hocama; akademik hayatımın başından beri her konuda benden desteğini esirgemeyen kıymetli hocam Dr. Öğr. Üyesi Yakup Durmaz’a; teşekkürlerimi sunarım. Son olarak, tez izleme komitesinde yer alan ve tezin daha iyi bir hale getirilmesi adına katkılarını esirgemeyen sayın hocalarım Prof. Dr. Mustafa PAKSOY, Prof. Dr. Ramazan AKBULUT, Dr. Öğr. Üyesi Murat KÂRAHAN ve Dr. Öğr. Üyesi Aslı ÖZPOLAT’ a ayrıca teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLOLARIN LİSTESİ	x
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	xiii
KISALTMALAR	xv
BİRİNCİ BÖLÜM	
GİRİŞ	
1.1.GİRİŞ.....	1
1.2. TEZİN TASARIMI	3
İKİNCİ BÖLÜM	
KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI VE KÂR PAYI ÖDEME	
ŞEKİLLERİ	
2.1. KÂR VE KÂR PAYI KAVRAMLARI	4
2.2. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI	5
2.2.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtım Politikası	6
2.2.2. Sabit Oranda Kâr Dağıtımını	6
2.2.3. Sabit Oranda Kâr Payı Yanında İlave Kâr Payı Dağıtımını	6
2.2.4. Artık Oranda Kâr Dağıtımını	7
2.2.5. Optimal Kâr Dağıtımını	7
2.3. Kâr Payı Dağıtım Politikasını Belirleyen Faktörler	7
2.3.1. Yasalar ve Şirket Sözleşmesi	8
2.3.2. Kârlılık Oranı ve Kârlarda İstikrar.....	9
2.3.3. Likidite.....	9
2.3.4. Finansman Olanakları	10
2.3.5. Firmanın Borç Ödeme Zorunluluğu	10
2.3.6. Aktif Varlıkların Büyüme Hızı	10
2.3.7. Kontrol Yetkisini Koruma İsteği	11
2.4. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARINA İLİŞKİN TEORİLER.....	11
2.4.1. İlintisizlik Teorisi.....	11
2.4.2. Elde Kuş Teorisi	12
2.4.3. Vergi Etkisi Teorisi.....	13
2.5. KAR PAYI ÖDEME TÜRLERİ	14

2.5.1. Nakit Olarak Kâr Payı Dağıtım Yöntemi	14
2.5.2. Pay Senedi Olarak Kâr Payı Dağıtım Yöntemi	15
2.5.3. Firmanın Kendi Paylarını Satın Alması Şeklinde Kâr Payı Dağıtım Yöntemi	16
2.5.4. Pay Senedi Bölünmesi Yoluyla Kâr Payı Dağıtım Yöntemi	17
2.5.5. Melez Kâr Payı Dağıtım Yöntemi	17
2.5.6. Aynı Olarak Kâr Payı Dağıtım Yöntemi	18
2.5.7. Seçmeli Kâr Payı Dağıtım Yöntemi	18
2.5.8. İntifa Senedi Verilmesi Şeklinde Kâr Payı Dağıtım Yöntemi.....	18
2.5.9. Bono Senedi Verilmesi Şeklinde Kâr Payı Dağıtım Yöntemi.....	18

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PAY GERİ ALIM İŞLEMİNE İLİŞKİN KAVRAMSAL ÇERÇEVE

3.1. PAY GERİ ALIM İŞLEMİ	20
3.2. PİYASALARIN PAY GERİ ALIM DUYURULARINA TEPKİ VERMESİNİN NEDENLERİ	22
3.2.1. Sinyal Verme Hipotezi.....	22
3.2.2. Serbest Nakit Akışı Hipotezi	24
3.2.3. Hisse Başına Kazançları İyileştirmek	25
3.2.4. Kaldıraç Oranı Hipotezi.....	25
3.2.5. Vergi Verimliliği Hipotezi.....	26
3.2.6. Nakit Kâr Payı Yerine Geçme Hipotezi	26
3.3. PAY GERİ ALIM YÖNTEMLERİ	27
3.3.1. Borsa'da Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Yöntemi	27
3.3.2. Sabit Fiyatlı İhale Pay Geri Alım Yöntemi	28
3.3.3. Hollanda Usulü Çağrı Pay Geri Alım Yöntemi	28
3.3.4. Türev İşlemlerle (Sentetik) Gerçekleştirilen Pay geri alım	29
3.4. PAY GERİ ALIMLARININ OLUMLU VE OLUMSUZ YÖNLERİ.....	31
3.4.1. Pay Geri Alımlarının Olumlu Yönleri	31
3.4.2. Olumsuz Sonuçlar.....	33
3.5. PAY GERİ ALIM İŞLEMLERİNİN MUHASEBELEŞTİRİLMESİ.....	34
3.5.1. Pay Geri Alımlarının Maliyet Yöntemine Göre Muhasebeleştirilmesi	35
3.5.2. Pay Geri Alımlarının Nominal Değer Yöntemine Göre Muhasebeleştirilmesi	36
3.6. TÜRKİYE'DE PAY GERİ ALIMLARI.....	36

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

4.1. KONU İLE İLGİLİ ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR	40
--	----

BEŞİNCİ BÖLÜM

MATERİYAL VE YÖNTEM

5.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	45
5.2. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ.....	45
5.3. ARAŞTIRMA KAPSAMINDA KULLANILAN VERİLER.....	47
5.4. VERİLERİN TOPLANMASI.....	49
5.5. KULLANILAN METODOLOJİ.....	50
5.5.1. Pay Geri Alımlarının Belirleyicilerini Tespit Etmek İçin Uygulanan Metodoloji.....	50
5.5.2. Pay Geri Alımlarının Kısa Dönem Getiri Performansının İncelenmesi İçin Uygulanan Metodoloji.....	51
5.6. VERİLERİN ANALİZİ.....	53

ALTINCI BÖLÜM BULGULAR VE TARTIŞMA

6.1. PAY GERİ ALIM KARARLARININ BELİRLEYİCİLERİ.....	56
6.1.1. Şirketlerin Sektöre Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Analizi.....	60
6.1.2. Şirketlerin Aktif Büyüklüklerine Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Analizi.....	64
6.1.3. Şirketlerin PD/DD Oranlarına Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Analizi.....	68
6.2. BORSA İSTANBUL'DA PAY GERİ ALIMLARININ PAY GETİRİLERİ ÜZERİNE KISA DÖNEM ETKİSİ.....	72
6.2.1. ALT SEKTÖRLERE AİT BULGULAR.....	76
6.2.1.1. Elektrik gaz ve su sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi.....	76
6.2.1.2. İmalat sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi.....	80
6.2.1.3. İnşaat ve bayındırlık sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi.....	84
6.2.1.4. Toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi.....	88
6.2.1.5. Ulaştırma, haberleşme ve depolama sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi.....	92
6.2.1.6. Mali kuruluşlar sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi.....	96
6.2.1.7. Eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi.....	100
6.2.1.8. Teknoloji sektöründe pay geri alım şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu duyurularının pay getirilerine etkisi.....	104
6.2.1.9. Mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi.....	108
6.2.1.10 İdari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi.....	112

SONUÇ VE ÖNERİLER.....	117
KAYNAKLAR	126
EKLER.....	133
EK-A: YENİ TTK 'NİN PAY GERİ ALIMINA İLİŞKİN HÜKÜMLERİ	134
EK-B: PAY ALIM TEKLİFİ TEBLİĞİ.....	136
EK-C: SPK'NİN PAY GERİ ALIMLARINA İLİŞKİN GERÇEKLEŞTİRİMİŞ OLDUĞU 21.07.2016 TARİHLİ BASIN DUYURUSU.....	149
EK-D: SPK'NİN GERİ ALINAN PAYLARA İLİŞKİN GERÇEKLEŞTİRİMİŞ OLDUĞU 21.07.2016 TARİHLİ BASIN DUYURUSU HAKKINDA EK AÇIKLAMASI.....	150
EK-E: PAY GERİ ALIM DUYURUSU ÖRNEĞİ.....	152
EK-F: PAY GERİ ALIM DUYURUSU GERÇEKLEŞTİREN ŞİRKETLERİN LİSTESİ.....	154
ÖZGEÇMİŞ.....	159



TABLOLARIN LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 5.1. Pay Geri Alım Kararlarına Etki Ettiği Düşünülen Faktörler	49
Tablo 6.1. Sektöre Göre Eşleştirme Sonucunda Elde Edilen Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	61
Tablo 6.2. Sektöre Göre Eşleştirme Sonucunda Elde Edilen Verilerin Korelasyon Düzeyleri.....	61
Tablo 6.3. Sektöre Göre Eşleştirme Durumunda Lojistik Regresyon Model Özeti ..	62
Tablo 6.4. Sektöre Göre Eşleştirme Durumunda Lojistik Regresyon Model Uyum Testi.....	62
Tablo 6.5. Şirketlerin Sektöre Göre Eşleştirilmesi Durumunda Elde Edilen Lojistik Regresyon Modeli İçin Değişkenlerin Katsayıları.....	63
Tablo 6.6. Aktif Büyüklüğe Göre Eşleştirme Sonucunda Elde Edilen Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri	65
Tablo 6.7. Aktif Büyüklüğe Göre Eşleştirme Sonucunda Elde Edilen Verilerin Korelasyon Düzeyleri.....	65
Tablo 6.8. Şirketlerin Aktif Büyüklüklerine Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Model Özeti.....	66
Tablo 6.9. Şirketlerin Aktif Büyüklüklerine Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Model Uyum Testi	66
Tablo 6.10. Şirketlerin Aktif Büyüklüklerine Göre Eşleştirilmesi Durumunda Elde Edilen Lojistik Regresyon Modeli İçin Değişkenlerin Katsayıları	67
Tablo 6.11. PD/DD Oranına Göre Eşleştirme Sonucunda Elde Edilen Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri	69
Tablo 6.12. PD/DD Oranına Göre Eşleştirme Sonucunda Elde Edilen Verilerin Korelasyon Düzeyleri.....	70
Tablo 6.13. Şirketlerin PD/DD Oranlarına Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Model Özeti.....	70
Tablo 6.14. Şirketlerin Aktif Büyüklüklerine Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Model Uyum Testi	71
Tablo 6.15. Şirketlerin PD/DD Oranlarına Göre Eşleştirilmesi Durumunda Elde Edilen Lojistik Regresyon Modeli İçin Değişkenlerin Katsayıları	71
Tablo 6.16. Borsa İstanbul'da Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin Hesaplanan AAR değerleri	73
Tablo 6.17. Borsa İstanbul'da Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	75
Tablo 6.18. Borsa İstanbul'da Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	75
Tablo 6.19. Borsa İstanbul'da Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri	76

Tablo 6.20. Elektrik Gaz ve Su Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri.....	77
Tablo 6.21. Elektrik Gaz ve Su Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri	79
Tablo 6.22. Elektrik Gaz ve Su Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri	80
Tablo 6.23. Elektrik Gaz ve Su Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	80
Tablo 6.24. İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri	81
Tablo 6.25. İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	83
Tablo 6.26. İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	83
Tablo 6.27. İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri	84
Tablo 6.28. İnşaat ve Bayındırlık Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri.....	85
Tablo 6.14. İnşaat ve Bayındırlık Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri	87
Tablo 6.29. İnşaat ve Bayındırlık Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri	87
Tablo 6.30. İnşaat ve Bayındırlık Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	88
Tablo 6.31. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri.....	89
Tablo 6.32. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	91
Tablo 6.33. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	91
Tablo 6.34. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri	92
Tablo 6.35. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri	93
Tablo 6.36. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	95
Tablo 6.37. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	95
Tablo 6.38. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	96
Tablo 6.39. Mali Kuruluşlar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri	97
Tablo 6.40. Mali Kuruluşlar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	99

Tablo 6.41. Mali Kuruluşlar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	99
Tablo 6.42. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	100
Tablo 6.43. Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri.....	101
Tablo 6.44. Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	103
Tablo 6.45. Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	103
Tablo 6.46. Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	104
Tablo 6.47. Teknoloji Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri.....	105
Tablo 6.48. Teknoloji Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	107
Tablo 6.49. Teknoloji Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	107
Tablo 6.50. Teknoloji Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	108
Tablo 6.51. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri.....	109
Tablo 6.52. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	111
Tablo 6.53. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	111
Tablo 6.54. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	112
Tablo 6.55. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri.....	113
Tablo 6.42. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	115
Tablo 6.56. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	115
Tablo 6.57. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri.....	116

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 5.1. Pay Geri Alım Duyurularının Yıllara Göre Dağılımı	47
Şekil 5.2. Pay Geri Alım Duyurularının Sektörlere göre Dağılımı.....	48
Şekil 6.1. Borsa İstanbul’da Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin Hesaplanan AAR Grafiği	74
Şekil 6.2. Borsa İstanbul’da Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin Hesaplanan CAAR Grafiği	74
Şekil 6.5. Elektrik Gaz ve Su Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği	78
Şekil 6.6. Elektrik Gaz ve Su Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği	79
Şekil 6.7. İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği.....	82
Şekil 6.8. İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği	82
Şekil 6.9. İnşaat ve Bayındırlık Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği	86
Şekil 6.10. İnşaat ve Bayındırlık Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği	86
Şekil 6.11. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği	90
Şekil 6.12. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği.....	90
Şekil 6.13. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği.....	94
Şekil 6.14. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği	94
Şekil 6.15. Mali Kuruluşlar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği	98
Şekil 6.16. Mali Kuruluşlar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği.....	98
Şekil 6.17. Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği	102
Şekil 6.18. Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği.....	102
Şekil 6.19. Teknoloji Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği	106
Şekil 6.20. Teknoloji Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği.....	106

Şekil 6.21. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği	110
Şekil 6.22. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği	110
Şekil 6.23. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği	114
Şekil 6.24. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği	114



KISALTMALAR

- AAR:** Ortalama Anormal Getiri
AR: Anormal Getiri
AB: Aktif Büyüklüğü
ABD : Amerika Birleşik Devletleri
BIST : Borsa İstanbul A.Ş.
CAPM: Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli
CAR: Kümülatif Anormal Getiri
CAAR: Kümülatif Ortalama Anormal Getiri
FASB : Finansal Muhasebe Standartları Kurulu
IAS : Uluslararası Muhasebe Standardı
IAS/IFRS : Uluslararası Muhasebe Standardı/Uluslararası Finansal Raporlama Standardı Seti
IASB : Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu
IFRS : Uluslararası Finansal Raporlama Standardı
KAP : Kamuyu Aydınlatma Platformu
KD: Kârlılık düzeyi
KO: Kaldıraç Oranı
MD: Mülkiyet Düzeyi
MODV: Maddi Olmayan Duran Varlık
NBD : Net Bugünkü Değer
ND: Nakit Düzeyi
PBK : Pay Başına Kazanç
PD/DD : Piyasa Değeri/Defter Değeri
SEC : ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu
SPK : Sermaye Piyasası Kurulu
SPK Tebliği : II-22.1 Geri Alınan Paylar Tebliği
TFRS : Türkiye Finansal Raporlama Standardı
TMS : Türkiye Muhasebe Standardı
TMS/TFRS : Türkiye Muhasebe Standardı/Türkiye Finansal Raporlama Standardı Seti

BİRİNCİ BÖLÜM GİRİŞ

1.1.GİRİŞ

Günümüzde şirketlerin, faaliyetlerinde süreklilik sağlayabilmek adına kazançlarının bir kısmını işletme bünyesinde bırakmak veya yatırımcının ilgisini çekebilmek adına ortaklara dağıtmak arasında bir tercih yapmaları beklenmektedir. Şirketler kazançlarını ortaklarına dağıtmak istediklerinde ise önlerinde iki seçenek bulunmaktadır hissedarlara temettü şeklinde doğrudan nakit vermek veya pay geri alımı yapmak. Pay geri alımı yaparak şirketler arz edilmiş toplam pay miktarını azaltacak ve geri kalan payların gelecekteki nakit akışı üzerindeki etkisini artıracak ve bu sayede yatırımcılara bir tür nakdi olmayan kâr payı dağıtımını gerçekleştirmiş olacaktır. Şirketlerin, bu iki seçeneği nasıl değerlendirdiğine ilişkin çalışmalar incelendiğinde ise ortaya iki farklı durum çıkmaktadır. Şirketlerin, 1980 öncesi çoğunlukla ortaklara temettü ödemesi yapmayı tercih ettikleri, 1980 sonrası bu durumun tersine dönerek daha çok pay geri alımı gerçekleştirmeyi tercih ettikleri görülmüştür (Skinner, 2008: 2). Bu konuda ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC)'in 1982'de, kural 10b-18'i benimsemesi etkili olmuştur. Bu kural pay geri alımları gerçekleştirmenin ilkelerini belirlemekte ve bir programa başlamanın önündeki engelleri kısıtlamaktadır (Grullon ve Michaely, 2002: 1652).

1982 yılında, ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) Kural 10b-18'i benimsemesiyle uygulanmaya başlanan pay geri alımları günümüzde birçok ülke piyasasında şirketler tarafından en çok başvurulan kâr dağıtım yöntemlerindedir. Şirketler her yıl milyarlarca dolar değerinde pay geri alım programları gerçekleştirmektedir. Örneğin, Amerikan şirketleri sadece 2018 yılı şubat ayı içerisinde yaklaşık olarak 158 milyar dolarlık pay geri alımı gerçekleştirirken uzmanlar bu rakamın yılsonu itibari ile 800 milyar doları bulacağını öngörmektedir (Fox, 2018:1).

Vermaelen (2005)'e göre, pay geri alımlarındaki küresel artış, vergi değişikliklerinin, hissedar değer maksimizasyonunun giderek artan bir kurumsal hedef haline gelmesi ve yönetici ücretlendirme sistemlerinde pay satın alma seçeneklerinin artışının bir sonucudur. Yöneticiler tarafından temettülerden daha esnek kabul edilen pay geri alımları aynı zamanda hissedarlara nakit dağıtmanın da önemli bir yolu haline gelmiştir. Bray, Graham, Harvey ve Michaely (2005)' in anket sonuçlarına göre, yöneticiler bu esnekliği, iyi yatırım fırsatlarının varlığına göre ödemeleri düzenlemek ve hisselerin değerinin düşük olarak algılandığı durumlarda hisse senedi geri alımlarını hızlandırmak ya da başlatmak için kullanmaktadır.

Dünya piyasalarında uzun yıllardır kullanılan ve günümüzde daha da popüler hale gelen pay geri alımları Türkiye'de ise 2009 yılından sonra uygulanmaya başlanmıştır. 2009 yılı sonunda alınan bir kararla, kısıtlı sayıda şirkete pay geri alım olanağı tanınmasının ardından, 1 Temmuz 2012'deki TTK 'nın yürürlüğe girmesiyle beraber şirketlerin kendi paylarını geri almalarının önündeki engel ortadan kalkmış ve pay geri alımlarına yönelen firmaların sayısı her geçen yıl artmıştır

Türkiye'de SPK düzenlemeleri gereğince kamuya açıklanan geri alım programlarında pay geri alımının amacına yer verilmesi zorunludur. Şirketlerin KAP' ta yer alan geri alım programlarına ilişkin duyuruların incelenmesi sonucunda pay geri alımlarının temelde değer düşüklüğünün önüne geçilmesi ve fiyat dalgalanmalarının azaltılması amacını taşıdığı görülmektedir. Özellikle kriz dönemlerinde piyasalardaki aşırı dalgalanmaların önüne geçmek ve yatırımcılara şirkete ait paylara güven duyulduğunun bir göstergesi olarak mesaj vermek amacıyla kullanılmakta ve bu yönüyle bir tür savunma mekanizması görevi de üstlenmektedir. Buna örnek olarak ülkemizde 15 Temmuz 2016 tarihinde yaşanan darbe girişimi sonrasında 21 Temmuz 2016 tarihinde SPK'nın pay geri alımları sınırlamalarının kaldırıldığına ilişkin basın duyurusunu takiben şirketlerin pay geri alımına yönelmesi gösterilebilir.

Özellikle son yıllarda yaşanan gelişmeler ve ardı ardına yapılan düzenlemeler pay geri alımı gerçekleştiren şirketlerin sayısının artmasına neden olmuştur. Fakat şirketlerin pay geri alım uygulamasına artan bu ilgilerine karşı yerli literatürün bu alanda oldukça sınırlı olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin pay geri alımlarının incelenmesi ve bu sayede şirket yöneticilerinin, yatırımcıların ve gelecekte bu alanda gerçekleştirilecek çalışmaların faydalanabileceği kapsamlı bir çalışmanın ortaya konulması

amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, çalışmada şirketlerin pay geri alım kararı almalarına neden olan faktörlerin, şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki kısa dönemli etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır

Çalışmanın gerek kapsam gerekse uygulanılacak yöntem açısından yerli literatürde benzerine rastlanılmadığı için bu alanda ilk olma özelliği taşıyacağı ve bu sayede pay geri alımları hususunda yerli literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu sayede, şirket yöneticilerinin kaynaklarını daha doğru kullanmaları ve yatırımcıların şirketlerin pay geri alım programlarına ilişkin olumlu ve olumsuz yönleri görmeleri hususunda faydalanabilecekleri bir çalışmanın ortaya konulması hedeflenmektedir.

1.2. TEZİN TASARIMI

Çalışma kapsamında öncelikle kâr payı dağıtım kavramı, kâr payı dağıtım yöntemlerinden birisi olan pay geri alımlarının nedenleri, pay geri alım yöntemleri, pay geri alımlarının muhasebeleştirilmesi, Türkiye 'de gerçekleştirilen pay geri alım uygulamaları gibi konularda teorik bilgilere yer verilecek daha sonra ise Türk sermaye piyasasında yürürlükte olan düzenlemeler kapsamında yapılan geri alım işlemleri ampirik olarak incelenecektir. Bu incelemenin ilk aşamasında öncelikle, şirketlerin pay geri alım kararı almalarına neden olan faktörler belirlenmeye çalışılacak, daha sonra ise şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki kısa dönemli etkisi incelenecektir. Son olarak ise pay geri alım duyuruları neticesinde oluşan anormal getirilere etki eden faktörler ele alınacaktır.

Bu konuda çeşitli istatistikî yöntemlerden faydalanılacak olup elde edilen bulguların yorumlanması, tartışılması ve uluslararası çalışmaların sonuçlarıyla kıyaslanması ile çalışma sonuçlandırılacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI VE KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ

2.1. KÂR VE KÂR PAYI KAVRAMLARI

Ticari işletmelerin var oluş nedenlerinden biri olan kâr kavramı; işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi için ihtiyaç duyduğu stokları alabilmek, satıcılar nezdinde itibarını koruyabilmek, farklı yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek, borçlarını zamanında ödeyebilmek, borçlardan doğan bir takım zararlardan kaçınabilmek ve işletme ortaklarının beklentilerini karşılayabilmek gibi birçok nedenden dolayı işletmeler için hayati önem arz etmektedir.

Kâr belirli bir dönem için, bir ticari ortaklığın ekonomik faaliyetleri nedeniyle mal varlığında oluşan artış olarak tanımlanabilmektedir (Bilgin, 1982: 13). Bir başka tanıma göre ise kâr, bir muhasebe dönemine ait olan tahakkuk etmiş gelir ve gider arasındaki olumlu farktır. Ancak, vergi yasalarımız, döneme ait ve tahakkuk eden gelir ve giderlerin tümünün vergiye esas olan kârın hesaplanmasında dikkate alınmasına müsaade etmemektedir. Bu nedenle muhasebe ilkelerine göre hesaplanabilen ticari kâr ve vergi yasalarına göre hesaplanabilen mali kâr olmak üzere iki farklı kâr kavramı bulunmaktadır (Gençoğlu, 2015: 7).

Mali kâr devlete ödenecek olan ve vergiye matrah olarak kabul edilen kârdır. Vergi kanunlarında bazı giderlerin gelirlerden indirilmesini önleyen ve bazı gelirlerin de vergiden muaf tutulmasına olanak sağlayan hükümler yer almaktadır. Mali kârında bu hükümler çerçevesinde belirtilen kurallara uygun bir şekilde saptanması gerekmektedir (Gençoğlu, 2015: 8). Ticari kâr ise genel kabul görmüş muhasebe kavram ve ilkeleri çerçevesinde hazırlanmış olan finansal tablolara ve Türk Ticaret Kanunu (TTK) hükümlerine istinaden belirli bir dönem içerisinde oluşan kârı ifade etmektedir. Sermaye Piyasası Kanuna bağlı olan halka açık şirketlerin, finansal tablo ve raporlarının, şekil ve içerik bakımından Türkiye genel kabul görmüş muhasebe kavram ve ilkeleri çerçevesinde Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenmiş düzenlemelere uygun bir şekilde

hazırlanması gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kanununa tabi olmayan şirketlerin ise finansal tablo ve raporları, Türk Ticaret Kanunu ve Türkiye Muhasebe standartlarına uygun bir şekilde hazırlanması gerekmektedir (Dereli, 2017: 3). Ticari kâr, işletme sahip veya ortaklarının, işletmenin varlıkları üzerindeki haklarında yaşanan artışı göstermektedir. Bir başka ifade ile ticari kâr, işletme sahip veya ortaklarına dağıtılacak kârı ifade etmektedir (Gençoğlu, 2015: 7).

Kâr payı ise bir şirketin faaliyet dönemi sonunda elde ettiği dönem net kârından ayrılması gereken yasal karşılıkları ayırdıktan sonra dağıttığı, pay sahipleri ve kâra katılan diğer şahısların sermayesine karşılık olarak her bir pay başına elde ettiği getiriye ifade etmektedir (Boztosun, 2006: 3). Bu pay elde etme işlemi, pay senedinin ibrazına gerek kalmaksızın ‘‘Kâr Payı Kuponları’’ karşılığında verilmekte ve şirket bunu nakit veya farklı şekillerde gerçekleştirebilmektedir (Bozgeyik, 2000: 119).

2.2. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

Kâr payı dağıtım politikaları, şirket bünyesinde elde edilen kârın, yatırımlar için şirket içerisinde tutulması veya ortaklara dağıtılması kararlarını kapsamaktadır. Bilindiği üzere işletmelerin en önemli amaçlarından biriside kâr elde etmek, bu sayede şirketin devamlılığını sağlayabilmek ve piyasa değerini maksimize etmektir (Sandıkçı, 2014: 10). Ortaklar için, pay senetlerinin piyasa değerinin maksimum olabilmesi adına işletmelerin kâr payı dağıtım politikası önemli bir araçtır. Başka bir ifade ile, diğer tüm şartlar sabitken iken düzenli kâr dağıtımını gerçekleştiren bir işletmenin piyasa değerinin, kâr dağıtımını değişkenlik gösteren bir işletmeye göre daha yüksek olması beklenmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 260).

Bir işletmenin kâr elde etmesi halinde, işletme, bu kârın nasıl değerlendirileceği hususunda iki temel seçeneğe sahip olacaktır; 1) Kârı, yeni projelerde değerlendirmek ve yatırım yapabilmek için kullanmak amacı ile nakit rezervlerin bir parçası olarak değerlendirmek veya 2) Kârı kendi paylarını geri satın alarak ya da nakit temettü ödemesi gerçekleştirerek paydaşlarına dağıtmak. Bir işletmenin bu seçenekler arasında nasıl tercih yaptığı hususu işletmenin ödeme politikası tarafından belirlenmektedir (Berk ve DeMarzo, 2011: 552).

Kâr payı dağıtım politikaları, gerek işletmeler, gerek ortaklar ve gerekse piyasa açısından hem makro hem de mikro düzeyde etkili olmaktadır. Etki alanı bu denli geniş olduğu için de her işletmede farklı biçimlerde kâr payı dağıtım

politikaları uygulanmakta ve kendine en uygun olan optimum kâr dağıtım yöntemini benimsemektedir.

2.2.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtım Politikası

Sabit kâr payı dağıtım politikası, pay sahiplerine elde edilen kârdan, her yıl aynı tutarda kâr payı dağıtılmasını ve kâr payı tutarının yıllar itibari ile sabit tutulmasını ifade etmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 260). Kâr payının her yıl sabit miktarda tutularak dağıtılması yatırımcılar açısından geleceğe dair belirsizliği azaltması nedeniyle cazip görünse de bu kâr payı dağıtım politikası, payları sabit getirili bir menkul kıymet haline getirmektedir. Bu nedenle işletmelerin paylarının piyasa değerinin artmasında kısıtlayıcı bir etkiye sebep olmaktadır. Dolayısı ile bu tür bir kâr payı dağıtım politikası, kâr payı ile birlikte sermaye kazancı da elde etmeyi bekleyen yatırımcılar açısından işletmenin paylarının cazibesini azaltmaktadır (Akgüç, 2010: 790).

2.2.2. Sabit Oranda Kâr Dağıtım

Bu tür kâr payı dağıtım politikası ise işletmelerin yılsonlarında elde etmiş olduğu net dönem kârının belli bir oranını paydaşlara dağıtmasını ifade etmektedir. Dağıtılan kâr payı net kârdaki artış ve azalış miktarlarına göre değişmekle birlikte sabit bir oranı ifade etmesi yönünden paydaşlar açısından belirli oranda belirsizlikleri ortadan kaldırmaktadır. Bu açıdan, yöntem paydaşlar açısından cazip bulunmaktadır. İş döngüsünde büyüme aşamasında olmayan ve kâr marjlarında belirli bir istikrarı yakalamış olan işletmeler bu tür kâr payı dağıtım politikasını benimsemektedirler (Dereli, 2017: 22)

2.2.3. Sabit Oranda Kâr Payı Yanında İlave Kâr Payı Dağıtım

Sabit oranda veya tutarda belirlenen kâr payı dağıtım politikası işletmelerin pay senetlerine olan talebi azaltabilmektedir. Bu nedenle bazı işletmeler düzenli ve sabit oranda kâr payı dağıtım politikalarının yanı sıra esneklik sağlayabilmek ve düşük miktarda olan kâr dağıtım oranını yükseltebilmek maksadı ile ilave miktar veya oranlarda kâr dağıtımını gerçekleştirebilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 261). Bu sayede işletme aslında önce bir taban kâr dağıtım miktarı veya oranı belirlemiş daha sonra ise elde edilen kârın düzeyine göre kâr dağıtım oranını güncellemiş olmaktadır.

2.2.4. Artık Oranda Kâr Dağıtımı

Bu politikaya göre işletme kâr dağıtım kararı verirken, ortakların alternatif yatırım seçeneklerinden elde edeceği getirileri göz önünde bulundurmalıdır. Buna göre dağıtılmayan kârların maliyeti bir alternatif maliyeti ifade etmektedir (Sayılğan, 2013: 436). Bu nedenle işletme dönem içerisinde yatırımlar için ihtiyaç duyabileceği finansmanı ayırdıktan sonra kalan kısmı kâr payı olarak paydaşlarına dağıtılmalıdır. Artık kâr dağıtım politikası işletmelerin, yatırım ve borçlanma politikalarına bağlı olmakla beraber, kâr payı dağıtım tutarının veya oranının net olmaması nedeniyle paydaşlar için belirsizlik oluşturmaktadır (Dereli, 2017: 23).

2.2.5. Optimal Kâr Dağıtımı

İşletmelerin temel amacı işletme değerini en yüksek düzeye çıkarabilmektir. Bu nedenle amaçlarını gerçekleştirebilmek için en uygun kâr dağıtım miktarını belirleyebilmeleri, diğer bir deyişle en iyi kâr payı politikasını uygulayarak optimal kâr payı dağıtım politikasını oluşturmaları gerekmektedir (Sayılğan, 2013: 430). Eğer şirket elde kâr dağıtım politikası kapsamında dağıtılacak kâr oranını yüksek belirler ise bu durum tek başına işletmenin pay fiyatının dolayısı ile değerinin artmasını sağlayacaktır. Ancak, buna karşılık yüksek kâr payı oranı yeni yatırım fırsatlarının değerlendirilebilmesi için ihtiyaç duyulan rezerv nakit seviyesinin düşük seviyelerde olmasını sağlayacak ve dolayısı ile işletmenin beklenen büyüme oranını düşürecektir (Brigham ve Houston, 2014: 483). Bu nedenle İşletmenin, ortakların beklentilerini, işletmenin nakit akışını ve büyüme hedeflerini göz önünde bulundurarak, dengeli bir kâr payı dağıtım politikası geliştirmesi gerekmektedir. Bu politika kapsamında belirli oranda veya miktarda kâr payı dağıtım politikası belirlenebileceği gibi işletmenin stratejilerine uygun bir şekilde düzenlenebilecek belirsiz bir kâr dağıtım politikası da uygulanabilmektedir (Dereli, 2017: 23).

2.3. Kâr Payı Dağıtım Politikasını Belirleyen Faktörler

Kâr payı dağıtım politikaları, firmaların elde ettikleri gelirleri yeni yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek için mi yoksa ortaklara dağıtmak için mi kullanması gerektiği hususundaki tercihlerini gösteren kararlar olarak ifade edilmektedir (Boztosun, 2006: 11). Black (1976), firmaların neden kâr payı ödemesi gerçekleştirdikleri veya yatırımcıların neden kâr payı ödemelerini dikkate aldığına

dair soruları cevaplamanın oldukça güç olduğunu ve bu durumun bir bulmacayı andırdığını ifade ederek, kâr payı dağıtım politikasına ilişkin ‘kâr payı bulmacası’ ifadesini kullanmıştır. Firmalar kâr payı dağıtım politikalarını belirlerken dikkate almaları gereken bir dizi faktörler ile karşı karşıya kalmaktadırlar (Okka, 2015: 616). Bu faktörler aşağıda verilen çeşitli başlıklar altında kısaca açıklanmaktadır.

2.3.1. Yasalar ve Şirket Sözleşmesi

Her ülkenin kâr payı dağıtımını düzenleyen çeşitli kanunları ve kuralları bulunmaktadır. Firmalar, tabii oldukları ülkelerin yasal düzenlemelerine göre kâr payı dağıtım politikasını belirlemek ve kâr payı ödemesini yapmak durumundadırlar (Okka, 2015: 617). Ancak, firmalar da kâr payı dağıtım politikalarını belirlemek maksadı ile buldukları ülkelerin yasal düzenlemeleri ile çelişmemek veya kanunda belirtilen hükümlere ters düşmemek kaydı ile şirket sözleşmelerine çeşitli hükümler koyabilmektedirler. Ülkemizde Sermaye Piyasası Kanunu, Türk Ticaret Kanunu, özel kanunlar ve şirket esas sözleşmesinde belirtilen hükümler kâr payı dağıtım politikasını belirleme hususunda genel çerçeveyi oluşturmaktadır (Akgüç, 2010: 784).

Halka açık anonim ortaklıkların kârlarını dağıtım esasları, Sermaye Piyasası Kurulu’nun II-19.1 Sayılı Kâr Payı Tebliği’ne göre halka açık anonim ortaklıklar, elde etmiş oldukları kârların dağıtımını, şirketlerin genel kurulları tarafından belirlenecek kâr dağıtım politikaları kapsamında ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olacak bir şekilde gerçekleştirirler. Şirketlerin belirlemiş oldukları kâr payı dağıtım politikalarında genel olarak aşağıdaki hususlara yer vermeleri gerekmektedir (SPK II-19.1);

a) Kâr payının dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılması halinde ise belirlenen kâr payı dağıtım oranı.

b) Kâr payı ödemesinin ne şekilde yapılacağı

c) En geç kâr payı dağıtım kararının verildiği genel kurul toplantısının gerçekleştirildiği hesap dönemi sonrası itibarıyla başlanması koşuluyla Kâr payının ödenme zamanı.

ç) Kâr payı avansının dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılması halinde ise bu duruma ilişkin esaslar.

Türkiye’de Payları borsada işlem görmekte olan anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı kalmak şartı ile kâr paylarının dağıtımını

gerçekleştirirken aşağıda belirtilen yöntemleri tercih edebilmektedirler (SPK II-19.1);

- Kâr payı ödemesinin tamamen nakit olarak gerçekleştirilmesi,
- Kâr payı ödemesinin tamamen pay senedi olarak gerçekleştirilmesi,
- Kâr payı ödemesinin belirli bir oranda nakit ve belirli bir oranda pay senedi olarak gerçekleştirilmesi ve kalan tutarın ortaklık bünyesinde bırakılması,
- Kâr payı ödemesinin nakit veya pay senedi olarak gerçekleştirilmemesi ve kârın ortaklık bünyesinde bırakması.

2.3.2. Kârlılık Oranı ve Kârlarda İstikrar

Literatürde, kâr payı dağıtım politikasını belirleme hususunda en önemli faktörlerden birisi olarak gösterilen yüksek kârlılık ve istikrar düzeylerinin yüksek olduğu bir firmada dağıtılan kâr payı miktarının da yüksek olacağı beklenmektedir (Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz, 2014: 188). Ayrıca, kârlılık konusunda istikrarı yakalamış olan olgun firmalarında diğer firmalara oranla daha yüksek kâr payı dağıtımını gerçekleştirmeleri beklenmektedir (Okka, 2015: 616). Ancak firmaların kâr payı ödemesi gerçekleştirmeyerek elde ettiği geliri firma bünyesinde tutması sonucunda değerlendirebileceği yatırım fırsatlarından gelecekte elde edeceği kârlılık oranı, kârı ortaklara dağıtması sonucunda ortakların elde edeceği orandan daha yüksek ise firmanın kârı ortaklara dağıtmaması ortaklar açısından daha cazip olabilmektedir (Bolak, 2010: 265). Dolayısı ile kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesi hususunda firmaların bu durumu dikkate alarak değerlendirme yapmaları beklenmektedir.

2.3.3. Likidite

Kâr payı dağıtım işlemi nakit çıkışına neden olan bir durum olması nedeni ile bir firmanın kârlı olması, her dönem için bu firmanın nakit kâr payı dağıtım kararı alacağı anlamına gelmemektedir. Firma elde ettiği kârı bazı durumlarda çeşitli faaliyetleri yürütebilmek adına gerekli olan varlıkların temin edilmesinde bir kaynak olarak kullanabilmektedir. Bunun yanı sıra; firmanın finansal durum tablolarında görülebilen, dönem kârı, dağıtılmamış kârlar gibi kâr payı dağıtımına kaynak teşkil edebilecek bazı kalemlerin bulunması halinde bile, şirketin nakit düzeyine bağlı olarak kâr payı dağıtımına elverişli olmadığı durumlar söz konusu olabilmektedir. Bu

yüzden firmanın likidite durumu da kâr payı dağıtım politikası konusunda belirleyici rol oynamaktadır (Akgüç, 2010: 784).

2.3.4. Finansman Olanakları

Firmaların kâr payı dağıtım politikasını belirleyen bir diğer unsur ise sermaye ve para piyasalarından fon temin edebilme olanaklarıdır. Halka açık olmayan şirketler, faaliyetleri ve işletme sermayesi için ihtiyaç duydukları fonları ya dönem içerisinde elde edilen kârlardan ya da sermaye ve para piyasalarından temin etmektedir. Dolayısıyla halka açık olmayan bir firmanın fon sağlayabilme olanakları daha sınırlı olabileceğinden dolayı kâr payı dağıtımını daha düşük oranda yaparak ihtiyaç duyduğu fonu elde ettiği kârın bir kısmını kullanarak temin edebilmektedir. Diğer taraftan, halka açık bir anonim şirketin fon sağlama olanağı daha esnek olacağından bu tür firma daha yüksek bir kâr payı dağıtımını gerçekleştirebilmektedir. (Aydın, Başar ve Coşkun, 2011: 225).

2.3.5. Firmanın Borç Ödeme Zorunluluğu

Firmalar daha önceki dönemlerde almış oldukları borçları ödemek durumundadırlar. Bu durumda firmalar vadesi gelmiş borçlarını ödeyebilmek için ya yeniden borçlanmayı ya da daha az miktarda kâr payı dağıtımını tercih edecektir (Okka, 2015: 616). Firmanın yeniden borçlanması durumunda zamanla artan borç ve faiz yükü firmanın finansal yapısının bozulmasına neden olup borç/özkaynak oranının büyümesini sağlayacaktır. Bunun sonucunda ise firmanın finansal riski artacak ve ortakların gelecekte elde edecekleri kâr payı getirisinin azalmasına neden olacaktır (Boztosun, 2006: 15).

2.3.6. Aktif Varlıkların Büyüme Hızı

Firmaların karşı karşıya kaldığı büyüme fırsatları da kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Çünkü, firmalar büyüme fırsatları ile karşılaştıklarında ya kaldıklarında bunu değerlendirerek rakiplerinin önüne geçmeyi arzu edeceklerdir. Bu kapsamda, firmalar büyüme fırsatlarını değerlendirme adına karşılaştıkları pozitif net bugünkü değere (NBD) sahip olan yatırım fırsatlarına yatırım yapmayı tercih edecek ve bu tercihleri doğrultusunda firmanın kaynaklarını kullanacaklardır (Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz 2014: 187). Bu

durumdaki firmalar kâr payı dağıtmama kararı alarak faaliyetleri sonucunda elde ettiği kârı yatırım fırsatlarını değerlendirme de kullanma kararı alabilmektedirler.

2.3.7. Kontrol Yetkisini Koruma İsteği

Küçük ve orta büyüklükteki birçok firma açısından ortakların firma üzerindeki kontrol düzeyi büyük önem arz etmektedir. Bu tip firmalarda genellikle pay senedi ihraç edip dış kaynaklardan fon temin etmek yerine, ihtiyaç duyulan fonlar iç kaynaklardan temin edilmeye çalışılmakta ve ortaklık yapısının ve kontrol düzeyinin değişmesinin önüne geçilmeye çalışılmaktadır (Okka, 2015: 617). Dolayısı ile firma yönetiminin kontrol kaybı kaygısı, firmanın kâr dağıtmama veya düşük oranda kâr dağıtımını yapma hususunda karar almasına neden olmaktadır.

2.4. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARINA İLİŞKİN TEORİLER

Kâr payı dağıtım politikalarına ilişkin literatürde birçok farklı teori olmasına karşın üç temel teörinin bulunduğu ifade edilebilir. Bunlar sırasıyla İlintisizlik Teorisi, Eldeki Kuş Teorisi ve Vergi Etkisi Teorisi olarak sıralanabilir. Kâr payı politikalarında temel hedef firma değerinin maksimizasyonun sağlanmasıdır. Bu açıdan literatürde gerçekleştirilen birçok çalışmada kâr payı dağıtım politikalarının, firma değeri üzerindeki etkisini ve dolayısı ile ortakların servetine katkısını incelemişlerdir. Bu kapsamda literatürde yer alan bu temel görüşlere kısaca yer verilmektedir (Ercan ve Ban, 2014:257).

2.4.1. İlintisizlik Teorisi

Bu teoriye göre temettü ödemesi ile şirketin sermaye yapısı, kârlılığı veya değeri ile bir ilgisi bulunmamaktadır. Miller ve Modigliani (1961) kâr payı politikası, büyüme ve pay senetleri değerlendirilmesi üzerine gerçekleştirmiş oldukları çalışma neticesinde ilintisizlik teorisini, ortaya atmışlardır. Bu teoriye göre mükemmel sermaye piyasası varsayımları altında, rasyonel yatırımcıların olduğu, vergi ve iflas maliyetlerinin olmadığı, gelecekle ilgili belirsizliğin bulunmadığı ve işletmelerin değişmeyen yatırım politikalarına sahip olduğu bir durumda pay senedi değerlerinin işletmenin kâr payı dağıtım politikası ile bir ilgisi bulunmamaktadır. Temel mükemmel sermaye piyasası varsayımları şu şekildedir (Berk ve DeMarzo, 2011: 560):

- Mükemmel sermaye piyasaları: Mükemmel bir sermaye piyasasında tüm yatırımcılar, etkin bir piyasada, bilgiye eşit ve maliyetsiz erişime sahiptir. Ayrıca herhangi bir işlem, iflas veya vergi masrafı bulunmamaktadır.

- Rasyonel Davranış: Rasyonel yatırımcılar daha çok getiri elde etmeyi tercih ederler. Ancak elde edilen getirinin nakit kâr payı ödemesinden mi yoksa pay senedinin piyasa değerindeki artıştan kaynaklanan sermaye kazancından mı elde edildiğinin yatırımcılar açısından bir önemi bulunmamaktadır.

- Mükemmel Kesinlik: Tüm yatırımcılar, her bir şirketin yatırımlardan elde ettiği getirisi ve gelecekteki kârlılığı hususunda aynı bilgilere erişim hakkına sahip oldukları için pay senetleri ile tahvilleri bir fon kaynağı olarak birbirinden ayırmaya ihtiyaç duyulmamaktadır.

Ancak, gerçekte MM'nin bu varsayımının aksine, yatırımcılar vergi ve işlem maliyetleriyle yüzleşmek durumunda kalmaktadır. Bu nedenle de yatırımcılar, vergi ve işlem maliyetlerini minimum düzeye indiren eden kâr payı dağıtım politikalarını tercih etmektedirler. Bu durumu açıklamak gerekirse; bir işletmenin, yatırımcısının beklediğinden daha yüksek kâr payı ödemeleri yaptığını ve yatırımcısının ise elde ettiği bu fazla kâr kayı ödemesi ile şirketin paylarını satın aldığını varsayalım. Bu durumda yatırımcı elde ettiği fazla kâr payı gelirisinin vergisini ödeyecek ve vergi sonrası fazla kâr payı ödemesi ile yeni pay almak için işlem maliyetine katlanmak durumunda kalacaktır. Diğer yandan, işletmenin yatırımcısının beklentisinden daha az bir miktarda kâr payı ödemesi yapması halinde ise yatırımcı arzu ettiği nakit seviyesine erişebilmek adına sahip olduğu payları elden çıkaracak ve bunların satışını gerçekleştirirken işlem maliyetlerine maruz kalacaktır. (Brigham ve Houston, 2009: 442).

2.4.2. Elde Kuş Teorisi

(Lintner, 1956) tarafından ortaya atılan ‘‘Eldeki Kuş Teorisi’’, MM'nin ortaya atmış olduğu ‘‘İlintisizlik Teorisi'nin’’ aksine temettü ödemelerinin bir firmanın değerini arttırabileceğini savunmaktadır. Teori, bu durumu şu şekilde açıklamaktadır. Yatırımcılar potansiyel olarak daha yüksek ancak belirsizlik içeren sermaye kazancını (çalılıktaki iki kuşu) elde etmektense daha güvenli olan, mevcut temettü ödemesini (eldeki bir kuşu) tercih edeceklerdir. Lintner'ın (1956) çalışması, Gordon (1959 ve 1962), Baker ve Haslem (1974) tarafından da desteklenmiştir. Bu çalışmalarda yatırımcıların riskten kaçındıkları ve kâr paylarını sermaye

kazanımlarından daha az riskli gördükleri için kâr paylarının yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edildiği vurgulanmıştır. Ayrıca, temettü değişikliklerinin bilgi içerebileceğini ve bu temettü ödemelerinin yönetiminin firmanın gelecekteki kazancıyla ilgili beklentilerinin bir göstergesi olabileceğini belirtmişlerdir.

Gordon ve Lintner' e göre, piyasadaki diğer etkenler ve belirsizlikler sonucunda pay senetlerini fiyatlarında yaşanabilecek dalgalanmalar, yatırımcıların gözünde, sermaye kazancını riskli hale getirmektedir. Bu nedenle yatırımcı için riskli gördüğü sermaye kazancı yerine nakit olarak gerçekleştirilen kâr payı ödemeleri, daha değerli hale gelecektir. Firmanın piyasa değeri ise, gelecekte gerçekleşecek nakit kâr payı ödemelerinin her bir dönem için ayrı ayrı geçerli olmak koşulu ile döneme ait iskonto oranları ile iskonto edilmesi sonucunda elde edilen net bugünkü değerlerin toplamı olarak ifade edilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 269).

2.4.3. Vergi Etkisi Teorisi

Vergi faktörü gerek İlintisizlik Teorisinde gerekse Eldeki Kuş Teorisinde dikkate alınmayan bir unsur olarak dikkat çekmektedir. Ancak gerçek hayatta vergi faktörünün göz ardı edilmesi pek mümkün olmamaktadır. Bu nedenle yatırımcıların kararlarında vergi faktörü büyük önem arz etmektedir. Birçok ülkede vergi kanunları gereğince ortakların elde etmiş oldukları nakit temettülere ilişkin gelir vergisi ödemesi yükümlülüğü bulunmaktadır. Dolayısı ile elde edilen kârları ortaklarına nakit olarak dağıtmayı tercih eden bir firma ortaklarına vergi yükü getirmektedir. Bu durumun önlenmesi amacıyla birçok firma günümüzde nakit kâr payı dağıtımından ziyade pay geri alımı yaparak temettü dağıtımını gerçekleştirme yolunu tercih etmektedir. İşletmeler genellikle, pay senetlerinin geri alınması yoluyla temettü dağıtımını veya temettü dağıtmamayı tercih etme yoluna gidebilecektir (Gürel, 2008: 15).

Vergi Etkisi Teorisi, düşük temettü dağıtım oranı uygulamasının sermaye maliyetini azaltacağını ve buna bağlı olarak da pay senetlerinin piyasa değerlerinde bir artışa sebep olacağını ortaya atmaktadır. Bu görüş temettü üzerinden alınan vergilerin sermaye kazancı üzerinden alınan vergilere oranla daha yüksek oranlarda olduğu hipotezine dayanmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 271). Ülkemizde olduğu gibi bazı ülkelerde geçerli olan vergilerin belirli süreler zarfında sermaye kazançlarından muaf tutulması da ortakların nakit temettü ödemelerine soğuk bakmasına neden olmaktadır.

2.5. KAR PAYI ÖDEME TÜRLERİ

Şirketler, kârlarını şirket sözleşmesine ve ilgili mevzuat düzenlemelerine uygun olarak genel kurul kararıyla dağıtmaktadırlar. Şirket, dağıtılacak kâr payı oranı, kâr payının ödeme şekli, kâr payının ne zaman dağıtılacağı gibi hususlara kâr payı dağıtım politikasında yer vermek zorundadır (SPK. II-19.1).

Kâr payı ödemesi denildiğinde genel olarak nakit olarak ödemeler anlaşılmasına rağmen farklı türlerde kâr payı ödemesi yapılabilmektedir. Şirketler, kâr payı ödemesini tamamen nakit olarak dağıtma, tamamen pay olarak dağıtma, bir kısmını nakit bir kısmını pay olarak dağıtma, aynı olarak veya bono, intifa senedi olarak dağıtma gibi çeşitli kâr payı ödeme alternatiflerine sahiplerdir (Okka, 2015: 612). Bununla birlikte kârın bir kısmını dağıtıp bir kısmını şirket bünyesinde tutma veya kâr payı dağıtmamayı da tercih edebilmektedirler (SPK. II-19.1). Bu kapsamda ifade edilen bazı kâr payı ödeme türleri aşağıda yer alan başlıklar altında ele alınmaktadır.

2.5.1. Nakit Olarak Kâr Payı Dağıtım Yöntemi

Nakit olarak kâr payı ödeme yöntemi, firmalarda en sık rastlanan yöntemlerden birisidir. Kâr payı ödemesinin nakit olarak gerçekleştirilecek olması nedeniyle firmanın likidite durumu bu yöntemin tercih edilmesi ve uygulanmasında önemli bir yer tutmaktadır (Belkayalı, 2004: 82). Özellikle, hızlı büyüme kat eden ve sürekli olarak fona ihtiyaç duyan firmaların kârlarını nakit olarak dağıtması pek mümkün olmamaktadır. Ayrıca, finansal tablolarda dönem kârı veya dağıtılmamış kârın varlığı da firmanın kâr dağıtımını gerçekleştireceği anlamına gelmemektedir. Bununla birlikte geleceğe dair belirsizliklerin bulunduğu bir ortamda da firma likidite yönünden etkilenmemek adına nakit kâr payı dağıtmama veya yüksek oranda nakit kâr payı dağıtmama kararı alabilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 257).

Kâr payı ödemeleri halka açık şirketlerde genellikle yılda bir veya iki defa belirli bir program kapsamında gerçekleştirilmektedir (Ercan ve Ban, 2014: 267). Bu durum, ABD gibi gelişmiş ülkelerde farklılık göstererek yılda dört defaya kadar çıkabilmekte hatta arada bir de ilave kâr payı ödemesi yapılabilmektedir. Ancak bu ilave kâr payı ödemesi çoğunlukla düzenli olarak gerçekleştirilen kâr payı ödemelerinin üzerinde bir miktarla gerçekleştirilmektedir (Berk ve DeMarzo, 2007:

552). Türkiye’de ise nakit kâr payı ödemeleri genellikle yılda bir defa yapılmaktadır (Ercan ve Ban, 2014: 267).

Firmaların kâr payı ödemelerini nakit olarak gerçekleştirmesi yatırımcılar üzerinde psikolojik olarak olumlu bir etkiye neden olmaktadır. Firmanın durumunun finansal açıdan iyi olduğuna dair bir algı oluşturmaktadır. Ayrıca, yatırımcılar genellikle yatırımlarından elde ettikleri geliri ellerine almadan kazanmış duygusunu hissedememektedirler (Belkayalı, 2004: 82).

Nakit kâr payı dağıtımı yapılan bir duyuru ile ortaklara bildirilmektedir. Bu gerçekleştirilen duyuru kapsamında kâr payının elde edilme süreci tarihler itibari ile düzenlenmektedir. Duyuru tarihi, kâr payı ödemesinin ne şekilde ve oranda gerçekleştirileceğinin belirtildiği tarihtir (Sayılğan, 2013: 439). Nakit olarak gerçekleştirilen kâr payı ödemelerinde, pay fiyatları daha önceden dağıtılacağı belirlenen kâr payı miktarı kadar yükseleceğinden, kâr payı dağıtımı ile birlikte pay fiyatlarında da aynı derecede düşüş yaşanmaktadır. Ancak, kâr payı ödemelerinin gerçekleştirilmesine bağlı olarak ortakların durumlarına ilişkin herhangi bir değişiklik olmamaktadır, ellerine geçen miktar kadar pay fiyatları da düşecektir (Bolak, 2010: 268).

2.5.2. Pay Senedi Olarak Kâr Payı Dağıtım Yöntemi

Bazı firmalar çeşitli nedenlerle firmadan nakit çıkışına sıcak bakmamaktadır. Bu nedenle kimi zaman firmalar ortaklarına kâr payı dağıtımı kapsamında nakit ödeme yapmak yerine pay senedi olarak kâr dağıtımını yapmayı tercih etmektedir (Okka, 2105: 609). Bu yöntemle firmadan herhangi bir nakit çıkışı gerçekleşmediği için firmanın piyasa değeriyle ilgi yaşanacak bir değişiklik olmamaktadır. Ancak dağıtılması planlanan kâr miktarının ödenmiş sermayeye ilave edilmesi ile birlikte pay senedi miktarının artmasına bağlı olarak pay fiyatında düşüş yaşanmaktadır. Pay fiyatının düşmesine karşı n, ortakların sahip oldukları pay miktarının artması sonucunda ortakların varlıklarında herhangi bir değişiklik olmamaktadır (Dereli, 2017: 24). Ayrıca, firma, nakit çıkışını önleyerek bünyesinde tutmayı başardığı fonları daha kârlı gördüğü yatırım fırsatlarında değerlendirerek büyümeyi sağlayabileceği gibi gelecek yıllarda gerçekleştirebileceği nakit kâr payı miktarlarını da yükseltebilme imkanına sahip olmaktadır (Süsay, 2018: 49).

Aşırı değerlenmiş payların piyasa değerini düşürmek ve nakdi firma bünyesinde tutabilmek pay şeklinde kâr payı ödemesi yapılmasının en önemli iki

nedeni olarak gösterilmektedir (Gürsoy, 2007: 623). Örneğin, bir firmanın elde ettiği gelirlerinde ve kâr paylarında yıllık olarak %10 büyüme görülüyor ise, payların fiyatında da aynı oranda artış gözlemlenecektir. Belirli bir sürenin geçmesi ile birlikte pay fiyatları arzu edilen seviyenin üzerine çıkacak ve bu durumda firmanın %10 olarak gerçekleştirdiği kâr payı uygulaması, pay fiyatını normal seviyeye çekecektir (Ercan ve Ban, 2014: 269). Bu yöntemle hem kâr payı dağıtımını firmadan nakit çıkışı gerektirmemekte ve şirket bünyesinde bırakılmakta hem de kâr payı dağıtımını sağlanmaktadır. (Aydın vd, 2011: 233).

Pay şeklinde kâr payı dağıtım yönteminde, payın piyasa değerinin kesin olarak aynı oranda düşeceği savı her zaman geçerli olmamaktadır. Çünkü bir piyasada payın değerini belirleyen en önemli unsur firmanın kazanç elde etme gücüdür. Piyasada, büyüme sürecine giren ve gelirlerinde artış beklenen firmaların gelecekte dağıtacağı nakit kâr payı miktarının da yüksek olacağına dair beklentiler oluşabilmektedir. Bu durumda firmanın payının değerindeki düşüşün daha az olması veya herhangi bir düşüşün olmaması beklenmektedir. Diğer yandan, firma yaşamış olduğu finansal sorunlar nedeni ile nakit olarak kâr payı ödemesi gerçekleştiremiyor ve kaynaklarını kârlı yatırımlarda değerlendirmiyor ise, geleceğe dair beklentilerin olumlu olması pek mümkün olmayacaktır. Bu durumda, firmanın pay olarak kâr payı dağıtımını tercih etmesi, pay değeri üzerinde olumsuz bir etki oluşturabilmekte ve pay fiyatında büyük bir düşüşe yol açabilmektedir (Akgüç, 2010: 794).

2.5.3. Firmanın Kendi Paylarını Satın Alması Şeklinde Kâr Payı Dağıtım Yöntemi

Firmalar, kâr payı dağıtım politikası kapsamında kimi zaman kendilerine ait pay senetlerini geri satın alarak dolaşımdaki pay senedinin sayısını azaltmakta ve bu sayede firmanın pay başına düşen net kârını artırmaktadır. Pay başına kazancın artması ile birlikte pay senetlerinin piyasa fiyatı da artmakta ve ortakların sahip oldukları payların değerinde artış sağlanmaktadır. Bu durum ise ortakların servetinde bir değer artışı yaşanmasına yol açmaktadır (Ceylan, 2003: 238). Ayrıca, bu yöntem sayesinde ortaklar nakit kâr payına göre daha düşük vergiye tabi olmaktadır. Zira bu yöntemle elde edilen kazanç sermaye kazancı kapsamına girmektedir. Bu konu ile ilgili daha detaylı bilgilere bir sonraki bölümde yer verileceği için bu bölümde pay geri alımına kısaca değinilmektedir.

2.5.4. Pay Senedi Bölünmesi Yoluyla Kâr Payı Dağıtım Yöntemi

Pay şeklinde kâr payı dağıtımına benzer bir diğer yöntem ise payların miktarının artırılması ve bunun sonucunda payların nominal değerinin azaltılması işlemi olan pay bölünmesi uygulamasıdır. Bu uygulama, bir firmanın piyasa değeri artan paylarının hareket yeteneğinin artırılabilmesi adına bölünerek değerinin düşürülmesi işlemidir (Ercan ve Ban, 2014: 269).

Pay bölünmesi sonucunda ortağın elindeki pay senedi miktarının artması firmadaki ortaklık payını etkilememektedir. Zira her ortağın sahip olduğu pay senedi miktarının aynı oranda arttığı ve bununla birlikte payın değerinde yaşanan düşüşünde aynı oranda gerçekleştiği görülmektedir. Bu yöntemin en önemli avantajı, pay senetlerinin bölünmesi nedeniyle değer düşürülmesi ve piyasadaki işlem hacminin artırılmasıdır. Bu sayede pay senetlerinin daha likit hale gelmesine olanak sağlanmış olmaktadır (Gitman, 1993: 601)

Pay bölünmesinin gerçekleştirilmesi, yatırımcılar tarafından firma yönetiminin pay değerinin artacağına ilişki olumlu bir beklentiye sahip oldukları algısının oluşturabilmektedir. Bu nedenle firmada olağanüstü bir gelişme olmamasına rağmen pay bölünmesinin gerçekleştirilmesinin akabinde pay değerlerinde bir artış gözlemlenebilmektedir (Sayılğan, 2013: 439). Bu artış, bölünme işleminin yatırımcılar tarafından firma yönetiminin firmanın geleceği hakkındaki görüşlerine ilişkin bir mesaj olarak algılamasından kaynaklanan bir durum olabileceği gibi payların daha likit bir hale gelmesinden de kaynaklanabilmektedir.

2.5.5. Melez Kâr Payı Dağıtım Yöntemi

Kâr payı dağıtım yöntemleri kapsamında firma bazen kâr payı ödemesini nakit ve pay senedi şeklinde olmak üzere iki farklı yöntemi birleştirerek gerçekleştirmeyi tercih edebilmektedir. Yöntem literatürde melez kâr payı dağıtım yöntemi olarak da bilinmektedir. Bu yöntemde, kâr payı dağıtım oranının bir önemi bulunmamaktadır. Melez kâr payı dağıtım yöntemi, çok sık kullanılan bir yöntem olmamakla birlikte uygulandığında firma yönetimlerine, kâr payı ödemesini nakit ya da pay senedi şeklinde yaparak pay senetlerine karşı olan taleplerin tamamını bünyesinde toplama imkanı tanımaktadır. Bu kâr payı ödeme şeklinin firma yönetimine sağladığı en önemli avantaj ise firmanın gerçekleştireceği kâr payı ödemesinin ne kadarının nakit olarak ne kadarının ise pay senedi olarak

belirleneceğine ilişkin herhangi bir yaptırımın bulunmamasıdır. Böylece, firma likidite durumunu göz önünde bulundurarak ödeme şekli üzerinde dilediği değişikliği yapma olanağına sahip olmaktadır. Bu sayede hem yatırımcıların memnuniyeti sağlanmış olacak hem de firma yönetimi bir takım sıkıntılarla daha kolay bir şekilde başa çıkacaktır (Belkayalı, 2004: 116).

2.5.6. Aynı Olarak Kâr Payı Dağıtım Yöntemi

Bazı firmalar üretmekte oldukları ürünleri ortaklarına kâr payı ödemesi olarak verebilmektedirler. Bu yöntem genellikle aynı zamanda bayisi olan ortaklara sahip olan firmalar tarafından tercih edilmektedir. Uygulamada pek sık rastlanmamasına karşın, bazı meyve suyu ve halı üreticisi olan firmalar bu yöntemi tercih edebilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 263).

2.5.7. Seçmeli Kâr Payı Dağıtım Yöntemi

Seçmeli kâr payı dağıtım yöntemi, kâr payı ödemesinin nakit veya pay senedi şeklinde ödenmesi hususunda ortaklara seçme hakkı veren bir yöntemdir. Bu yöntemde, kâr payı dağıtım haberini alan ortaklar, piyasa değeri ile ödenmesi planlanan nakit kâr payı ile pay senedi miktarını mukayese etme şansına sahip olmakta ve yüksek fayda sağlayan alternatifini tercih etmektedir. Her iki alternatifinde aynı oranda fayda sağlaması durumunda ortaklar tercihlerini nakit kâr payı ödemesinden yana kullanmaktadırlar. (Belkayalı, 2004:116).

2.5.8. İntifa Senedi Verilmesi Şeklinde Kâr Payı Dağıtım Yöntemi

Kâr payı dağıtımının uygun olmadığı veya firmanın herhangi bir nedenden ötürü diğer kâr payı dağıtım yöntemlerinin kullanılmasını tercih etmediği durumlarda, firma kâr payı ödemesini ortaklarına intifa senedi vererek gerçekleştirebilmektedir. Bu yöntemde de uygulamada pek sık rastlanmamaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 263)

2.5.9. Bono Senedi Verilmesi Şeklinde Kâr Payı Dağıtım Yöntemi

Bu yöntemde firmalar kâr payı ödemesi olarak ortaklara bono senedi vermektedirler. Ortaklar firmanın birer alacaklısı konumuna geçmektedirler (Okka, 2015: 612). Bono senedi verilmesi şeklinde kâr payı ödemesinin tercih edilmesinde firmaların içerisinde bulunduğu finansal sıkıntılar ve likidite durumu önem arz

etmektedir. Çünkü bu yöntem gerçekte kârlı ancak varlıklarını nakde dönüştürebilme hususunda sorun yaşayan firmaların tercih ettiği bir yöntemdir (Belkayalı, 2004: 117). Yöntemin küçük ortaklı firmalarda daha iyi işlemekte olduğu ifade edilmektedir (Okka, 2015: 612).



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM PAY GERİ ALIM İŞLEMİNE İLİŞKİN KAVRAMSAL ÇERÇEVE

3.1. PAY GERİ ALIM İŞLEMİ

Kâr payı dağıtım politikaları kapsamında en sık kullanılan yöntemlerden biri olan pay geri alım yöntemi, firmanın kendi paylarını piyasadan geri satın alması ve bu sayede dolaşımda olan paylarının miktarını azaltmasından ibarettir. Firma bu sayede pay başına olan kazancın artmasını ve dolayısı ile firmanın paylarının değer kazanmasını sağlayarak paylarını satmayan ortakların sermaye kazancı elde etmesine imkan tanımaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 215: 262) . Bu durumu bir örnek yardımı ile açıklamak gerekirse;

Bir firmanın bu yılki net kârının 10 milyon olduğunu varsayalım. Firmanın dolaşımdaki toplam pay miktarının ise 2 milyon adet olduğunu ve firmanın pay senedinin piyasa değerinin ise 30 TL olduğunu kabul edelim. Eğer firma piyasanın üzerinde bir değer olan 32 TL ortalama fiyatla kendi paylarının 200.000 adedini satın alır ise yeni durum ne olacaktır?

Şirketin net kârı 10 milyon TL ve pay miktarının 2 milyon adet olması durumunda PBK oranı; $10 \text{ milyon} / 2 \text{ milyon} = 5 \text{ TL}$ olarak gerçekleşecektir. Bu nedenle fiyat/kazanç (FK) oranı; $30/5 = 6$ olacaktır. Eğer firma 2 TL nakit kâr payı ödemeyi tercih eder ise, firmanın pay senedinin değeri $30+2 = 32 \text{ TL}$ olacaktır.

Eğer firma 200.000 adet pay senedini satın alır ise dolaşımdaki pay senedi miktarı 1.800.000 'e düşecektir. Bu durumda yeni PBK oranı; $10 \text{ milyon} / 1,8 \text{ milyon} = 5,56$ civarına yükselecektir. Pay geri alım sonrası oluşacak paylara ilişkin yeni piyasa değeri ise; $(F/K) \times (PBK)$ şeklinde hesaplanarak; $6 \times 5,56 = 33,36 \text{ TL}$ olacaktır.

Bu örnekten de anlaşılacağı üzere yatırımcı hem nakit kâr payı ödemesi yoluyla hem de pay geri alım yoluyla fayda sağlayabilmektedir. Bu noktada önemli olan husus yatırımcının vergi ve benzeri diğer kriterleri de göz önünde bulundurarak bu iki yöntemden hangisini tercihi edeceği hususudur.

Pay geri alımları, son 30 yılda Amerika Birleşik Devletleri (ABD) öncülüğünde dünya genelinde hızla popüler hale gelen bir uygulama olarak dikkat çekmektedir. ABD pay geri alımlarının değeri (finansal şirketler hariç listelenen şirketler için) 2005 yılında ilk defa nakit kâr payı ödemelerini aşmıştır (Dittmar, 2008: 27). Pay geri alımlarının nakit kâr payı ödemeleri karşısındaki üstünlüğü 2007 yılına kadar da önemli ölçüde artmıştır. Ancak bu durum 2008 ve 2009 yıllarında etkisini gösteren ekonomik kriz nedeni ile kısa bir süreliğine değişiklik göstermiş ve 2009 yılında pay geri alımlarının oranı tekrar nakit kâr payı ödemelerinin altında kalmıştır. Ekonomik krizin etkisinin zamanla azalması ile birlikte pay geri alımları tekrar popüler hale gelmiş ve 2010 yılından bu yana yükselişine devam etmiş ve rekor düzeylerde pay geri alım işlemleri gerçekleştirilmiştir (Wesson, Smit, Kidd ve Hamman, 2018: 181). Sadece ABD’de 2018 yılı şubat ayı içerisinde yaklaşık olarak 158 milyar dolarlık pay geri alımı gerçekleştirilmiş ve bu miktar her geçen gün artış göstermektedir. Uzmanlar gerçekleştirilecek pay geri miktarının 2018 yılsonu itibari ile 800 milyar doları bulacağını öngörmektedir (Fox, 2018: 1).

Pay geri alımlarının nakit kâr payı ödemelerinin önüne geçmesi veya diğer bir ifade ile daha popüler hale gelmesinin nedeni pay geri alımlarının nakit kâr payı ödemelerine göre bazı hususlarda hem firmalar hem de ortaklar açısından daha cazip özellikler barındırmasıdır. Örneğin, firmalar nakit kâr payı ödemelerini kesintiye uğratmak veya azaltmak konusunda çekimser davranmaktadırlar (Lintner, 1956: 100). Çünkü nakit kâr payı dağıtmaya başlamak veya miktarında artış yapmak uzun vadeli bir taahhüttür ve piyasaya, firmanın gelecekte bu maliyetlerin altından kalkabileceği mesajını iletmektedir. Dolayısıyla, eğer bir firma nakit kâr payı ödemelerinde kesintiye gider veya iptal eder ise, bu durum piyasa tarafından hoş karşı lanmayacak ve firma bu nedenle cezalandırılacaktır. Pay geri alımları ise bazı türleri açısından firmaya bu konuda bir esneklik sağlamaktadır.

Firmalar, piyasada gerçekleştirmeyi planladıkları pay geri alımlarına ilişkin duyuru gerçekleştirmektedir. Bu duyurular ise, işlem maliyetleri haricinde neredeyse maliyetsizdir. Ayrıca, bu duyurular sadece bir amaç belirtmekte, kaçınılmaz bir taahhüt içermemektedir. Firma pay geri alım programını başlattığı andan itibaren maliyetler yükselmektedir. Fakat firma programı, herhangi bir anda sonlandırılabilme hakkına sahiptir. Firma uygun görmesi halinde bir tek pay satın almadan programı sonlandırabilmektedir. Paylar geri alındıktan sonra ise, şirketin onları satması ya da daha olası bir şekilde, teşvik programlarının parçası olarak

çalışanlarına devretmesi mümkün olmaktadır (Comment ve Jarrell, 1991: 1244). Pay geri alımlarına ilişkin diğer hususlar ise detaylı olarak aşağıda verilen çeşitli başlıklar altında incelenmektedir.

3.2. PİYASALARIN PAY GERİ ALIM DUYURULARINA TEPKİ VERMESİNİN NEDENLERİ

Pay geri alımları ile ilgili literatür incelendiğinde, pay geri alım duyurularını çevreleyen anormal getirileri açıklayabilmek amacıyla çeşitli hipotezlerin ortaya atıldığı görülmektedir. Bu hipotezler genel olarak geri alımlarının şu amaçlarla kullanıldığını ifade etmektedir; Piyasaya pay fiyatının düşük değerlendirildiği mesajını vermek, Fazla nakdi ortaklara geri vermek veya firmanın sermaye yapısını optimize etmek. Bu kuramlar birbirini dışlamamaktadır. Örneğin, fazla nakdin ortaklara geri ödendiği bir firmanın aynı zamanda sermaye yapısını optimize etmeye çalışması da mümkün olabilmektedir.

3.2.1. Sinyal Verme Hipotezi

Sinyal verme hipotezi, yönetim ve dışarıdakiler (hissedarlar) arasında bilgi asimetrisi bulunduğu inancına dayanmaktadır. Yönetimin, şirketin güncel değeri, rekabet gücü ve imkânları hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgi sahibi oldukları ve bu nedenle yöneticilerin, şirketin gelecekteki performansı veya gelecekteki kârlılığı konusunda, görevleri gereği daha ayrıntılı bilgiye sahip oldukları varsayılmaktadır. Buna göre, eğer yöneticiler payların piyasa fiyatının gerçek değerinin altında bir fiyatla değerlendirildiğine ve bu nedenle gerçek değerini yansıtmadığına, inanırlar ise pay geri alımı gerçekleştirme kararı alabilmektedirler. Bunu gerçekleştirerek uzun vadeli hissedarlara olumlu bir NBD sağlamayı amaçlamaktadırlar. Kâr payı dağıtım politikaları kapsamında etkin piyasanın ihlal edilmesi sonucunda geri alım duyurusunu çevreleyen anormal pay getirilerinin oluşması, sinyal verme hipotezini ortaya çıkarmaktadır (Ikenberry, Lakonishok ve Vermaelen, 1995: 182).

Vermaelen (1981, 1984) ve Dann (1981) pay geri alım duyurularının ardından gelen anormal getirilerin en iyi açıklamasının düşük değerlendirme sinyali hipotezi olduğu sonucuna varan ilk araştırmacılar olmuştur. Ancak bu sonuç, daha çok küçük firmalara uygun olmaktadır. Vermaelen (1981)'e göre küçük firmalarda daha fazla bilgi asimetrisi bulunmaktadır. Bunun sebebi olarak ise: firmaların

finansal medyada daha az yer bulmaları, finansal analistlerin bu firmalara daha az dikkat göstermeleri ve sahiplik yapılarının daha az kurumsal olması gösterilebilmektedir. Dolayısıyla bu firmaların düşük değerlenmeleri daha olasıdır. Bu kapsamda, büyük firmaların bilgi asimetrisi daha düşüktür ve duyuru gününde daha düşük anormal getiriler sergilemektedirler. Bu bağlamda gerçekleştirilen bazı çalışmalar neticesinde; Stephens ve Weisbach (1998) firmanın boyutu ile duyuru günü gerçekleşen anormal getiriler arasında negatif bir ilişkinin bulunduğunu tespit etmişlerdir. Chan, Ikenberry ve Lee (2004) tarafından gerçekleştirilen daha sonraki bir çalışma ise bu sonucu doğrular niteliktedir. Asquith ve Mullins (1986), Ikenberry vd. (1995) ile D'Mello ve Shroff (2000) ise sinyal verme kuramının ABD'de gerçekleşen pay geri alım duyuruları sonucunda oluşan anormal getirileri açıklayabilmek adına en önemli neden olduğunu iddia etmektedirler. Baker, Gallagher ve Morgan (1981)'e göre ise payların düşük değerlendirildiğine inanan ve iyi yatırım fırsatlarını değerlendirmek isteyen yöneticiler, kendi paylarını geri almayı tercih edebilmektedirler.

Yöneticiler pay geri alım programlarını özellikle pay fiyatı düşük seviyelerdeyken başlatma eğilimindedir. Bu nedenle pay geri alım duyuruları öncesinde genellikle payların negatif anormal getirilere sahip oldukları görülmektedir (McNally, 1999: 58). Ayrıca, Kahle, (2002), Chan, Ikenberry ve Lee, (2004) gibi birçok araştırmacı duyuru tarihindeki anormal getiriler ile duyuru öncesi dönemdeki anormal getiriler arasında negatif bir ilişkinin var olduğunu tespit etmişlerdir. McNally, Smith ve Barnes (2006) ise pay geri alım işlemi gerçekleştiren şirketlerin daha iyi zamanlamaya sahip olduklarını belirtmiş ve pay fiyatlarının duyuru tarihi öncesinde anormal kayıplar gösterirken, duyuru tarihi ve sonrasında anormal getiriler sergilediklerini savunmuşlardır.

Bu kuramın altında yatan önemli varsayımlardan biri, piyasanın yeni bilgiye duyuru gününde tam olarak tepki vermediğidir. Buna göre, duyuru sonrasındaki dönemde önemli miktarda anormal kazanç gözlemlenmelidir. Piyasa etkin bir şekilde tepki verdiğinde, paylar artık düşük değerli olmayacak (duyuru gününde) ve yöneticilerin payları geri alma gerekçeleri ortadan kalkmış olacaktır. Denge haline, gelindiğinde ise fiyatlar adil değere ulaşacaktır. Baker, Powell ve Veit (2003)'ün gerçekleştirmiş oldukları çalışmada bu hususu desteklemektedir. Buna göre, finans yöneticileri üzerinde gerçekleştirilen anket çalışması neticesinde, 194 finans yöneticisinin %75inin düşük değerlemeyi firmanın pay geri alım programı

başlatmasına sebep olan en önemli husus olarak gösterdiklerini tespit etmiştir. Uygulamada, birçok şirket büyük miktarda pay geri alımı gerçekleştirmektedir.

3.2.2. Serbest Nakit Akışı Hipotezi

Yöneticiler ile hissedarlar arasında çıkarların aynı noktaya gelmesi genellikle pek mümkün değildir. Yöneticilerin negatif net bugünkü değere (NBD) sahip olan projelere yatırım yapma, diğer bir ifade ile şirket için zararlı ve maliyetli eylemlere kalkışma eğilimleri bulunmaktadır (Jensen, 1986: 1). İkinci duruma örnek olarak; kişisel çıkarların çatışması halinde bir arkadaşa rekabetçi olmayan bir ihaleyi vermek gösterilebilir. Bu davranış, ek gelir ihtiyacı ve imparatorluk kurma yaklaşımını karşı larken, fazla nakdi hissedarlara dağıtma seçeneğini ortadan kaldırmaktadır. Jensen (1986) aracı maliyetlerinin (yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar uyumsuzluğundan doğan maliyetler) şirketin çok yüksek nakit akışına sahip olduğu durumlarda daha büyük olduğunu öne sürmektedir. Bununla birlikte, kâr payı dağıtım politikası kapsamında dağıtılacak nakdin oranını veya miktarını arttırmak, yönetimin denetimindeki likidite miktarını azaltmak ve negatif NBD 'ye sahip olan projelere yatırım yapılması olasılığını sınırlamaktadır.

Dolayısıyla, bir pay geri alım programı duyurusuna verilen tepki (programın gerçekleştirildiği varsayılırsa) aracı maliyetlerinin azalması ile birlikte pozitif olarak ilişkilendirilebilmektedir. Serbest nakit akışı hipotezinin pay geri alım duyurusu tepkileri üzerindeki etkileri hakkında daha derin bilgi edinmeye çalışan bir dizi çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmalardan Kahle (2002), anormal pay getirileri ile şirketin elindeki serbest nakit akışı miktarı arasındaki bağlantıyı destekleyen kanıtlar elde etmiştir. Benzer bir şekilde, Grullon ve Michaely (2004) bir firmanın genel nakit varlığı düzeyi ile duyuru etkisi arasındaki ilişkinin makul olduğunu belirlemiştir. Ayrıca, bu etkinin en güçlü olduğu firma türlerini de belirlemeye çalışmışlardır. Buna göre, piyasada tepkinin en yüksek olduğu firmalar, yüksek piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranlarına ve yüksek nakit varlıklar düzeyine sahip olan şirketler olarak belirlenmiştir. Bu firmaların aşırı yatırım yapma eğilimleri daha yüksektir. Ancak, ilginç olsa da, Brav vd. (2005) anketine göre, serbest nakit akışı hipotezi, yöneticiler tarafından hesaba katılan bir etken olarak değerlendirilmemiştir. Bu durum aslında yöneticilerin ödeme politikasını, ne temettü ne de geri alım işlemleri açısından bir öz disiplin meselesi olarak görmedikleri şeklinde açıklanabilmektedir.

3.2.3. Hisse Başına Kazançları İyileştirmek

Firma yöneticileri için pay geri alım kararlarına etki eden bir diğer motivasyon unsuru olarak pay geri alımlarının pay fiyatını hareketlendirecek olması gösterilmektedir. Buna göre, pay geri alım kararı için ikinci en önemli gerekçe pay başına kazançlardaki algılanan artıştır (Brav vd., 2005: 22). Kuram şöyledir; Eğer piyasada daha az pay var ise, pay başına ödeme, firmanın kârlarını paylaşan daha az yatırımcı olduğu için daha yüksek olacaktır. Dolayısıyla böyle bir işlem daha yüksek kazanca, daha çekici paylara ve sonuçta daha yüksek pay fiyatına imkân tanıyacaktır (Voss, 2012: 66). Ayrıca, firmaların pay geri alımlarını kendi kazançlarına ince ayar vermek ve dolayısıyla finans basınındaki imajlarını iyileştirmek için kullanıyor olmaları da olasıdır. Hribara, Jenkins ve Johnson'a göre (2006), ise pay geri alımları gerçekleştiren şirketlerin negatif fiyat hareketleri ile karşı karşı ya kalmaları pek olası değildir. Zira yatırımcılar, firma tarafından açıklanan pay başına kazanç oranlarına odaklanmakta ve diğer veriler ile pek ilgilenmemektedir. Ancak, Kuram kulağa makul gelse de, bazı sorunlar bulunmaktadır. Çünkü pay geri alımlar ile pay başına kazanç arasındaki ilişkiyi etkileyebilecek birçok faktör bulunmaktadır.

3.2.4. Kaldıraç Oranı Hipotezi

Kaldıraç oranı hipotezi, pay geri alım duyuruları esnasındaki anormal getirileri açıklamak için sıkça kullanılan bir hipotezdir. Bir firma pay geri alımı yaptığında, öz kaynakları (piyasadaki payların sayısı) azalacak, dolayısıyla kaldıraç oranı artacaktır. Ayrıca, yöneticilere veya çalışanlara yapılması gereken pay bazlı ödemelerin yeni pay ihracı yerine pay geri alımları ile gerçekleştirilmesi bu oranın istenilen seviyede tutulabilmesine de imkân tanımaktadır (Grullon ve Ikenberry, 2000: 41). Eğer optimal kaldıraç oranı diye bir şey var ise, şirketlerin kaldıraç oranları hedefin altındayken pay geri alımı yapmaları daha olası olacaktır (Dittmar, 2000: 335).

Kaldıraç oranını destekleyen ampirik kanıtlar çok fazla değildir. Dittmar (2000), Şirketlerin paylarını kaldıraç oranını değiştirmek amacıyla yalnızca kaldıraç oranlarının sektör ortalamasının altında kaldığı zamanlarda geri aldıklarını tespit etmiştir. Chan, Ikenberry ve Lee (2004) ise araştırmalarında benzer sonuçlar bulmuş, ortalamanın altındaki kaldıraç oranlarına sahip olan şirketlerin giderek daha fazla pay geri alımı yaptıklarını belirlemişlerdir. Brav vd. (2005) ise çalışmasında, kurumsal

yöneticilerin %28,2'sinin şirketin sermaye yapısındaki düzenlemelerin geri alım programlarını başlatmak için oldukça önemli oldukları cevabını verdiklerini belirtmiştir.

3.2.5. Vergi Verimliliği Hipotezi

Şirketler için pay geri alımı kararını etkileyen bir diğer motivasyon unsuru ise vergidir. Eğer vergi oranı nakit temettülerde sermaye kazançlarına oranla daha fazla ise, şirketlerin pay geri alımı gerçekleştirmeleri daha olasıdır. ABD'de 1990'lardan bu yana temettüler yerine pay geri alımları tercih edilmektedir. Zira satış yapan hissedarlar sadece sermaye geliri için vergilendirmeye tabidir ve bu vergiler, temettüler açısından normal gelir vergisinden daha düşüktür (Grullon ve Michaely, 2002: 3). Doğru uygulandığında dünyanın birçok ülkesinde, pay geri alımlarının hissedarlar için temettü ödemelerinden daha kârlı olabilmesi mümkündür. Ancak, kurumsal yöneticiler, pay geri alımları için temettüler ve sermaye kazançları arasındaki vergi oranı farklarını önemli bir etken olarak saymamaktadırlar (Brav vd., 2005). Pay geri alımların gerçekten vergi rejimine karşı duyarlı olup olmadıklarını sınamak için, Blouin, Raedy ve Shackelford (2007) şirketlerin temettü ve pay geri alım politikalarını 2003 yılındaki hissedar vergi oranlarındaki indirimlere göre değiştirip değiştirmediklerini araştırmışlardır. Elde edilen bulgulara göre ABD'deki Yönetim Kurullarının gerçekten de temettü ve pay geri alım politikalarını belirlerken, ekonomik döngüdeki değişimlerin yanı sıra bireysel hissedarların vergi tercihlerini de göz önüne aldıklarını doğrulamıştır.

3.2.6. Nakit Kâr Payı Yerine Geçme Hipotezi

Literatürde pay geri alım yöntemi ile nakit kâr payı ödemesi yönteminin de kıyaslandığı ve bu iki yöntemin birbirleri ile olan ilişkisinin incelendiği birçok çalışma bulunmaktadır. Bu yöntemler temelde birbirlerinden çok farklı özellikler gösterse de bu tip bir kıyaslama yapılmasının en önemli sebebi, her iki yöntemde fon aktarımının ortaklara doğru gerçekleştirilmesinde oldukça önemli bir yere sahip olmaları gösterilebilir. Gerçekleştirilen bazı çalışmalarda, nakit kâr payı ödemelerinin firmaların pay geri alım kararlarına etki eden bir motivasyon unsuru olduğu belirtilmektedir. Bu çalışmalarda, Lie ve Lie (1999) firmaların geri alımları temettü ödemelerinin yerine kullanabileceklerini savunmaktadır. Bu durum, pay geri alımlarının tarihsel süreçte kat ettikleri mesafenin dikkate alınması halinde kabul

edilebilir görünmektedir. Ancak, Li ve McNally (2006) gibi bazı çalışmalar ise pay geri alımlarının, nakit kâr payı ödemelerinin yerine kullanılmasından ziyade tamamlayıcı olarak kullanabileceğini ifade etmektedirler. Li ve McNally (2006) gerçekleştirmiş oldukları çalışma neticesinde, pay geri alım işlemi gerçekleştiren firmaların genellikle pay geri alım işlemi gerçekleştirmeyen firmalardan daha yüksek bir nakit kâr payı getirisine sahip olduklarını belirlemişlerdir.

3.3. PAY GERİ ALIM YÖNTEMLERİ

Pay geri alım işlemleri uygulama da firmalara çeşitli opsiyonlar sunmaktadır. Buna göre firmalar buldukları ülkelerin yasal hükümlerine ve şirket sözleşmesine göre farklı pay geri alım yöntemleri tercih edebilmektedirler. Bu yöntemlerden bazılarını aşağıda kısaca değinilmektedir.

3.3.1. Borsa’da Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Yöntemi

Bu yöntem, bir şirketin genellikle bir aracı kurum aracılığıyla, piyasaya kendi paylarını satın almak için girdiği pay geri alım yöntemidir. Bu yöntem günümüzde şirketlerin kendi paylarını geri almaları hususunda kullanılan en yaygın yöntemdir. ABD’de 1994 - 1999 yılları arasındaki dönemde borsada gerçekleştirilen pay geri alım aktivitelerinin toplam pay geri alımları içerisindeki payının %95 - 98’leri bulunduğu (Grullon ve Ikenberry, 2000: 34) günümüzde ise bu oranın gerilemesine karşın hala oldukça yüksek olduğu görülmektedir.

Borsada gerçekleştirilen pay geri alımları, şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları çerçevesinde değerlendirildiğinde, zorunluluktan daha çok bir seçeneği ifade ettiği görülmektedir. Bu yöntemde, şirket gerekli gördüğü takdirde açıklamış olduğu duyuruda belirtilen pay geri alım işleminden vazgeçebilmekte ve herhangi bir pay geri alım işlemi gerçekleştirilmeden programı sona erdirebilmektedir. Bu sayede şirketler ne zaman ve ne kadar pay geri alım yapacakları hususunda karar vermede esnekliğine sahip olabilmektedir.

Stephens ve Weisbach (1998)’e göre açıklanan pay geri alım programlarının ancak %74 ila 82’sinin tamamlanabildiği belirtilirken, bu oranın Fortune 500 firmalarında ise %90 civarlarında olduğu görülmektedir (Kahle vd., 2005:1). Bu oranlar incelendiğinde borsada gerçekleştirilen pay geri alımlarının yöneticilere, pay geri alım duyurularını açıklama hususunda daha rahat hareket etme imkânı sağladığı

ve pay geri alım açıklamalarının gerçekte bir satın alma niyeti teşkil etmediği görülmektedir (Bhattacharya ve Dittmar, 2004: 2).

3.3.2. Sabit Fiyatlı İhale Pay Geri Alım Yöntemi

Sabit fiyatlı ihale yöntemi, belirli bir miktardaki payı genellikle piyasa değerinin üzerinde bir fiyat teklif ederek sabit fiyat üzerinden alımlarının gerçekleştirilmesini ifade etmektedir. Bu pay geri alım yönteminde, geri alım yapılmak istenen azami pay miktarı belirtirken, ortaklar ise duyuru süresi boyunca ellerindeki payları teklif edilen fiyattan satma talebiyle duyuruya katılmaktadırlar (Nayar, Singht ve Zebedee, 2008: 253). Bu işlem teklifin sona erme tarihine kadar gerçekleşmektedir.

Ayrıca, bir ihale teklifinde, işletme ortaklardan satın almak istenen maksimum veya minimum miktarı belirleyerek bir limit koyabilmektedir. Talebe konu olan pay miktarının teklife konu olan pay miktarından fazla olması durumunda, geri alınacak pay miktarı yönetimin arzusu doğrultusunda değiştirilebilmektedir (Grullon ve Ikenberry, 2000: 32). Az miktarda paya ilişkin ihalenin yapılması durumunda ise firma teklifi geri çekebilmektedir.

İhale teklifiyle ilgili prim, ortakları ellerindeki payların satışı hususunda ihaleye teşvik etmekte ve firmaların geleceğe dair umutları hakkında bilgi içermektedir. İhale teklifinin kendine özgü bir özelliği de, hissedarların firmanın pay geri alma niyetini bilmesidir, zira bu tür yöntemlere ilişkin gerçekleştirilen pay geri alım duyurular kesin taahhüt içermektedir.

3.3.3. Hollanda Usulü Çağrı Pay Geri Alım Yöntemi

Hollanda usulü çağrı yöntemi, organize olma şekli açısından sabit fiyatlı ihale teklifi ile gerçekleştirilen pay geri alımlarına benzerlik göstermektedir. Sabit fiyatlı ihale tekliflerinde olduğu gibi, belirtilen pay miktarının geri alımını gerçekleştirecek yönetimin oluşturulmasını ve pay geri alımının gerçekleştirilmesine dair taahhüdün verilmesini içermektedir. Ancak, bu pay geri alım türünde şirketler hissedarlardan payları geri satın almak istedikleri fiyat aralığını belirlemektedirler. Bu yöntemde, geri alınması planlanan pay miktarı daha önceden belirlenmiş olup, ortaklara dar bir fiyat aralığından duyuru yapılmaktadır. Duyuru dönemi süresince ortaklar belirlenen fiyat aralığında kendileri açısından uygun bulunan fiyatı baz alarak ellerindeki payların şirkete satışını gerçekleştirmek üzere duyuruya yanıt

verebilmektedirler (Habbart, Nolen ve Cohen, 2012: 4). Comment ve Jarrell (1991)'in gerçekleştirmiş olduğu çalışmaya göre sabit fiyatlı ihale teklifleri, Hollanda açık artırma usulü ihale teklifleri ve Borsa'da gerçekleştirilen pay geri alımları sonucunda gerçekleşen anormal getirilerin sırasıyla % 11, % 8 ve % 2,3 oranlarında olduğu tespit edilmiştir. Görüldüğü üzere ihale usulü gerçekleştirilen pay geri alım yöntemleri borsa 'da gerçekleştirilen pay geri alım yöntemine göre yatırımcıya daha yüksek anormal getiri oranları sunmaktadır. Ancak, borsa 'da gerçekleştirilen pay geri alım yöntemlerinin de, ihale usulü gerçekleştirilen pay geri alım yöntemlerinin aksine, duyuru tarihi akabinde pay geri alım işleminin gerçekleşeceğine dair kesin taahhüt içermemesi önemli bir ayrıcalıktır.

3.3.4. Türev İşlemlerle (Sentetik) Gerçekleştirilen Pay geri alım

Türev işlemlerle gerçekleştirilen pay geri alımları “sentetik pay geri alım yöntemleri” olarak da bilinmektedir. Buna göre, sentetik pay geri alımları, genellikle bir firma ve yatırım kuruluşu arasında gerçekleştirilen anlaşmalar yardımı ile pay geri alımlarının gerçekleştirilmesini ifade etmektedir. Bu yöntem gerçekleştirilen anlaşmanın yapısına göre kimi zaman satım opsiyonunun yazılmasını, kimi zaman ise alım opsiyonunun satın almasını içerebileceği gibi bazen de bir forward sözleşmesi satın alımına benzer uygulamalar içerebilmektedir (Luning, 2007: 41). Bu sayede, pay fiyatlarının düşük değerlendirildiğine inanan ancak önemli büyüme fırsatlarına ilişkin beklentilere sahip olan ve yüksek maddi sıkıntılarla karşı karşıya kalan firmaların bu tür sözleşmeler yardımı ile pay geri alımı gerçekleştirmelerine olanak tanımaktadır. (Vermaelen, 2005: 9).

Sentetik pay geri alımları kapsamında satım opsiyonu yazılması işlemi bir firmanın güvenerek üretilen piyasaya sürmüş olduğu bir ürün için iade garantisi sunmasına benzemektedir. Pay geri alım işlemleri için bu durum değerlendirildiğinde ise bir firmanın başlatmış olduğu pay geri alım programıyla birlikte hali hazırda düşük değerlendirildiğine inanılan paylara duyulan güveni göstermek ve bu payların ileride değerlendirileceği mesajını vermek için bir satım opsiyonu yazarak karşı tarafa vermesini ifade etmektedir (Pirgarip, 2014: 25). Bu durumda firma, karşı tarafa vade sonunda payların fiyatının kullanım fiyatının altında kalması durumunda ilgili payların geri alınacağına dair bir taahhüt vermiş bulunmaktadır.

Pay geri alımları kapsamında alım opsiyonu yardımıyla payların geri alınması durumunda ise pay fiyatlarına ilişkin oluşabilecek risklerden korunmak

amaçlanmaktadır. Bu sayede pay fiyatlarının ileride yükseleceğine dair bir kanaatin oluşması durumunda pay geri alım programı maliyetinin azaltılmasını sağlayabilmek için firmalar bu tür yöntemler kullanmaktadırlar. (Luning, 2007: 43). Buna göre, vade sonundaki paya ilişkin spot piyasa fiyatı kullanım fiyatının üzerinde gerçekleşmiş ise, firma alım opsiyonunu kullanarak paylarını piyasadan daha düşük bir değerle geri alabilme imkânına sahip olmaktadır. Aksi bir durumda ise, firma alım opsiyonunu kullanmayı tercih etmeyerek paylarını piyasadan satın alabilmektedir. Bu durumda katlanacağı ilave maliyet, sadece opsiyon primi kadar olmaktadır (Pirgarip, 2014: 29)

Sentetik pay geri alım yöntemleri kapsamında yer alan bir diğer yöntem ise hızlandırılmış pay geri alım yöntemleridir. Bu yöntem daha çok bir forward sözleşmesine benzemekle birlikte, sözleşmeye konu olan payların firma tarafından sözleşmenin hemen başlangıç aşamasında geri alınması nedeni ile ayrılmaktadır. Bu sayede pay geri alım işleminin hızlandırılmış bir şekilde fırsata çevrilmesi sağlanmış olmaktadır. (Luning, 2007: 44). Özellikle son yıllarda oldukça popüler hale gelen hızlandırılmış pay geri alım yöntemlerinde, firma paylarını direkt olarak piyasadan geri almak yerine belirlenmiş bir fiyat karşılığında ileri bir tarihte satın almak için bir yatırım kuruluşu ile anlaşma yapmaktadır. Bu fiyat, çoğunlukla firma ile yatırım kuruluşu arasında pay geri alım programı için gerçekleştirilmiş olan anlaşmanın yapıldığı tarihteki pay kapanış fiyatıdır. Daha sonraki günlerde ise anlaşma gereği her iki tarafın belirlemiş olduğu kapanış fiyatı üzerinden şirketin satın almak istediği pay miktarına ilişkin toplam bedel yatırım kuruluşuna ödenerek, yatırım kuruluşunun payları belirli aralıklarla firma için piyasadan toplaması sağlanmaktadır (Aktan, 2012: 31)

Yatırım kuruluşları talep edilen miktardaki pay adedini piyasadan toplamasının ardından daha önceden gerçekleştirilen anlaşmaya istinaden bu payları firmaya devreder ve firmaya bu payları piyasadan satın almak için pay başına ödenen ortalama fiyatı belirtirler. Eğer fiyat, anlaşma kapsamında firma tarafından başlangıçta ödenen fiyattan küçük ise yatırım kuruluşu arada oluşan fiyat farkını firmaya geri ödemek durumunda kalacaktır. Ancak, bunun aksi olması durumunda oluşan farkı firmanın yatırım kuruluşuna ödemesi gerekmektedir (Habbart, Nolen ve Cohen, 2012: 5). Bur da amaç pay geri alım sürecinin hızlandırılmasına yöneliktir.

3.4. PAY GERİ ALIMLARININ OLUMLU VE OLUMSUZ YÖNLERİ

Pay geri alımlarının hızla popüler hale gelmesi ve her geçen gün şirketlerin pay geri alım yöntemlerini daha yoğun bir şekilde kullanması, bu alandaki araştırmacıları ve yatırımcıları pay geri alımlarının sonuçlarını değerlendirme hususunda farklı düşüncelere yöneltmiştir. Bu doğrultuda, pay geri alım yöntemine ilişkin başlıca olumlu ve olumsuz sonuçlara aşağıda yer verilmektedir.

3.4.1. Pay Geri Alımlarının Olumlu Yönleri

Pay geri alım işlemlerinin, gerek firmalara gerekse ortaklar ve yatırımcılara sağlamış olduğu çeşitli avantajlar bakımından olumlu sonuçları olduğu ifade edilmektedir. Bu olumlu sonuçlardan bazılarına aşağıda yer verilmektedir;

Pay geri alım yöntemi uygulaması yatırımcılar açısından bir mesaj olarak algılanabilmektedir. Çünkü şirket yönetimleri genellikle pay geri alımlarını, payların düşük değerlendirildiğine bir diğer ifade ile olması gereken fiyatın altında değerlendirildiğine inandıklarında gerçekleştirmektedirler. Firmaların piyasaya mesaj vermek istemeleri halinde pay geri alım yöntemlerinden faydalanılarak etkin ve güvenilir bir şekilde mesajın piyasaya verilebileceği ileri sürülmektedir (Habbart vd., 2012: 4).

Firma kâr payı dağıtım politikası kapsamında pay geri alım yöntemini tercih etmesi durumunda ortaklara bir seçenek sunmaktadır. Buna göre ortaklar, sahip oldukları pay senetlerini firmanın pay geri alım programı kapsamında satma veya satmama konusunda bir seçeneğe sahip olmaktadır. Ancak firmanın kâr payı dağıtım politikası kapsamında nakit kâr payı ödeme yöntemini tercih etmesi durumunda ortakların kâr payını almama gibi bir seçenekleri bulunmamaktadır. Ortaklar nakit pay geri ödemesini kabul etmekte ve bir kısmını ise vergi olarak ödemektedir (Brigham ve Houston, 2014: 503).

Bir firma farklı zaman dilimlerinde rakipler tarafından ele geçirilme tehdidi ile karşı karşıya kalabilmektedir. Bu durumdaki bir firma karşı karşıya olduğu ele geçirilme tehdidini pay geri alım yöntemi yardımıyla bertaraf edebilme yeteneğine sahip olmaktadır. Özellikle diğer yöntemlerle kıyaslandığında, çağrı veya müzakere yoluyla gerçekleştirilen pay geri alım yöntemlerinin, daha büyük miktarlarda pay geri alım işlemini daha kısa bir sürede gerçekleştirmeye olanak sağladığı düşünüldüğünde, bu işlemin algılanan ele geçirilme tehdidine karşı önlem almada oldukça etkili olduğu görülmektedir (Grullon ve Ikenberry, 2000: 32).

Pay geri alım işlemleri, firmaların hedef kâr payı ödemesini gerçekleştirebilmek veya kâr payı miktarında değişiklik yapabilmek adına da büyük önem arz etmektedir. Nakit kâr payı ödemeleri birer taahhüt içermekte ve belirlenen oranların uzun vadede devam etmesi beklenmektedir. Aksi durumda yani, firmalar nakit kâr payı ödemelerini iptal eder veya bir kesintiye giderse bu durum piyasa tarafından olumsuz karşılanacaktır. Ancak pay geri alımları bu hususta firmaya bir esneklik sağlamaktadır. Zira pay geri alım işlemleri, firmalara ihtiyaç duyduğu zaman gerçekleştirebildiği ve miktarında dilediği değişikliği yapabildiği bir kâr payı ödeme imkanı tanımaktadır (Brigham ve Houston, 2014: 503).

Piyasalarda farklı dönemlerde kriz veya benzeri olaylar yaşanabilmektedir. Bu gibi durumlarda aşırı fiyat dalgalanmaları ve pay fiyatında yaşanacak düşüşler karşısında hızlı bir şekilde tepki verebilmek ve paylara likidite kazandırabilmek adına pay geri alımları oldukça yararlı bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır (Habbart vd, 2012: 4).

Pay geri işlemleri ayrıca firmalara sermaye yapısında büyük ölçekli değişiklikler yapabileme imkânı tanımaktadır. Buna göre borç oranının ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimize etmek için yeterli olmadığını düşünen firmalar dış kaynaklara yönelerek ihtiyaç duyduğu kaynakları temin edip, bu kaynağı bay geri alım işlemiyle finanse etmek için kullanmayı tercih edebilir. Bu sayede firma, optimal olmayan sermaye yapısını değiştirmiş ve optimal bir sermaye yapısına kısa sürede ulaşmıştır (Brigham ve Houston, 2014: 503).

Daha yüksek pay başına kazanç (PBK) oranına sahip olan bir firma, piyasada daha düşük PBK oranına sahip olan firmalara göre daha yüksek prestije sahip olmaktadır. Horan (2011)'e göre, PBK oranı, firmaların yıllık finansal raporlarında yatırımcıların en fazla dikkat ettiği kalemlerden birisi olarak dikkat çekmektedir. Zira yatırımcılar, PBK oranının pay senedi fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu kanaatini taşımaktadırlar. Bu nedenle bazen firmalar PBK oranını yükseltmek isteyebilmektedirler. Bu noktada ise PBK oranını yükseltmek adına pay geri alım işlemlerinin önemli bir araç olduğu belirtilmektedir (Yallapragada, 2014: 195)

3.4.2. Olumsuz Sonuçlar

Pay geri alım yönteminin uygulanması hususunda, bazı durumlarda olumsuz sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Bu olumsuz sonuçlardan bazılarında aşağıda yer verilmektedir;

Firmalar, yoğun ve özensiz bir şekilde gerçekleştirdikleri pay geri alım işlemleri nedeni ile firma bünyesindeki nakdin kontrolsüz bir şekilde ortaklara aktarılmasına ve bu sayede, firmanın malvarlığının sermaye miktarının altına düşmesine neden olabilmektedirler. Bu durumda, alacaklılar tarafından güvence olarak görülen sermayenin muhafaza edilemeyeceği ifade edilmektedir (Özdamar, 2005: 75).

Ortaklar sermaye kazancı veya nakit kâr payı elde etme hususunda fark gözetiyor olabilir ve pay geri alımlarından ziyade nakit kâr payı ödemelerinden fayda sağlıyor olabilirler. Bu açıdan gerçekleştirilen pay geri alım işlemleri ortakların beklentileri ile örtüşmeyebilir. Bununla birlikte, nakit kâr payı ödemeleri içermiş oldukları taahhütler bakımından ortaklara pay geri alım işlemlerinden daha fazla güven vermektedir (Brigham ve Houston, 2014: 504).

Ayrıca, pay geri alım işlemlerinin sonucunda, elde edilen çeşitli hakların yönetim tarafından bazı ortaklara karşı kullanılması veya yönetime yakın bazı ortaklara iltimas geçilmesi amacıyla pay geri alım işlemlerinin gerçekleştirilmesi de söz konusu olabilmektedir (Çelikleş, 2006: 140).

Pay başına kazanç (PBK) oranı yatırımcılar tarafından firmanın pay senetlerinin değerlendirmek adına kullanılan önemli finansal oranlardan birisidir. Bu nedenle bazen firmalar, analistleri yanıltmak ve öngörülenden çok daha yüksek bir PBK oranını gerçekleştirebilmek adına zamansız pay geri işlemi gerçekleştirebilmektedir. Bu duruma, sırf kısa vadeli hedefleri gerçekleştirebilmek ve daha yüksek PBK oranına ulaşabilmek adına, pay geri alım işlemi gerçekleştiren ve bu işlem için firmanın sahip olduğu nakit miktarının önemli bir kısmını kullanan firmanın bu işlemin hemen akabinde bir krizle karşı karşıya kalması ve ciddi sıkıntılar yaşaması örnek gösterilebilmektedir (Yallapragada, 2014: 196).

Yöneticiler bazı durumlarda pay geri alım işlemini firmada sahip olunan kontrol gücünü devam ettirebilmek veya arttırabilmek içinde kullanabilmektedirler. Bu duruma, mevcut yönetimin, sadece firmanın kontrolünü kaybetmemek adına, esasında firma için fayda sağlayabilecek bir ele geçirme teşebbüsünü engellemek veya başka bir yönetimin gelmesini talep eden ortaklara karşı kendi konumunu

güçlendirmek amacıyla gerçekleştirilen pay geri alım işlemleri örnek olarak gösterilebilmektedir (Cahn ve Donald, 2010: 243).

Hissedarlar pay geri alımlarının olası tüm sonuçlarından haberdar olmayabilmektedir. Bu durum, özellikle firma yönetiminin pay senedi fiyatlarının altında değerlendirildiğini düşünerek gerçekleştirdiği pay geri alım işlemlerinde görülmektedir. Sonuçta ortakların, firma yöneticilerinin sahip oldukları bilgilere sahip olmaları beklenmemektedir. Dolayısı ile firmaların gerçekten değerinin altında değerlendirilip değerlendirmediği bilinmemektedir. Bazı durumlarda yöneticilerin bu hususla ilgili yanlışları ve öngörülerinin hatalı olduğu belirtilmektedir (Brigham ve Houston, 2014: 504).

3.5. PAY GERİ ALIM İŞLEMLERİNİN MUHASEBELEŞTİRİLMESİ

Pay geri alım işlemleri TMS/TFRS açısından şekil olarak firma ve ortakları arasında gerçekleştirilmiş bir işlem olsa da özü itibari ile firmanın ortaklık yapısı içerisinde gerçekleştirilen bir işlem türüdür (IFRS 2: Basis for Conclusions, BC73 ve BC331). Sonuç itibari ile firma bir kısım ortakların bir araya getirmiş olduğu öz kaynak yardımı ile diğer ortaklara ait olan payları geri satın almaktadır. Sonuç olarak Ortaklar arasında gerçekleştirilen bu işlem bir kısım ortakların nakit miktarında bir kısım ortakların ise ortaklıklarında azalış meydana getirmektedir.

Konuya ilişkin, TMS/IAS 32 - “Finansal Araçlar: Sunum” standardı uygulama rehberinde: “Firmaların geri almış oldukları payların öz kaynak grubu içerisinde bir indirim unsuru olarak gösterebileceği” (TMS/IAS 32: Para. 33), “Pay geri alım işlemlerine ilişkin diğer işlemlerin gelir tablosu hesaplarına yansıtılamayacağı” (TMS/IAS 32: Para. 33), “Pay geri alım işlemlerine ilişkin ödenen bedelin doğrudan öz kaynaklarda muhasebeleştirileceği” (TMS/IAS 32: Para. 33), (4) Bilançoda paylara ilişkin tutarların ayrı ayrı gösterilerek veya bu tutarların dipnotlarda gösterilerek kamuya açıklanabileceği” (TMS/IAS 32: Para. 34), Geri alım işlemi sonucunda elde edilen payların finansal bir varlık olarak gösterilemeyeceği (TMS/IAS 32: UR/AG36) ve son olarak, Geri alım işlemi gerçekleştirecek firma ile arasında vekâlet ilişkisi olan üçüncü taraflar için geri alınan payların finansal tablolarda yer alamayacağı (TMS/IAS 32: UR/AG36) ifadelerine yer verilmektedir. Belirtilen bu hükümler ışığında, geri alınan payların bilançolarda bir finansal varlık olarak gösterilemeyeceği anlaşılmaktadır.

Bunun yerine, oluşan ekonomik etkinin tablolarda daha gerçekçi yansıtılabilmesi için pay geri alım işlemi kapsamında satın alınan payların ve bu paylar için ödenen bedelin, firma ve ortaklar arasında gerçekleşen ortaklık haklarıyla ilişkili diğer tüm işlemlerde olduğu üzere, öz kaynaklarla ilişkilendirilmesi gerekmektedir. TMS/TFRS' ye göre, pay geri alım işlemi kapsamında satın alınan payların bilânçoda öz kaynaklardan indirilerek gösterilmesi sonucunda bilânçonun hem varlık hem de öz kaynak tarafının azalması gerekmektedir. Diğer yandan, TMS/TFRS pay geri alım işlemlerine ilişkin bilgilerin bilanço veya dipnotlarda ayrı ayrı verilerek açıklanmasını zorunlu tutmakla birlikte muhasebeleştirme işleminin nasıl gerçekleştirilmesi gerektiğine ilişkin hususta genel ilkelere yer vermekle yetinmektedir. Bu hususta kullanılacak yöntemlerin tercihini finansal tablo hazırlayanlara ve düzenleyici otoritelere bırakmaktadır.

Bu konuyla ilgili ABD Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri (US GAAP) kapsamında yer alan uygulama kurallarına göre pay geri alım işleminin muhasebeleştirilmesi maliyet yöntemi ve nominal değer yöntemi olmak üzere iki temel yöntemle gerçekleştirilmektedir (Wahlen ve Baginski, 2014: 519).

3.5.1. Pay Geri Alımlarının Maliyet Yöntemine Göre Muhasebeleştirilmesi

Bu yöntemle göre, pay geri alım işlemi gerçekleştirildiğinde geri satın alınan payların ilk ihraç edildiği esnada oluşturulmuş olan ana hesaplarda bir değişikliğe neden olmamaktadır. Başka bir ifade ile bu payların ihracına ilişkin ilk hesaplar aynı şekilde muhafaza edilmektedir (Flood, 2014: 576).

Bu yöntem kapsamında payların geri alınması sonrasında ana hesapların kullanılması bu paylara ilişkin öz kaynaktan indirim kalemi oluşturulması ve geri alımı gerçekleştirilen payların alış maliyeti ile bu hesaba kaydedilmesi sağlanmaktadır. Geri alınan payların ileriki dönemlerde tekrar satışı söz konusu olduğunda, elde edilecek kazanç veya kaybın muhasebeleştirilmesi hususunda ise, payların, alış maliyeti ve satış fiyatı karşılaştırılmaktadır. Eğer paylar alış maliyetinden daha yüksek bir bedelle elden çıkarılıyor ise paylara sanki yeni bir pay ihracı gerçekleştiriliyormuş gibi pay ihraç prim hesabı açılması gerekmektedir. Payların alış maliyetinden daha düşük bir bedel ile elden çıkarılması halinde aradaki fark geçmiş yıl zararı olarak kaydedilmektedir (Wahlen ve Baginski, 2014: 519).

3.5.2. Pay Geri Alımlarının Nominal Değer Yöntemine Göre Muhasebeleştirilmesi

Bu yöntemde de, maliyet yöntemine benzer bir şekilde pay geri alım işlemleri kapsamında geri satın alınan paylar için kendilerine özgü bir öz kaynak indirim kalemi oluşturulmaktadır. Fakat maliyet yönteminden farklı olarak geri satın alınan paylar, ilgili hesaba nominal değerlerine göre kaydedilmektedir. Buna göre, payların geri alım maliyetleri ile paylara ilişkin nominal değerler karşılaştırılmaktadır. Eğer, geri alınan payların alış değeri bu payların nominal değerinden fazla ise pay ihraç primleri hesabı arada oluşan fark kadar borçlandırılmakta kalan kısım ise geçmiş yıllar hesabına aktarılmaktadır. Ancak bu durumun aksinin gerçekleşmesi halinde ise payların geri alım bedeli nominal bedelin altında olması durumunda pay ihraç primleri hesabının borçlandırılması ve geri satın alınan paylara ilişkin bir pay ihraç primi hesabının alacaklandırılması gerekmektedir. Geri alınan payların tekrar elden çıkarılması söz konusu olduğunda ise, bu payların muhasebe kayıtları ilk defa pay ihracı gerçekleştiriliyormuş gibi yapılmaktadır (Bragg, 2010: 1006).

3.6. TÜRKİYE'DE PAY GERİ ALIMLARI

Türk sermaye piyasasında pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin kısa bir geçmişe sahip oldukları ifade edilebilir. Türkiye' de pay senedi geri alım işlemlerinin tarihi çok eskiye dayanmamaktadır. 2009 yılı öncesinde şirketlerin tüzel kişilik olarak kendi paylarını geri satın alması, mecburi veya zaruri olarak nitelendirilebilecek bazı durumlar dışında yasaktı. Buna en önemli gerekçe olarak da payların manipülatif müdahalelere karşı açık hale gelmesi gösterilmiştir.

Türkiye'de ilk defa 2009 yılı sonunda alınan bir kararla, kısıtlı sayıda şirkete pay senedi geri satın alım olanağı tanınmıştır. Öte yandan, 1 Temmuz 2012'de yeni TTK' nın yürürlüğe girmesiyle beraber şirketlerin kendi paylarını geri almasının önündeki engel artık kalkmış ve pay senedi geri alımlarına yönelik firmaların sayısı her geçen yıl artmıştır. Yeni TTK 'nın 379. maddesine göre, genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi halinde, en çok beş yıllık süre için geçerli olmak kaydı ile şirketlere aşağıda belirtilen şartlarla durumunda kendi paylarının geri alımına izin verilmektedir.

- Geri alınan payların miktarının, şirketin esas veya çıkarılmış olan sermayelerinin onda birini aşmaması gerekmektedir.

- Geri alınacak payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktif miktarının en az esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olması gerekmektedir.

Daha sonra ise Türkiye' de halka açık anonim ortaklıkların kendi paylarını satın alması veya rehin olarak kabul etmesine ilişkin esasları yeniden düzenleyen “Geri Alınan Paylar Tebliği” (Tebliğ) 3 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete ‘de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Yeni Tebliğ ile esas olarak ortaklıkların kendi paylarını satın almasına veya rehin olarak kabul etmesine, geri alınan payların elden çıkarılması veya itfasına, bu hususların kamuya açıklanmasına ve geri alımların bilgi suiistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmayacağı hallere ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Bu tebliğde yer alan bazı hükümler aşağıda yer almaktadır (SPK Tebliği Seri: II, No: 22.1);

- *Daha önce Kurul İlke Kararı ile azami 18 ay olarak belirlenen pay geri alımlarına ilişkin program süresi payları borsada işlem gören ortaklıklar için azami üç yıl olarak revize edilmiştir. Ayrıca bu sürenin, çalışanlara pay edindirme planları kapsamında yapılan geri alımlarda beş yıla, pay ile değiştirilebilir veya paya dönüştürülebilir sermaye piyasası aracı ihraçlarında ilgili menkul kıymetin vadesine kadar uzatılması imkanı getirilmiştir.*

- *Geri alınan payların toplam bedellerinin, Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanan son yıllık finansal tablolarda yer alan kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşmayacağı hüküm altına alınmıştır.*

- *Halka açık ortaklıkların bağlı ortaklığının ortaklık paylarını satın alması, üçüncü bir kişinin kendi adına, ancak ortaklık veya ortaklığın bağlı ortaklığı hesabına ortaklık paylarını satın alması ve üçüncü bir kişinin kendi adına, ancak ortaklık hesabına ortaklık paylarını rehin olarak kabul etmesi halleri de Tebliğ kapsamına alınmıştır.*

- *Geri alınan payların, bedelsiz pay alma, kâr payı ve yeni pay alma hakkı hariç hiçbir pay sahipliği hakkı vermeyeceği düzenlenmiştir. Bağlı ortaklıkların satın aldığı ana ortaklığın paylarına ait oy hakları ile buna bağlı diğer hakların donacağı hükmü ise 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu paralelinde korunmuştur.*

- *Pay geri alım programı çerçevesinde, pay satın alım işlemlerine başlanılmadan iki iş günü önce özel durum açıklaması yükümlülüğü getirilmiş ve açıklanacak konular belirlenmiştir. Bu çerçevede, halka açık ortaklık ve/veya bağlı ortaklığı program süresince pay alımı yapacağı dönemleri önceden açıklayacak, bu dönem içerisinde herhangi bir pay satımı gerçekleştirilemeyecektir.*

- Genel kurul tarafından onaylanmış bir programın bulunması halinde program süresince veya yönetim kurulu tarafından yakın ve ciddi bir kaybin varlığı nedeni ile geri alım kararı alınması durumunda, halka açık ortaklığın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakları veya bunlarla yakından ilişkili kişiler tarafından ortaklık paylarının borsada satış işleminin gerçekleştirilemeyeceği ilk kez düzenlenmiştir.

- Ayrıca, program süresince ilan edilen pay alım dönemleri içerisinde veya yönetim kurulu tarafından yakın ve ciddi bir kaybin varlığı nedeni ile geri alım kararı alınması durumunda, ortaklıkta ve/veya ortaklığın bağlı ortaklığında Kurulun özel durumlara ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan idari sorumluluğu bulunan kişiler ile bunlarla yakından ilişkili kişiler tarafından ortaklık paylarının borsada satış işlemi gerçekleştirilemeyecektir.

Son olarak ise SPK Türkiye’de 15 Temmuz 2016 tarihinde yaşanan krizin piyasalar da olumsuz bir etkiye neden olmasını önlemek ve yatırımcıları korumak amacıyla bu krizin hemen akabinde iki basın duyurusu gerçekleştirmiştir. 21.07.2016 tarihinde gerçekleştirilen ilk basın duyurusunda aşağıda belirtilen bazı hususlar çerçevesinde pay geri alım işlemlerine ait onda birlik sınırlamayı kaldırmıştır.

- Yürürlükte olan herhangi bir pay geri alım programına sahip olmayan halka açık şirketlere özel durum açıklaması yapmak şartıyla herhangi bir limit söz konusu olmaksızın kendi paylarının geri alımın yapma olanağı tanınmıştır.
- Ayrıca, alınmış olan genel kurul kararı doğrultusunda yürütülen pay geri alım programına sahip olan halka açık şirketlere, özel durum açıklaması yapmak ve yetkili organlarını bilgilendirmek koşuluyla herhangi bir limite bağlı kalmaksızın pay geri alımın işlemi gerçekleştirilme olanağı tanınmıştır.

Daha sonra ise 25.07.2016 tarihinde gerçekleştirdiği ikinci bir basın duyurusu gerçekleştirmiştir. Bu duyuru kapsamında değinilen bazı hususlara aşağıda yer verilmektedir.

- Geri alınan Paylar Tebliği’nde düzenlenen yetkilendirme ve %10’luk sınır kapsamında, belirtilen günlük işlem miktarı ortalamasının %25’inin geçilemeyeceği hükmünün geçici olarak uygulanmayacağı belirtilmiştir.

- Hali hazırda, söz konusu olan %10'luk sınırı aşmış olan halka açık ortaklıklarında açıklama kapsamında, pay geri alım işlemi gerçekleştirebileceği ifade edilmiştir.
- Söz konusu duyuru kapsamında gerçekleştirilecek pay geri alım işlemleri, Tebliğ'in yakın ve ciddi kaybın tespitine ilişkin şartlarına tabi olmaksızın, halka açık ortaklıkların kendileri tarafından yapılan alımları kapsamaktadır.
- Duyuru kapsamında gerçekleştirilecek pay geri alım işlemleri öncesinde, pay geri alımının amacını, geri alım işlemine konu edilebilecek azami pay miktarını ve bu işlem için ayrılacak azami fon tutarını kapsayan bir yönetim kurulu kararının alınarak kamuya bildirilmesi gerekmektedir.
- Duyurusu çerçevesinde gerçekleştirilecek pay geri alım işlemlerinde Tebliğ'in 12'nci maddesinin ilk dört fıkrasının ve sekizinci fıkrasının (a) bendinin uygulanmayacağı belirtilmiştir.
- Duyuru çerçevesinde gerçekleştirilecek pay geri alım işlemlerinde, geri alınan payların, duyuru tarihinden itibaren 30 günlük süre zarfında elden çıkarılamayacağı, bu 30 günlük sürenin belirlenmesinde ise "ilk giren ilk çıkar" yönteminin uygulanacağı belirtilmiştir.

SPK' geçektirmiş olduğu bu iki düzenleme ile kriz sonrası süreçte firmaları pay geri alım işlemi gerçekleştirme hususunda teşvik etmiştir. Bu sayede piyasalarda yaşanabilecek aşırı dalgalanmaların ve değer kayıplarının önüne geçerek firmaların ve yatırımcıların korunmasını sağlamıştır.

Ayrıca, Türkiye'de SPK düzenlemeleri gereğince kamuya açıklanan geri alım programlarında pay geri alımının amacına yer verilmesi zorunludur. Bu kapsamda şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım programları incelendiğinde pay geri alımlarının temelde değer düşüklüğünün önüne geçilmesi ve fiyat dalgalanmalarının azaltılması amacını taşıdıkları anlaşılmaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM LİTERATÜR TARAMASI

4.1. KONU İLE İLGİLİ ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR

Dünya piyasalarında zamanla popüler hale gelen pay geri alımları araştırmacılarında bu alana olan ilgisinin yoğunlaşmasını sağlamış ve bu alanda birçok araştırma gerçekleştirmelerine neden olmuştur. Literatür şirketlerin kendi payların geri almak isteme amaçları ile ilgili çalışmalarla doludur. En sık belirtilen amaçlar, fazla nakdin dağıtılması, sermaye yapısının düzenlenmesi ve daha uygun vergi oranlarının uygulanmasıdır. Bunun yanı sıra geri alım tarihlerindeki anormal getirileri inceleyen çalışmalarda mevcuttur.

Vermaelen (1981, 1984), Netter ve Mitchell (1989), Lakonishok ve Vermaelen (1990), Comment ve Jarell (1991), Ikenberry vd. (1995), Stephens ve Weisbach (1998), Grullon ve Michaely (2004) ve Peyer ve Vermaelen (2005), gibi ilk çalışmalar Amerikan piyasalarına odaklanmıştır. Gerçekleştirilen tüm bu çalışmalar Amerikan piyasalarında gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının yapıldığı tarihler civarlarında %3 düzeylerinde anlamlı pozitif getiriler tespit etmişlerdir. İngiltere için ise Lasfer (2000) ve Rau ve Vermaelen (2002), çalışmalarında tespit edilen pozitif getirilerin Amerikan piyasasına oranla daha küçük olduğu ve yaklaşık olarak %1 civarlarında olduğu belirlenmiştir. Almanya da gerçekleştirilen pay geri alımlarının ele alındığı Hackethal ve Zdantchouk (2006) çalışmasında ise bu piyasada gerçekleştirilen pay geri alım duyuruları sonucunda tespit edilen pozitif getirilerin İngiltere için tespit edilen oranın üzerinde olmasına rağmen ABD'nin gerisinde kaldığı belirlenmiştir.

Hatakeda ve Isagawa (2004) ise Japonya için gerçekleştirmiş oldukları çalışma da pay geri alım duyurularını, fiili alıma dönüştürülmesi ve dönüştürülmemesi açısından iki grupta ele almış ve bu grupların gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları neticesinde piyasada tespit edilen %1 civarındaki pozitif getiri oranın İngiltere ile benzerlik gösterdiğini belirtmişlerdir. Ayrıca, Liao,

Ke ve Yu (2005), Zhang (2005) ve McNally, Smith ve Barnes (2006) sırasıyla Tayvan, Hong Kong, ve Kanada'daki hisse geri alımlarını incelemişlerdir. Liao vd.,(2005) geri alım duyusunun gerçekleştirildiği tarihlerde oluşan pozitif getiriler tespit etmiş ancak tespit edilen bu pozitif getirilerin duyuru sonrası birkaç günle sınırlı kaldığını belirlemişlerdir. Zhang (2005), geri alım tarihlerinde pozitif anormal getirilerin gerçekleştiğini tespit etmiş ve geri alımı gerçekleştiren firmaların büyüklük ve PD/DD değerine göre değiştiğini belirlemiştir. McNally vd. (2006) ise geri alımların fiyat desteği sağladıklarına ve geri alım gerçekleştiren şirketlerin daha iyi zamanlamaya sahip olduklarına dair kanıtlar bulmuşlardır.

Son dönemlerde yapılan çalışmalarda ise Andriosopoulos ve Lasfer (2015) Avrupa ülkelerinde yapılan geri alım duyurularına karşı piyasanın vermiş olduğu tepkinin Amerikan piyasalarında yapılan geri alım duyurularına göre daha düşük düzeyde olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca, Manconi, Peyer ve Vermaelen (2015) 32 ülkede gerçekleştirilen pay geri alımların incelendiği çalışmada, Amerika dışındaki ülkelerde gerçekleştirilen geri alım duyuruları neticesinde hem kısa hem de uzun dönemde pozitif getirilere rastlanılmış ancak Amerikan piyasasındaki geri alımlara oranla bu getirilerin daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Chatterjee ve Dutta (2015) Hindistan'da yapmış oldukları çalışmada Mumbai pay senedi piyasasında işlem gören firmaların yapmış oldukları pay senedi geri alım duyurularının hisse senedi fiyatına etkisini incelemiş ve elde ettikleri sonuçlar neticesinde Mumbai hisse senedi piyasasında yapılan pay geri alım duyurularının Amerika, Kanada ve Avustralya gibi ülkelerin aksine, pozitif anormal getirilerle çevrelenmediğini tespit etmişlerdir. Isa ve Lee (2015) ise çalışmalarında geri alım işlemi için yapılan yönetim kurulu kararını, hissedarların onayını ve geri alımın başlayacağını belirten üç farklı duyurunun her birisi için ayrı ayrı piyasanın tepkisini ölçmüş ve bu üç duyuruya da piyasanın olumlu tepki verdiğini ortaya koymuşlardır. Bununla birlikte, Ikenberry, Lakonishok ve Vermaelen (1995), Ikenberry, Lakonishok ve Vermaelen (2000), Chan, Ikenberry ve Lee (2004), Zhang (2005), Peyer ve Vermaelen (2009) ve Yook (2010) gibi çalışmalar ise, geri alım duyurularının uzun dönemli etkilerini incelemiş ve bu çalışmalar neticesinde 48 aya kadar uzun vadeli anormal getirilerin tespit edildiğini belirlemişlerdir.

Literatürde, ayrıca, Stephens and Weisbach (1998), Dittmar (2000), Grullon ve Michaely (2002), Benhamouda ve Watson (2010), Akyol ve Foo (2013),

Andriosopoulos ve Hoque (2013) ve Reedy (2014) gibi pay geri alımlarına hangi faktörlerin neden olabileceğini sorgulayan çalışmalara da rastlanılmıştır.

Stephens and Weisbach (1998), Nakit düzeyi ile pay geri alımları arasında pozitif bir ilişki tespit ederken, Dittmar (2000) şirketlerin pay geri alım kararlarında düşük değerlendirme, kaldıraç oranı ve ele geçirilme tehdidi gibi unsurların etkili olduğunu tespit etmiştir. Grullon ve Michaely (2002) ise temettü ödemelerini durduran şirketleri ele almış ve bu şirketlerden geri alım yapmayanların pay getirilerinin, yapanlara nazaran daha düşük olduğunu belirlemiş ve piyasanın pay geri alımlarını temettü ödemelerinin bir ikamesi olarak algıladığını ortaya koymuşlardır. Bu durumu, Benhamouda ve Watson (2010) çalışması da desteklemektedir. Buna göre pay geri alım kararı alan şirketlerin birçoğu zaten hali hazırda yüksek temettü oranına sahip olan şirketler olup şirketlerin pay geri alım kararı alarak temettü ödemelerine bir ikame oluşturmaya çalıştıkları belirlenmiştir.

Akyol ve Foo (2013) düşük değerlendirme motivasyon unsuruna sahip olan şirketlerin pay fiyatlarının, pay geri alım kararı sonrasında diğer motivasyon unsurlarına sahip olan şirketlere oranla daha yüksek bir performans gösterdiğini belirlemişlerdir. Andriosopoulos ve Hoque (2013) ise İngiltere, Fransa ve Almanya gibi üç farklı ülke de gerçekleştirmiş oldukları çalışma kapsamında şirketlerin pay geri alım kararlarında firma büyüklüğü, temettü ödemesi ve mülkiyet yoğunluğunun önemli bir etkiye sahip olduğu, buna ilaveten Almanya ve Fransa da ise düşük değerlendirme unsurunun da önemli bir etkiye sahip olduğunu tespit etmiş iken, Reedy (2014) ise şirketlerin geri alım kararı alımlarında firma büyüklüğü, düşük değerlendirme, kaldıraç oranı ve yönetim kurulu bağımsızlığı gibi unsurların etkili olduğunu belirlemiştir.

Yerli literatürde pay geri alımları üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde ise pay geri alım duyurularının pay fiyatına etkisini ele alan Karakuş, Zor ve Küçük (2017) çalışması tespit edilmiştir. Çalışma kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin 2014 - 2016 yılları arasındaki pay geri alımları incelenmiş ve çalışma neticesinde yapılan pay geri alım duyuruları sonrasında kümülatif anormal getiriler tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra Pirgaip (2014) yerli literatürde tespit edilen bir diğer çalışmadır. Ancak bu çalışmada pay geri alım duyuruları yerine gerçek pay geri alımları yani gerçekleşmiş pay geri alımları ve yatırımcıların pay geri alımlarına tepkisi ele alınmış ve çalışma neticesinde yatırımcıların pay geri alımlarına olumlu

tepki verdiği ve gerekleſen pay geri alımları neticesinde pay fiyatlarının yukarı yönlü bir ivme kazandığı belirlenmiſtir.

Pay geri alım alıſmaları aısından yerli literatürün bu denli sınırlı olması ve sadece iki alıſmanın tespit edilebilmiſ olmasının nedeni olarak Türk sermaye piyasasında pay geri alımlarına iliſkin düzenlemelerin kısa bir gemiſe sahip olması, ve bu nedenle pay geri alımlarının Türkiye piyasası iin henüz ok yeni bir kavramı ifade etmesi gösterilebilmektedir. Bu nedenle pay geri alımları hususunda yerli literatürde tespit edilmiſ olan bu eksikliği giderme hususuna katkı sağlamak amacıyla BIST100' de faaliyet gösteren ſirketlerin gerekleſtirmiſ oldukları pay geri alım duyuruları ele alınması ve kapsamlı bir alıſmanın ortaya konulması hedeflenmektedir.



BEŞİNCİ BÖLÜM MATERİYAL VE YÖNTEM

Tez çalışmasının bu bölümünde çalışmanın amacı, çalışmanın hipotezleri, çalışma kapsamında kullanılan veriler, verilerin toplanma yöntemi, çalışmanın yöntemi ve çalışma kapsamında gerçekleştirilen analizlere ilişkin bilgilere yer verilmektedir.

5.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Dünya piyasalarında zamanla popüler hale gelen pay geri alımları araştırmacıların da bu alana olan ilgisinin yoğunlaşmasını sağlamış ve bu alanda birçok araştırma gerçekleştirmelerine neden olmuştur. Ancak, Dünya piyasalarında uzun yıllardır kullanılan ve günümüzde daha da popüler hale gelen pay geri alımları Türkiye'de 2009 yılından sonra uygulanmaya başlanmıştır. Özellikle son yıllarda yaşanan gelişmeler ve ardı ardına yapılan düzenlemeler pay geri alımı gerçekleştiren şirketlerin sayısının artmasına neden olmuştur. Fakat şirketlerin pay geri alım uygulamasına artan bu ilgilerine karşın yerli literatürün bu alanda oldukça sınırlı olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin pay geri alımlarının incelenmesi ve bu sayede şirket yöneticilerinin, yatırımcıların ve gelecekte bu alanda gerçekleştirilecek çalışmaların faydalanabileceği kapsamlı bir çalışmayı ortaya koyarak pay geri alımları hususunda özellikle yerli literatüre katkı yapılması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, çalışmada şirketlerin pay geri alım karar almalarına neden olan faktörlerin ve şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki kısa dönemli etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışmanın gerek kapsamı gerekse uygulanılacak yöntem açısından yerli literatürde benzerine rastlanılmadığı için bu alanda ilk olacağı düşünülmektedir.

5.2. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

Çalışma da son yıllarda ülkemizde giderek popüler hale gelen pay geri alımları ele alınacaktır. Bu kapsamda, öncelikle 'Firmaların pay geri alım kararı almalarına hangi faktörlerin etki ettiği?' sorusuna cevap aranacaktır. Bu kapsamda uluslararası literatürde yer alan çalışmalardan faydalanılarak şirketlerin pay geri alımlarında etkili olduğu düşünülen bazı faktörler belirlenmiştir. Belirlenen bu faktörlerin şirketlerin pay geri alımları üzerindeki etkileri incelenmektedir. Bu doğrultu da belirlenen hipotezler aşağıdaki şekildedir;

H₁. Firmaların finansal oranları pay geri alım kararlarına etki etmektedir.

H_{1.1} Nakit seviyesi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir

H_{1.2}. PBK oranı şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir

H_{1.3}. PD/DD oranı şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir.

H_{1.4}. Temettü verimi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir

H_{1.5}. Aktif büyüklüğü şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir.

H_{1.6}. Kaldıraç oranı şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir.

H_{1.7}. Maddi olmayan duran varlık seviyesi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir.

H_{1.8}. Kârlılık durumu şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir.

H_{1.9}. Mülkiyet düzeyi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir.

Çalışmada ikinci olarak 'Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren firmaların 2010 ve 2018 yılları arasında gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyurularının pay fiyatlarına ne derece etki ettiği?' hususu ele alınacak ve bu soruya cevap aranacaktır. Bu sayede piyasanın pay geri alım duyurularına vermiş olduğu tepki düzeyinin belirlenebilmesi amaçlanmaktadır. Bu kapsamda belirlenen hipotezler aşağıda yer almaktadır;

H₂. Şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları pay fiyatlarını kısa dönemde pozitif yönde etkilemekte ve duyuru tarihleri civarında anormal getirilere rastlanılmaktadır.

H_{2.1} Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları pay fiyatlarını kısa

dönemde pozitif yönde etkilemekte ve duyuru tarihleri civarında anormal getirilere rastlanılmaktadır.

H_{2.2.} Elektrik Gaz ve Su sektöründe işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları pay fiyatlarını kısa dönemde pozitif yönde etkilemekte ve duyuru tarihleri civarında anormal getirilere rastlanılmaktadır.

H_{2.3.} İmalat Sektöründe işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları pay fiyatlarını kısa dönemde pozitif yönde etkilemekte ve duyuru tarihleri civarında anormal getirilere rastlanılmaktadır.

H_{2.4.} İnşaat ve Bayındırlık sektöründe işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları pay fiyatlarını kısa dönemde pozitif yönde etkilemekte ve duyuru tarihleri civarında anormal getirilere rastlanılmaktadır.

H_{2.5.} Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar sektöründe işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları pay fiyatlarını kısa dönemde pozitif yönde etkilemekte ve duyuru tarihleri civarında anormal getirilere rastlanılmaktadır.

H_{2.6.} Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları pay fiyatlarını kısa dönemde pozitif yönde etkilemekte ve duyuru tarihleri civarında anormal getirilere rastlanılmaktadır.

H_{2.7.} Mali Kuruluşlar Sektöründe işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları pay fiyatlarını kısa dönemde pozitif yönde etkilemekte ve duyuru tarihleri civarında anormal getirilere rastlanılmaktadır.

H_{2.8.} Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları pay fiyatlarını kısa dönemde pozitif yönde etkilemekte ve duyuru tarihleri civarında anormal getirilere rastlanılmaktadır.

H_{2.9.} Teknoloji Sektöründe işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları pay fiyatlarını kısa dönemde pozitif yönde etkilemekte ve duyuru tarihleri civarında anormal getirilere rastlanılmaktadır.

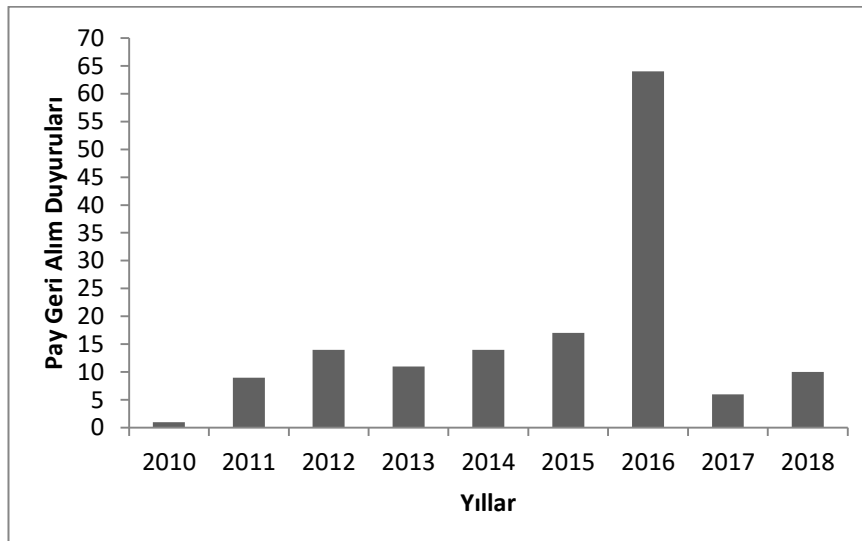
H_{2.10}. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler sektöründe işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları pay fiyatlarını kısa dönemde pozitif yönde etkilemekte ve duyuru tarihleri civarında anormal getirilere rastlanılmaktadır.

H_{2.11}. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri sektöründe işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları pay fiyatlarını kısa dönemde pozitif yönde etkilemekte ve duyuru tarihleri civarında anormal getirilere rastlanılmaktadır.

5.3. ARAŞTIRMA KAPSAMINDA KULLANILAN VERİLER

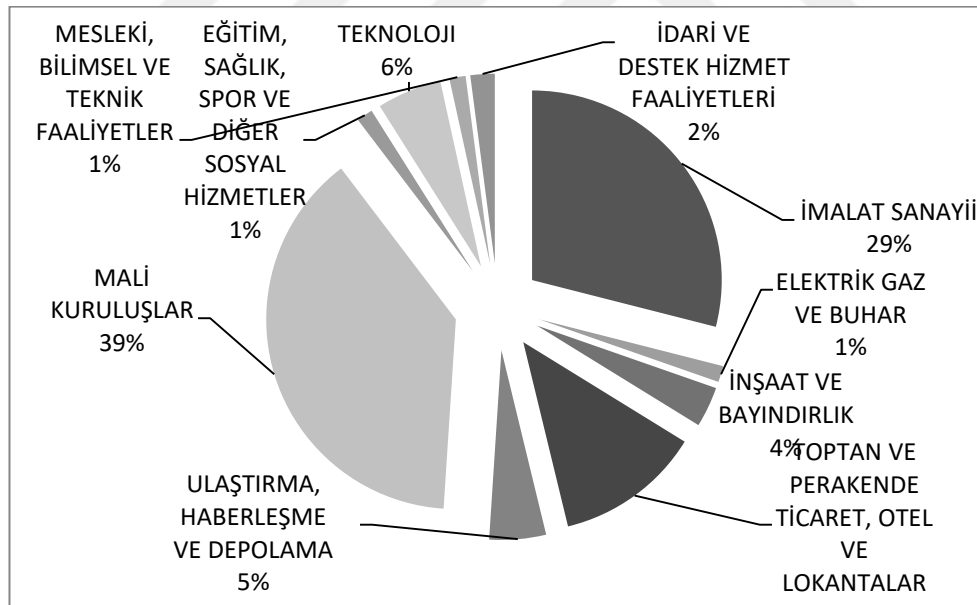
Çalışma kapsamında, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren tüm halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları ele alınmakta ve bu şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyurularının şirketlerin paylarına ait getiriler üzerindeki kısa dönemli etkileri incelenmektedir.

Araştırma kapsamın da 04.01.2010 ile 27.06.2018 tarihleri arasındaki dönem içerisinde Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları incelenmiştir. Bunun sonucunda 111 farklı şirketin farklı tarihlerde gerçekleştirmiş oldukları toplam 146 pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Tespit edilen pay geri alım duyurularının yıllara ve sektörlerle göre dağılımları ise aşağıdaki tablolarda verilmiştir.



Şekil 5.1. Pay Geri Alım Duyurularının Yıllara Göre Dağılımı

Yukarıda yer alan şekil 5.1’ de Borsa İstanbul’da gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının yıllara göre dağılımı verilmektedir. Buna göre pay geri alım duyurularının en az gerçekleştiği yılın 2010 yılı olduğu görülmektedir. 2010 yılı içerisinde sadece 1 adet pay geri alım duyurusunun gerçekleştirilmiş olması pay geri alım uygulamalarına yönelik kısıtlamaların o tarihte henüz kaldırılmamış olması ve pay geri uygulamalarının sadece bazı şirketlere özel sınırlı izinlerin verilmesi ile gerçekleştirilebilir olması ile açıklanabilmektedir. Daha sonraki yıllarda ise pay geri alımlarına ilişkin sınırlamaların kaldırılması ile pay geri alım duyurularının sayısının kademeli olarak arttığı ancak özellikle 2016 yılında bu sayının zirve yaptığı gözlenmektedir. 2016 yılı için toplamda 64 duyurunun gerçekleştirildiği tespit edilmiştir. Elbet de bunda Türkiye’de 15 Temmuz 2016 tarihinde yaşanan krizin etkisi bulunmaktadır. Aslında bu durum pay geri alım uygulamalarının karakteristik özelliklerinden birisidir. Çünkü pay geri alım uygulamaları, özellikle piyasaların aşırı dalgalanma yaşadığı kriz dönemlerinde dalgalanmaların ve oluşabilecek değer kayıplarının önüne geçmek için yoğun bir şekilde kullanılabilir.



Şekil 5.2. Pay Geri Alım Duyurularının Sektörlere göre Dağılımı

Çalışmada, pay geri alım duyurularının sektörlere göre dağılımı da verilmektedir. Şekilde görüldüğü üzere, pay geri alım duyurularının %39 ile en fazla Mali Kuruluşlar sektöründe gerçekleştiği bunu ise %29 ile İmalat Sektörünün takip ettiği görülmektedir.

Çalışma kapsamında tespit edilen pay geri alım duyurularını gerçekleştiren şirketlere ait getiriler, BIST 100 endeks getirisi ve pay geri alım duyuru tarihleri gibi veriler kullanılmıştır. Ayrıca, çalışma kapsamında, şirketlerin pay geri alım kararlarına hangi faktörlerin etki ettiği incelenecektir. Bu kapsamda belirlenen faktörler ise aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 5.1. Pay Geri Alım Kararlarına Etki Ettiği Düşünülen Faktörler

Değişken	Temsil Ettiği Kavram	Formül
ND	Nakit Düzeyi	Nakit vb. $i(t-1)$ /Varlıklar $i(t-1)$
PBK	Pay Başına Kazanç	(Net Dönem Net Kârı Pay Fiyatı) $i(t-1)$
PD/DD	Piyasa değeri / Defter değeri	PD/DD $i(t-1)$
TV	Temettü Verimi	(Pay başına Temettü /Pay Fiyatı) $i(t-1)$
AB	Aktif Büyüklüğü	Log (Varlıklar) $i(t-1)$
KO	Kaldıraç Oranı	(Finansal Borçlar/Varlıklar) $i(t-1)$
MODV	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	MODV/Varlıklar $i(t-1)$
KD	Kârlılık Düzeyi	FVÖK/Top. Varlıklar $i(t-1)$
MD	Mülkiyet Düzeyi	Sahip Olunan Pay Miktarı/ Tedavüldeki Pay Miktarı

Tablo 5.1’ de çalışma kapsamında kullanılacak bazı finansal oranlar ve temsil ettiği kavramlar verilmektedir. Tablo ’da verilen finansal oranlar firmaların pay geri alım duyurularını gerçekleştirdikleri yılın öncesindeki döneme ait finansal oranlardır.

5.4.VERİLERİN TOPLANMASI

Çalışma kapsamında, 2010 ve 2018 yılları arasındaki dönem içerisinde gerçekleştirilen pay geri alım duyuruları KAP ’ta yayımlanan ikincil veri kaynağı niteliğindeki özel durum açıklamalarından elde edilmiştir. Ayrıca, tespit edilen pay geri alım duyurularını gerçekleştiren şirketlerin ve BIST100 endeksinin aynı döneme ilişkin fiyat verilerine de ihtiyaç duyulmakta olup ihtiyaç duyulan bu veriler FINNET veri dağıtım platformundan elde edilmiştir. Çalışma da ayrıca şirketlerin pay geri alım kararına etki eden faktörlerin tespit edilebilmesi için bu şirketlerin pay geri alım duyurusu gerçekleştirdiği yılın bir öncesine ait finansal verilerinden faydalanılacak olup bu veriler de FINNET veri dağıtım platformundan elde edilmiştir.

5.5. KULLANILAN METODOLOJİ

Çalışma kapsamında, uygulama kısmı üç farklı aşamadan oluşmaktadır. Öncelikle pay geri alım kararlarına hangi faktörlerin etki ettiği hususu incelenecek, ardından ise Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen pay geri alımlarının kısa dönemli performansı ele alınacaktır. Bu kapsamda her bir uygulama için farklı yöntemlerden faydalanılacaktır. Yararlanılacak yöntemlere ilişkin metodoloji ise aşağıda yer alan başlıklar altında verilmektedir.

5.5.1. Pay Geri Alımlarının Belirleyicilerini Tespit Etmek İçin Uygulanan Metodoloji

Çalışma kapsamında öncelikle, pay geri alım kararlarına hangi faktörlerin etki ettiği hususu incelenmektedir. Bu kapsamda, lojistik regresyon yönteminden faydalanılmaktadır.

Lojistik regresyon analizinde amaç, kategorik bağımlı değişkenin değerini tahmin etmektir. Bu nedenle iki veya daha fazla gruba ilişkin “üyelik” tahmini gerçekleştirilmektedir. Lojistik regresyon, bağımlı değişkenin 0 ve 1 gibi ikili değer aldığı veya ikiden çok düzey içeren kesikli değişkenin bulunduğu durumlarda normallik varsayımının bozulması sebebi ile doğrusal regresyon analizine bir alternatif oluşturmaktadır (Çokluk, 2010: 1359).

Adını bağımlı değişkene uygulanan logit dönüşürmeden alan lojistik regresyon bir diğer ifade ile logit regresyon, birden fazla bağımsız değişken ile kategorik bir bağımlı değişken arasındaki ilişkiyi analiz etmekte ve lojistik eğrisine uyarak bir olayın olma olasılığını tahmin etmektedir. Lojistik regresyon ve çok terimli lojistik regresyon olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Park, 2013: 155). Lojistik dağılım fonksiyonunu incelemek için iki kategorili bağımlı değişken ele alınabilmektedir.

$$P_i = E(Y = 1/X_i) = 1 / 1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 X_i)} \quad [5.1]$$

$Z_i = \beta_0 + \beta_1 X_i$ dönüşümünün gerçekleştirilmesi sonrasında

$$P_i = 1 / 1 + e^{-Z_i} \text{ denklemini elde edilmektedir.} \quad [5.2]$$

Elde edilen bu yeni denklem lojistik dağılım fonksiyonu olarak da bilinmektedir. Denklemde yer a Z_i , $-\infty$ ve $+\infty$ aralığında bir değer alır iken P_i ise 0 ve 1 aralığında bir değer almaktadır. Z_i dolayısı ile X_i denklemden de anlaşılacağı üzere P_i ile doğrusal olmayan bir ilişkiye sahiptir. Ancak matematiksel işlemlerle bu durum doğrusal hale getirilebilmektedir (Yavuz, 2015: 179).

Bir X değeri üzerinde gerçekleşmesi beklenen olayın gerçekleşme olasılığı lojistik dağılım fonksiyonunda yerine yazılarak bulunmaktadır. Modeldeki β katsayısı ise X 'de gerçekleşecek bir birimlik artışın L 'de yapacağı değişimi yani beklenen olayın gerçekleşme olasılığına etkisini göstermektedir (Baydemir, 2014: 34). Beklenen olayın gerçekleşmeme olasılığı ise ;

$$(1 - P_i) = 1 / (1 + e^{Z_i}) \text{ şeklinde formüle edilmektedir} \quad [5.3]$$

Olayın gerçekleşmesi olasılığının gerçekleşmeme olasılığına oranı ise;

$$P_i / (1 - P_i) = (1 + e^{Z_i}) / (1 + e^{-Z_i}) = e^{Z_i} \text{ 'dir.} \quad [5.4]$$

Oluşan bu yeni denklemde her iki tarafın doğal logaritmasının alınmasıyla birlikte lojistik model elde edilmiş olur (Yavuz, 2015: 179).

$$L_i = \ln (P_i / (1 - P_i)) = \ln e^{Z_i} \quad [5.5]$$

Bu dönüşüm sonrası L 'nin, hem katsayılar göre hem de değişkenlere göre doğrusal hale gelmesi sağlanmış olmaktadır.

5.5.2. Pay Geri Alımlarının Kısa Dönem Getiri Performansının İncelenmesi İçin Uygulanan Metodoloji

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

Anormal getirilerin hesaplanabilmesinde ekonomik ve istatistiksel modeller kullanılmaktadır. Ekonomik modeller, sermaye varlıklarını fiyatlama modeli

(CAPM) ve arbitraj fiyatlandırma modeli gibi bir ekonomik teoriye dayanan modeller iken, İstatistiksel modeller, herhangi bir ekonomik teoriye dayanmayan ve fiyat davranışları konusunda çeşitli istatistiksel varsayımlardan yola çıkan modellerdir. Bu modeller, piyasa modeli, faktör modeli ve sabit ortalama getiri modeli, gibi modellerdir (Karakuş, Zor ve Küçük, 2017: 62).

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

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha} + \hat{\beta} R_{mt}) \quad [5.6]$$

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

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

R_{mt} : Market endeksinin t günündeki getirisini ifade etmektedir. Market getirisi olarak BIST 100 Endeks getirisi modele dahil edilmiştir.

$\hat{\alpha}$ ve $\hat{\beta}$ Değerleri ise -255, -21 dönemi için hesaplanan parametrelerdir.

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

Kullanılacak tahmin süresi olarak Andriosopoulos ve Lasfer (2015) takip edilmiş ve süre olarak olay günü öncesindeki yaklaşık bir yıllık bir zaman aralığını kapsadığı düşünülerek -255, -21 dönemi ele alınmıştır. Belirlenen bu zaman aralığında -255 günlük dönem, tahmin penceresini ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile duyurunun henüz gerçekleşmemiş iken, pay getirilerinde, piyasa getirisine kıyasla gerçekleşen normal davranışı ifade etmektedir (Yıldırım, Yıldız ve Aydemir, 2018: 19).

Ayrıca Ikenberry vd.(1995), Peyer ve Vermaelen (2005), Zhang (2005), ve Isa ve Lee (2014) ile benzer şekilde, olay pencereleri olay öncesi 20 gün ve olay sonrası 20 gün olarak ele alınmış -20, +20 olmak üzere toplam 41 günlük bir dönem içerisinde oluşturulmuştur.

Buna göre olay pencereleri, olay öncesi; (-20, -1), (-10, -1), (-5, -1) ve (-3, -1), (-1, 0) ve (0, 0) olay sonrası; (0, +20), (0, +10), (0,+5), (0, +3) ve (0, +1) olay öncesi ve sonrasını kapsayan (-20, +20), (-10, +10), (-5, +5), (-3, +3), (-1, +1) ve (-1, +2) şeklinde belirlenmiştir. Belirlenen her olay penceresi için öncelikle duyuruyu gerçekleştiren her bir şirket için anormal getiriler hesaplanmıştır. Daha sonra ise her bir şirket için hesaplanan anormal getirilerden (AR) yola çıkılarak ortalama anormal

getiriler (AAR) ve kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) hesaplanmıştır. Bu sayede piyasada pay geri alım duyurularının yatırımcıya genel olarak ne düzeyde bir anormal getiri elde etme imkânı tanıdığı belirlenmeye çalışılmaktadır. Çalışmada anormal getiriler hem piyasanın genel ortalaması hem de pay geri alımlarının gerçekleştiği her sektörün ortalaması şeklinde belirlenmeye çalışılmıştır.

5.6. VERİLERİN ANALİZİ

Çalışma kapsamında elde edilen verilerin analizi üç farklı aşamada gerçekleştirilecektir. İlk aşamada pay geri alım kararlarına etki ettiği düşünülen bazı faktörlerin firmaların pay geri alım kararına etki edip etmediği incelenmektedir. Çalışma da firmaların pay geri alım kararlarına etki eden faktörlerin belirlenebilmesi için yukarıda metodolojisine yer verilen lojistik regresyon yönteminden faydalanılmıştır. Bu doğrultuda öncelikle pay geri alım duyurusu gerçekleştirdiği tespit edilen firmalar ve bu firmalara ait bazı finansal oranlar belirlemiştir. Bu oranlara aşağıda aşağı da yer verilmektedir.

- Nakit düzeyi (ND)
- Pay başına kârlılık oranı (PBK)
- Piyasa değeri/ Defter değeri (PD/DD)
- Temettü verimi (TV)
- Aktif Büyüklüğü (AB)
- Kaldıraç Oranı (KO)
- Maddi olmayan duran varlık (MODV)
- Kârlılık düzeyi (KD),
- Mülkiyet düzeyi (MD)

Yukarıda verilen bu oranların uluslararası literatürde gerçekleştirilen çalışmalar kapsamında pay geri alım kararlarına etki ettiğine dair bulgulara rastlanmaktadır. Bu nedenle, belirlenen oranların, BIST 'de pay geri alım işlemi gerçekleştiren firmaların pay geri alım kararları üzerinde bir etkiye sahip olup olmadıklarının belirlenebilmesi için pay geri alımı gerçekleştiren firmaların bir önceki yıl sonuna ilişkin verilerine ulaşılmış ve bu veriler birer değişken olarak modele dahil edilmiştir.

Çalışmada belirlenen bu değişkenlerin firmaların pay geri alım kararına etkisinin incelenebilmesi amacıyla klinik araştırmalarda kullanılan eşleştirme yönteminden faydalanılmıştır. Yöntemin amacı, incelenen bir durumu, vakayı veya bir hastalığı etkilediği düşünülen faktörler ile bir neden sonuç ilişkisi kurabilmektir. Bu nedenle yöntemde, bir hastalığı veya belirtiyi taşıyan (olgu grubu) ve hastalığı veya belirtiyi taşımadığı düşünülen (kontrol grubu) olmak üzere iki grup belirlenir. Daha sonra ise bu iki grup arasında potansiyel risk etkenlerinin incelenmesi gerçekleştirilmektedir (Pirgarip, 2014: 140).

Çalışmada pay geri alım kararı alan şirketlerden oluşan grup olgu grubu, ilgili dönem içerisinde veya daha önceki dönemlerde pay geri alım kararı almamış şirketlerden oluşan grup ise kontrol grubu olarak belirlenmiştir. Olgu grubu ve kontrol grubu oluşturulurken Jagannathan ve Stephens (2003), Mitchel ve Dharmawan (2007) ve Andriosopoulos ve Hoque (2013) takip edilerek bire bir (1:1) eşleştirme gerçekleştirilmiştir. Buna göre firmalar, buldukları sektör, büyüklük düzeyi ve PD/DD oranı gibi üç farklı kıstas temel alınarak eşleştirmeler gerçekleştirilmiştir. Sektörlere göre eşleştirme gerçekleştirilirken mümkün olan en alt kırılmalar dikkate alınmıştır. Büyüklük düzeyi ve PD/DD oranlarına göre eşleştirme gerçekleştirilirken ise Pirgarip (2014) takip edilerek %10, %20 ve %25 marjları esas alınmış ve şirketler birbiri ile eşleşene kadar karşılaştırmalar yapılmıştır. Bu sayede eşleşen şirketlerin mümkün olabildiğince en yakın oranlara sahip olmaları sağlanmaya çalışılmıştır. Lojistik regresyonu kapsamında oluşturulan model şu şekildedir;

$$PGA_{it} = \beta_1 ND_i(t-1) + \beta_2 PBK_i(t-1) + \beta_3 PD/DD_i(t-1) + \beta_4 TV_i(t-1) + \beta_5 AB_i(t-1) + \beta_6 KO_i(t-1) + \beta_7 MODV_i(t-1) + \beta_8 KD_i(t-1) + \beta_9 MD_i(t-1)$$

Eşleştirmelerin de tamamlanması sonucunda, belirlenen faktörlerin pay geri alım kararına etki edip etmediğinin incelenebilmesi için yukarıda verilen model her bir eşleştirme türü için ayrı ayrı gerçekleştirilen lojistik regresyon yardımıyla test edilmiş ve elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

İkinci aşamada ise şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyurularının pay fiyatlarına kısa dönemli etkisi ele alınmış olup bu sayede pay geri alım duyurularının yatırımcıya mesaj verme hususunda ne derecede başarılı olduğunun ortaya konulması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda şirketlere ait pay geri

alım duyurularına ilişkin tarihler olay günü olarak değerlendirilmektedir. Sonrasında ise olay günü öncesine ait yaklaşık olarak bir yıllık süreci kapsadığı düşünülen 255 günlük fiyat verileri kullanılarak olay çalışması (event study) metodolojisinde yaygın olarak kullanılan yöntemlerden olan piyasa modeli yardımıyla beklenen getiriler hesaplanmaktadır. Bunun ardından olay gününün öncesi ve sonrasını ifade edecek şekilde belirlenen -20 ve +20 günlük bir aralığı ifade eden toplam 41 günlük dönem içerisindeki her bir gün için ortalama anormal getiri (AAR - average abnormal return) değerleri hesaplanmaktadır. Bu sayede duyuru tarihi için hesaplanan AAR değerleri belirlenmiş olmaktadır.

Bunun ardından ise belirlenen 41 günlük dönem içerisinde, duyuru öncesi, duyuru sonrası ve her iki dönemde ele alındığı birleşik dönemlere ilişkin alt olay pencereleri açılacaktır. Açılan bu olay pencereleri için ise kümülatif ortalama anormal getiri (CAAR - Cumulative average abnormal return) değerleri hesaplanacaktır. Bu sayede belirlenen farklı gün aralıklarını içeren olay pencerelerinde kümülatif ortalama anormal getirilerin miktarı belirlenmiş olacak ve duyuru tarihleri ile getiriler arasındaki etkileşim ortaya konmuş olacaktır.

ALTINCI BÖLÜM BULGULAR VE TARTIŞMA

Bu bölümde öncelikle, Borsa İstanbul'da şirketlerin pay geri alım kararlarında hangi faktörlerin etkili olduğu, daha sonra ise gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki kısa dönemli etkisi ele alınmış ve gerçekleştirilen testler sonucu elde edilen ampirik bulgulara yer verilmiştir.

6.1. PAY GERİ ALIM KARARLARININ BELİRLEYİCİLERİ

Sadece bir amacı belirten ve herhangi bir taahhüt içermeyen pay geri alım duyuruları işlem maliyetleri haricinde neredeyse maliyetsizdir. Özellikle son yıllarda giderek yaygınlaşan ve ülkemizde de uygulanmakta olan bu işlem fazla nakdin ortaklara dağıtılması hususunda şirketlere büyük bir esneklik tanımaktadır. Ayrıca, piyasalarda düşük değerlenen payların gerçek değerlerini bulması ve ele geçirilmek istenen bir şirketin kendini korumaya çalışması gibi hususlarda pay geri alım işlemleri için birer motivasyon unsurlarıdır.

Özellikle, uluslararası literatürde pay geri alım konusu üzerine gerçekleştirilmiş birçok çalışmanın bulunduğu belirlenmiştir. Bu çalışmaların önemli bir kısmı da şirketlerin pay geri alım kararlarında etki eden faktörlerin neler olduğu üzerine gerçekleştirilmiştir. Uluslararası literatürde gerçekleştirilen birçok çalışma kapsamında cevap aranan şirketlerin pay geri alım kararlarına hangi faktörlerin etki ettiği hususu bu çalışmanın da cevap aramakta olduğu problemler arasında yer almaktadır.

Bu kapsamda Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren tüm şirketler ve bu şirketlerin pay geri alım duyuruları incelenmiştir. Diğer şirketlerden daha farklı düzenlemelere tabi olmaları nedeni ile mali kuruluşlar çalışma kapsamı dışında

bırakılmıştır. Mali şirketlerin çalışma kapsamı dışında bırakılması ile birlikte çalışmaya dahil edilebilecek toplam 64 şirket tarafından farklı tarihlerde gerçekleştirilen 82 pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Çalışmada, pay geri alım işlemi gerçekleştiren şirketlerin ve pay geri alım duyuru tarihlerinin tespit edilmesinin ardından, literatürde pay geri alım kararına etki ettiği belirlenen bazı finansal oranlarda çalışmaya dâhil edilmiştir. Belirlenen finansal oranlara ve literatürde bu oranların pay geri alım kararlarına etkisi hususunda gerçekleştirilen bazı çalışmalardan elde edilen bulgulara aşağıda yer verilmektedir.

Çalışma kapsamında nakdin doğru değerlendirilmesi yaklaşımı çerçevesinde belirlenen nakit düzeyi (ND) değişkeninin, pay geri alım kararlarına etki edip etmediği hususu incelenmektedir. Literatürde gerçekleştirilen çalışmaların bazılarında nakit düzeyi ile pay geri alım kararları arasında bir ilişkinin var olduğuna dair bazı bulgular elde edilmiştir. Örneğin; Ditmar (2000), Mitchell ve Dharmwan (2007) gibi çalışmalar, yüksek nakit düzeyine sahip olan firmaların pay geri alım kararı almaya daha yatkın olduğu sonucunu ortaya koymuşlardır. Bu nedenle çalışma kapsamına alınan nakit düzeyi (ND) değişkeninin pay geri alım kararına pozitif yönde etki edeceği ve yüksek nakit düzeyine sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın olacağı beklenmektedir.

Piyasaya mesaj verilmesi yaklaşımı çerçevesinde ise pay başına kârlılık oranı (PBK) belirlenmiştir. Literatürde gerçekleştirilen bazı çalışmalar neticesinde PBK oranı ile pay geri alım kararı arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığına işaret eden bulgulara rastlanmıştır. Buna göre şirketler pay fiyatlarının gerçek değerinin altında ve düşük değerlendiğini düşündüklerinde piyasaya payların gerçek değerinin altında değerlendirildiği mesajını vermek amacıyla pay geri alımı kararı almaya daha yatkın olmaktadır. Hatta kimi zaman, gerçekte değer düşüklüğü söz konusu olmasa dahi piyasa analistlerini yanıltmak ve PBK oranını yükseltmek amacıyla pay geri alım kararı alınabilmektedir (Hribar vd. 2006: 4). Bu durum Dittmar ve Field (2015), Uxu ve Taylor (2017) gibi çalışmalar tarafından da desteklenmektedir. Bu nedenle çalışma kapsamında ele alınan PBK oranının pay geri alım kararlarında etkili olacağı ve nispeten daha düşük PBK oranına sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın olduğu öngörülmektedir.

Aynı yaklaşım göz önünde bulundurularak belirlenen bir diğer değişken Piyasa değeri/ Defter değeri (PD/DD) oranıdır. Literatürde Ikenberry vd., (1995), Andres, Betzer, Doumet ve Theissen (2014) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda

daha düşük PD/DD oranına sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın oldukları belirlenmiştir. Buna göre, çalışma kapsamında da PD/DD oranı değişkeninin pay geri alım kararı ile negatif yönde bir ilişkiye sahip olduğu ve daha düşük PD/DD oranına sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın olması beklenmektedir.

Temettü verimi (TV) ise şirketlerin pay geri alım kararı almalarında etkili olduğu düşünülen bir diğer değişkendir. Pay geri alımları bazı durumlarda yatırımcılar tarafından nakit temettü' nün bir ikamesi olarak görülmektedir (Grullon ve Michaely, 2002: 3). Ancak, Ditmar (2000) ve Denis ve Osobov (2008) gibi çalışmalar bu durumun aksini savunmakta ve gerçekleştirmiş oldukları çalışmalar neticesinde ise pay geri alımları ile nakit temettü dağıtımının birbirinin ikamesi olduğuna dair herhangi bir bulguya rastlanmadığını belirtmektedirler. Bir diğer çalışmada ise Jagannathan vd. (2000) pay geri alımlarının nakit temettülerin ikamesi olmaktan ziyade tamamlayıcısı olduğuna dair kanıtlar ortaya koymuştur. Bu çalışmada kapsamında da, pay geri alımlarının yatırımcılar tarafından nakit temettü dağıtımının bir ikamesi olarak algılandığı ve daha düşük TV oranına sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın oldukları beklenmektedir.

Aktif Büyüklüğü (AB) değişkeni ise bilgi asimetrisinin pay geri alım kararları üzerindeki etkisinin incelenmesi amacıyla çalışmaya dahil edilmiştir. Literatürde, aktif büyüklüğü ile pay geri alım kararlarının birbiriyle ilişkili olduğunu gösteren bazı çalışmalar bulunmaktadır. Gupta (2006)'ya göre daha küçük aktif büyüklüğe (AB) sahip olan şirketlerde bilgi asimetrisi düzeyi yüksektir. Varmaelen (1981) ve Bhattacharya ve Ditmar (2003) çalışmaları da bu durumu desteklemektedir. Varmaelen (1981)'e göre daha küçük (AB) oranına sahip olan şirketler yüksek olan bilgi asimetrisinin yanı sıra düşük değerlenme durumuna da daha fazla sahip olan şirketlerdir. Bu tür şirketler pay geri alım kararı alımına daha yatkın olan şirketlerdir. Bu kapsamda çalışmaya dahil edilen aktif büyüklüğü (AB) değişkeni ile pay geri alımların negatif düzeyde bir ilişkiye sahip olduğu ve daha küçük AB oranına sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı alımına daha yatkın olduğu düşünülmektedir.

Kaldıraç Oranı (KO) değişkeni şirketlerin sermaye yapısını değiştirmek maksadı ile pay geri alım kararı alıp almadıklarını incelemek için çalışmaya dahil edilmiştir. Literatürde, gerçekleştirilmiş olan bazı çalışmalarda düşük kaldıraç oranına sahip olan şirketlerin pay geri alımı gerçekleştirmeye ve bu sayede sermaye

yapılarını değiştirmeye çalıştıklarına dair bazı bulgular ortaya konulmuştur. Jagannathan ve Stephens (2003)' de çalışması neticesinde bu durumu destekleyen bulgular elde etmiş ve daha düşük kaldıraç oranına sahip olan şirketlerin pay geri alımına daha yatkın olduğunu belirtmişlerdir. Bu çalışmada da literatürdeki çalışmalara benzer bir şekilde daha düşük kaldıraç oranına (KO) sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın olacağı beklenmektedir.

Bilgi asimetrisinin varlığını gösteren diğer bir değişken olan maddi olmayan duran varlık (MODV) değişkeni de çalışma kapsamında ele alınmıştır. Barth ve Kasznik (1999)'a göre maddi olmayan duran varlıkların mevcudiyeti bilgi asimetrisini arttırabilen unsurlardandır. Bu nedenle şirket paylarının düşük değerlenmesine neden olabilmektedir. Çalışma kapsamında da MODV değişkeninin pay geri alım kararları ile pozitif yönde bir ilişkiye sahip olduğu ve MODV oranı yüksek olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın olmaları beklenmektedir.

Kârlılık düzeyi (KD), pay geri alım kararına etki ettiği düşünülen bir diğer değişken olarak çalışmaya dahil edilmiştir. Buna göre kârlılık düzeyi (KD) değişkeninin pay geri alım kararı ile pozitif bir ilişkiye sahip olması beklenmekte ve KD düzeyi yüksek olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın olmaları düşünülmektedir. Bu durum; literatürde şirket yöneticilerinin daha yüksek kârlılık sağlayacak fırsatları görmesi sonucunda, yatırımcılara şirketin geleceğine olan güvenlerini göstermek adına mesaj vermek maksadıyla pay geri alım kararı alma ihtimallerinin daha yüksek olacağı şeklinde açıklanmaktadır (Yarram, 2014: 259).

Çalışma kapsamında pay geri alım kararlarına etki ettiği düşünülen son değişken ise Mülkiyet düzeyi (MD) olarak belirlenmiştir. Buna göre MD düzeyi düşük olan şirketlerin aracı maliyetlerini düşürmek ve şirketin kontrolünü sağlayabilmek adına pay geri alım kararı almaya daha yatkın olduklarına dair bazı bulgulara rastlanılmıştır. Bu durumu Jagannathan ve Stephens (2003) ve Mitchell ve Dharmawan (2007) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarla da desteklemektedir. Bu nedenle çalışma kapsamında MD değişkeninin pay geri alım kararı ile negatif bir ilişkiye sahip olduğu ve daha düşük MD oranına sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın olmaları beklenmektedir.

Çalışmada belirlenen bu değişkenlerin firmaların pay geri alım kararlarına etkisinin incelenebilmesi amacıyla klinik araştırmalarda kullanılan eşleştirme

yönteminden faydalanılmış ve firmaların buldukları sektör, büyüklük düzeyi ve PD/DD oranı gibi üç farklı kıstas temel alınarak eşleştirmeler gerçekleştirilmiştir. Eşleştirmelerin de tamamlanması sonucunda, belirlenen faktörlerin pay geri alım kararına etki edip etmediği her bir eşleştirme türü için ayrı ayrı gerçekleştirilen lojistik regresyon analizi yardımıyla test edilmiş ve elde edilen bulgulara aşağıda yer verilmiştir.

6.1.1. Şirketlerin Sektöre Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Analizi

Çalışma kapsamında Borsa İstanbul'da 04.01.2010 ile 27.06.2018 tarihleri arasındaki dönem içerisinde gerçekleşen pay geri alım duyuruları ele alınmaktadır. Bu doğrultuda, gerçekleştirilen inceleme sonucunda toplam 146 pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Ancak, Mali şirketlerin ve verilerine erişilemeyen bazı şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyurularının analiz dışında bırakılması neticesinde pay geri alım duyurusu sayısı 82 olarak belirlenmiştir. Belirlenen her bir duyuruyu gerçekleştiren şirketin bulunduğu ana sektör ve alt sektör tespit edilmiştir. Sonrasında ise bu şirketin bulunduğu sektörde veya ona en yakın sektörde faaliyet gösteren ancak daha önce herhangi bir pay geri alım duyurusu gerçekleştirmemiş diğer bir şirket tespit edilmiş ve pay geri alım duyurusu gerçekleştiren şirketle eşleştirilmiştir. Eşleştirme sonucunda pay geri alım duyurusu gerçekleştiren ve gerçekleştirmeyen olmak üzere toplam 164 gözlem sayısına ulaşılmıştır. Buna göre, pay geri alım duyuruları gerçekleştiren şirketlere 1, gerçekleştirmeyen şirketlere ise 0 değeri atanmıştır. Bunun ardından analiz kapsamına alınan tüm şirketlere ait belirlenen finansal oranlar hesaplanmış ve çalışmaya dahil edilmiştir. Sektörlere göre eşleştirme sonucunda elde edilene ilişkin tanımlayıcı istatistikler aşağıda yer alan tablo da verilmektedir.

Tablo 6.1. Sektöre Göre Eşleştirme Sonucunda Elde Edilen Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Değişkenler	Gözlem	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Std. Sapma
AB	164	8.367	8.281	10.678	6.556	0.819
KO	164	0.236	0.225	0.660	0.000	0.188
KD	164	9.733	8.625	54.916	-13.784	9.687
MODV	164	5.712	5.737	9.917	0.000	1.942
ND	164	0.139	0.091	0.583	0.001	0.139
PBK	164	0.660	0.178	11.278	0.000	1.559
PD/DD	164	2.564	1.324	31.467	-1.566	4.350
MD	164	0.662	0.690	1.000	0.050	0.199
TV	164	1.910	0.000	15.320	0.000	3.189

Yukarıda verilen tablo 6.1’ de sektörlere göre eşleştirilmiş olan şirketlerin çalışma kapsamında ele alınan finansal oranlarına ilişkin tanımlayıcı istatistiklere yer verilmektedir. Buna göre kârlılık düzeyi değişkeni 9,733 ile en yüksek ortalamaya sahip olan değişken olarak belirlenirken, ikinci sırayı ise 8,367 değeri ile Aktif büyüklüğü değişkeninin aldığı gözlemlenmiştir. En düşük ortalamanın ise 0,139 değeri ile Nakit düzeyi değişkeni için hesaplandığı belirlenmiştir. Verilere ilişkin hesaplanan standart sapma değerleri incelendiğinde ise en yüksek değer 9,687 ile Kârlılık düzeyi için hesaplandığı bunu ise 4,350 değeri ile PD/DD değişkeninin takip ettiği tespit edilmiştir. Dolayısı ile bu iki değişkene ait verilerde volatilitenin daha yüksek olduğu görülürken bu durumu maksimum ve minimum değerlerinin destekledikleri belirlenmiştir.

Tablo 6.2. Sektöre Göre Eşleştirme Sonucunda Elde Edilen Verilerin Korelasyon Düzeyleri

Değişken	PGA	AB	KO	KD	MODV	ND	PBK	PD/DD	MD	TV
PGA	1.00									
AB	0.02	1.00								
KO	-0.08	0.26	1.00							
KD	0.01	0.27	-0.01	1.00						
MODV	0.09	0.44	0.20	0.34	1.00					
ND	0.00	0.23	-0.10	0.43	0.43	1.00				
PBK	-0.11	0.24	-0.02	0.34	0.25	0.21	1.00			
PD/DD	0.07	-0.01	-0.10	0.29	0.20	0.31	0.07	1.00		
MD	-0.23	0.10	0.01	0.19	0.18	0.16	0.14	0.09	1.00	
TV	0.05	0.32	-0.08	0.23	0.29	0.19	0.19	0.17	0.17	1.00

Yukarıda verilen tablo 6.2' de ise şirketlerin sektörlere eşleştirilmesi sonucunda belirlenen değişkenlerin birbiri ile olan korelasyon düzeyleri verilmektedir. Buna göre en yüksek korelasyon düzeyinin 0,44 değeri ile maddi olmaya duran varlık ve aktif büyüklüğü değişkenleri arasında gerçekleştiği bunu ise 0,43 ile maddi olmayan duran varlık değişkeni ve nakit düzeyi değişkeni arasındaki korelasyon düzeyinin takip ettiği belirlenmiştir. Bu durumda, genel olarak sektöre göre eşleştirme durumunda belirlenen değişkenlerin birbirleri ile olan korelasyon düzeylerinin düşük olduğu görülmektedir. Belirlenen değişkenlere ait korelasyon düzeylerinin incelenmesinin ardından, bu değişkenlerin pay geri alım kararlarına etki edip etmediğinin belirlenebilmesi için lojistik regresyon analizi gerçekleştirilmiştir.

Tablo 6.3. Sektöre Göre Eşleştirme Durumunda Lojistik Regresyon Model Özeti

-2 Log likelihood	Cox & Snell R²	Nagelkerke R²
208,315 ^a	.110	.146

Yukarıda verilen tablo 6.3'de lojistik regresyon analizi için literatürde sıklıkla kullanılan iki farklı R² değeri verilmektedir. Buna göre verilen R² değerleri modelin açıklama gücünü göstermektedir. Tablo 6.3 'de verilen R² değerleri incelendiğinde, Nagelkerke R² değerinin daha yüksek olduğu ve bu değer yaklaşık olarak % 15 (0,146) olarak hesaplandığı görülmektedir.

Tablo 6.4. Sektöre Göre Eşleştirme Durumunda Lojistik Regresyon Model Uyum Testi

Ki- kâre	SD	P
11.348	8	.183

Modelin açıklama düzeyinin incelenmesinin ardından, modelin uyumluluğu test edilmiştir. Lojistik regresyon analizinde modele ilişkin uyumluluğun değerlendirilmesi için kullanılan yaygın metotlardan biriside Hosmer ve Lemeshow testidir. Bu testin sonucunun anlamsız olarak belirlenmesi yani anlamlılık değerinin 0,05'den büyük olması model ile veri uyumunun iyi olduğunu göstermektedir. Bu çalışma kapsamında gerçekleştirilen Hosmer ve Lemeshow testi sonucu ise yukarıda yer alan tabloda verilmektedir. Buna göre anlamlılık düzeyi değerinin 0,183 olarak hesaplandığı ve bu değer 0,05'den büyük olduğu gözlemlenmiş ve modelin uyumunun iyi olduğu tespit edilmiştir.

Model uyum testinin gerçekleştirilmesi ve model uyumluluğunun sağlanması ile birlikte lojistik regresyon analizi sonucunda değişkenlerin almış oldukları değerlerin incelenmesine geçilmiştir. Test sonucunda elde edilen bulgular aşağıda verilen tabloda görülmektedir.

Tablo 6.5. Şirketlerin Sektöre Göre Eşleştirilmesi Durumunda Elde Edilen Lojistik Regresyon Modeli İçin Değişkenlerin Katsayıları

Değişkenler	β	S.H.	Wald	P	Ψ
C	1.829	2.090	.766	.381	6.230
PD/DD	.018	.044	.159	.690	1.018
PBK	-.257	.159	2.627	.105	.773
TV	.043	.057	.557	.455	1.044
KD	.022	.023	.919	.338	1.022
AB	-.109	.287	.145	.704	.897
ND	1.222	1.460	.701	.403	.295
MODV	.231	.130	3.148	.076	1.259
KO	-1.284	.962	1.783	.182	.277
MD	-2.924	.925	9.993	.002	.054

Tablo 6.5’ de, değişkenlere ait hesaplanan β değerleri yani katsayıları, standart hata değerleri, Wald test istatistikleri, anlamlılık (p) değerleri ve son olarak odds (ψ) değerleri verilmektedir. β değerleri yani katsayılar incelendiğinde mutlak değer içerisinde en yüksek katsayının -2,924 ile mülkiyet düzeyi (MD) değişkenine ait olduğu ancak bu katsayının yönünün negatif olduğu gözlemlenmektedir. Bu sonuç ise mülkiyet düzeyi daha düşük olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın olduklarını göstermektedir.

Anlamlılık değeri incelendiğinde ise bu değişkene ait elde edilen sonucun anlamlılık düzeyinin 0,02 olarak hesaplandığı ve dolayısı ile %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. Buna göre elde edilen bulgular neticesinde ‘*H_{1,9}. Mülkiyet düzeyi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir*’ hipotezi kabul edilmektedir. Çalışma da katsayıları nispeten daha yüksek olan kaldıraç oranı (KO) ve nakit düzeyi (ND) değişkenlerinin pay geri alım kararlarına etkileri incelendiğinde ise kaldıraç oranı değişkenin negatif, nakit düzeyi değişkenin ise pozitif yönde bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Bir diğer ifade ile kaldıraç oranı açısından, daha düşük kaldıraç oranına sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya yatkın olduğu gözlemlenirken, nakit düzeyi açısından, bu durum tam tersidir. Bu sonuçlar literatürle de örtüşmektedir. Ancak anlamlılık düzeyleri incelendiğinde her iki değişkene ait sonuçların da istatistiki olarak anlamlı olmadığı

tespit edilmiştir. Bu nedenle “ $H_{1.1}$. Nakit seviyesi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir” ve “ $H_{1.6}$. Kaldıraç oranı şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir” hipotezleri ret edilmektedir. Çalışma kapsamında ele alınan pay başına kazanç (PBK), piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD), temettü verimi (TV) ve Aktif büyüklüğü değişkenlerinin de istatistiki olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir. Dolayısıyla ile “ $H_{1.2}$. PBK oranı şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir”, “ $H_{1.3}$. PD/DD oranı şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir”, “ $H_{1.4}$. Temettü verimi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir”, “ $H_{1.5}$. Aktif büyüklüğü şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir” ve “ $H_{1.8}$. Kârlılık düzeyi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir” hipotezleri de ret edilmektedir.

Çalışmada istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenen bir diğer değişken maddi olmayan duran varlık (MODV) değişkenidir. Buna göre MODV değişkeni hesaplanan 0,231 katsayı değeri ile pay geri alım kararlarına pozitif yönde etki etmektedir. Daha net bir ifade ile maddi olmayan duran varlıklara sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın oldukları belirlenmiştir. Bu değişkene ilişkin anlamlılık düzeyi incelendiğinde ise MODV değişkeninin 0,076 olarak hesaplanan değer ile %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Buna göre “ $H_{1.7}$. Maddi olmayan duran varlık seviyesi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir” hipotezi de kabul edilen bir diğer hipotezdir.

6.1.2. Şirketlerin Aktif Büyüklüklerine Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Analizi

Çalışma kapsamında ayrıca, belirlenen her bir duyuruyu gerçekleştiren şirketin aktif büyüklüğü göz önünde bulundurulmuş ve pay geri alım duyurusu gerçekleştiren şirketler ile pay geri alım duyurusu gerçekleştirilmeyen şirketlerin eşleştirilmesi şirketlerin aktif büyüklük (AB) oranlarına göre de gerçekleştirilmiştir. Eşleştirme sonucunda pay geri alım duyurusu gerçekleştiren ve gerçekleştirilmeyen olmak üzere toplam 164 gözlem sayısına ulaşılmıştır. Buna göre, pay geri alım duyuruları gerçekleştiren şirketlere 1, gerçekleştirilmeyen şirketlere ise 0 değeri atanmıştır. Bunun ardından analiz kapsamına alınan tüm şirketlere ait belirlenen finansal oranlar hesaplanmış ve çalışmaya dahil edilmiştir. Ancak şirketlerin eşleştirilmesi aşamasında aktif büyüklük (AB) oranı kullanılması nedeni ile AB

değişkeni regresyona dahil edilmemiştir. Aktif büyüklük oranına göre eşleştirme sonucunda elde edilen verilere ilişkin tanımlayıcı istatistikler aşağıda yer alan tablo da verilmektedir.

Tablo 6.6. Aktif Büyüklüğe Göre Eşleştirme Sonucunda Elde Edilen Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Değişkenler	Gözlem	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Std. Sapma
PGA	164	0.50	0.50	1.00	0.00	0.50
KO	164	0.24	0.23	2.82	0.00	0.27
KD	164	10.03	8.94	76.07	-13.78	10.26
MODV	164	5.50	5.78	10.09	0.00	1.83
ND	164	0.13	0.08	0.73	0.00	0.15
PBK	164	0.91	0.18	39.53	0.00	3.60
PD/DD	164	2.54	1.18	31.47	-0.17	4.56
MD	164	0.67	0.69	1.00	0.05	0.20
TV	164	1.73	0.00	13.47	0.00	2.91

Tablo 6.6’ da pay geri alım duyurusu gerçekleştiren ve gerçekleştirmeyen şirketlerin aktif büyüklüklerine göre eşleştirilmesi sonucunda, ele alınan şirketlerin değişken olarak atanan finansal oranlarına ilişkin tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Buna göre Kârlılık düzeyi değişkeni 10,03 ile en yüksek ortalamaya sahip olan değişken olarak belirlenirken, ikinci sırayı 5,50 değeri ile maddi olmayan duran varlık değişkeninin aldığı gözlemlenmiştir. En düşük ortalamanın ise 0,24 değeri ile kaldıraç oranı değişkeni için hesaplandığı belirlenmiştir. Verilere ilişkin hesaplanan standart sapma değerleri incelendiğinde ise en yüksek değer 10,26 ile Kârlılık düzeyi için hesaplandığı bunu ise 4,56 değeri ile PD/DD değişkeninin takip ettiği, dolayısı ile bu iki değişkene ait verilerde volatilitenin daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.7. Aktif Büyüklüğe Göre Eşleştirme Sonucunda Elde Edilen Verilerin Korelasyon Düzeyleri

DEĞİŞKENLER	PGA	KO	KD	MODV	ND	PBK	PD/DD	MD	TV
PGA	1.00								
KO	-0.10	1.00							
KD	-0.03	-0.12	1.00						
MODV	0.16	0.08	0.09	1.00					
ND	0.10	-0.19	0.27	0.26	1.00				
PBK	-0.13	-0.01	0.35	0.00	0.08	1.00			
PD/DD	0.07	-0.07	0.27	0.19	0.33	-0.01	1.00		
MD	-0.22	-0.09	0.11	0.04	0.07	0.18	0.05	1.00	
TV	0.07	-0.08	0.26	0.23	0.06	0.09	0.11	0.12	1.00

Yukarıda verilen tablo 6.7’ de şirketlerin aktif büyüklüklerine göre eşleştirilmesi sonucunda belirlenen değişkenlerin birbiri ile olan korelasyon düzeyleri verilmektedir. Buna göre en yüksek korelasyon düzeyinin 0,35 değeri ile pay başına kazanç ve kârlılık düzeyi değişkenleri arasında gerçekleştiği bunu ise 0,33 ile piyasa değerinin defter değerine oranı ve nakit düzeyi değişkeni arasındaki korelasyon düzeyinin takip ettiği belirlenmiştir. Diğer değişkenlere ait korelasyon düzeylerinin ise oldukça düşük seviyelerde olduğu gözlemlenmiştir. Belirlenen değişkenlere ait korelasyon düzeylerinin incelenmesinin ardından, bu değişkenlerin pay geri alım kararlarına etki edip etmediğinin belirlenebilmesi için lojistik regresyon analizi gerçekleştirilmiştir.

Tablo 6.8. Şirketlerin Aktif Büyüklüklerine Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Model Özeti

-2 Log likelihood	Cox & Snell R²	Nagelkerke R²
207,455 ^a	.114	.152

Yukarıda verilen tablo 6.8’ de lojistik regresyon analizi için kullanılan ve modelin açıklama gücünü gösteren iki farklı R² değeri verilmektedir. Buna göre, Nagelkerke R² değerinin daha yüksek olduğu ve bu değer yaklaşık olarak %15 (0,152) olarak hesaplandığı görülmektedir. Yani modele dahil edilen değişkenler bağımlı değişkendeki değişimin yaklaşık olarak %15’ni açıklamaktadır.

Tablo 6.9. Şirketlerin Aktif Büyüklüklerine Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Model Uyum Testi

Ki- kare	SD	P
11.978	8	.152

Modelin açıklama düzeyinin incelenmesinin ardından, modelin uyumluluğu test edilmiştir. Modelin uyumluluğunun incelenebilmesi için Hosmer ve Lemeshow testi sonuçlarına yer verilmiştir. Bu testin sonucunun anlamsız olarak belirlenmesi yani anlamlılık değerinin 0,05’den büyük olması model ile veri uyumunun iyi olduğunu göstermektedir. Bu çalışma kapsamında gerçekleştirilen Hosmer ve Lemeshow testi sonucunda ise anlamlılık düzeyi değerinin 0,152 olarak hesaplandığı ve bu değer 0,05’den büyük olduğu gözlemlenmiş ve modelin uyumunun iyi olduğu tespit edilmiştir.

Model uyum testinin gerçekleştirilmesi ve model uyumluluğunun sağlanması ile birlikte lojistik regresyon analizi sonucunda değişkenlerin almış oldukları değerlerin incelenmesine geçilmiştir. Test sonucunda elde edilen bulgular aşağıda verilen tabloda görülmektedir.

Tablo 6.10. Şirketlerin Aktif Büyüklüklerine Göre Eşleştirilmesi Durumunda Elde Edilen Lojistik Regresyon Modeli İçin Değişkenlerin Katsayıları

Değişkenler	β	S.H.	Wald	P	Ψ
C	.893	.813	1.206	.272	2.444
PD/DD	.013	.042	.094	.760	1.013
PBK	-.138	.120	1.327	.249	.871
TV	.051	.062	.681	.409	1.052
KD	-.007	.019	.138	.710	.993
ND	.804	1.312	.376	.540	2.234
MODV	.189	.103	3.375	.066	1.208
KO	-1.174	.903	1.693	.193	.309
MD	-2.583	.920	7.889	.005	.076

Yukarıda verilen tablo 6.10' da, gerçekleştirilen lojistik regresyon analizi sonucunda değişkenlere ait hesaplanan β değerleri yani katsayıları, standart hata değerleri, Wald test istatistikleri, anlamlılık (p) değerleri ve son olarak odds (ψ) değerleri verilmektedir. Elde edilen sonuçlar incelendiğinde en yüksek β değerinin (mutlak değer içerisinde) -2,583 ile mülkiyet düzeyi (MD) değişkenine ait olduğu ancak bu katsayının yönünün negatif olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç, daha düşük mülkiyet düzeyi oranına sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın olduklarını göstermektedir. Anlamlılık değerinin incelenmesi sonucunda ise bu değişkene ait elde edilen sonucun anlamlılık düzeyinin 0,005 olarak hesaplandığı ve dolayısı ile %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. Buna göre elde edilen bulgular neticesinde "*H_{1.9}. Mülkiyet düzeyi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir*" hipotezi kabul edilmektedir.

Çalışma da katsayısı nispeten yüksek olarak belirlenen bir diğer değişken ise kaldıraç oranı (KO) değişkenidir. KO değişkeninin pay geri alım kararına etkisi incelendiğinde KO değişkeninin -1,174 değeri ile negatif bir ilişkiyi ortaya koyduğu görülmektedir. Bir diğer ifade ile daha düşük kaldıraç oranına sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın oldukları belirlenmiştir. Ancak, anlamlılık düzeyi incelendiğinde elde edilen bu sonucun istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmıştır. Bu nedenle "*H_{1.6}. Kaldıraç oranı şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir*" hipotezi ret edilmektedir. Çalışma kapsamında ele alınan; Pay

başına kazanç (PBK), Piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD), Temettü verimi (TV), Nakit düzeyi (ND) ve Kârlılık düzeyi (KD) değişkenlerinin de istatistiki olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir. Dolayısı ile “*H_{1.1}. Nakit seviyesi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir*”, “*H_{1.2}. PBK oranı şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir*”, “*H_{1.3}. PD/DD oranı şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir*”, “*H_{1.4}. Temettü verimi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir*” ve “*H_{1.8}. Kârlılık düzeyi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir*” hipotezleri de ret edilmektedir.

Çalışmada istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenen bir diğer değişken ise maddi olmayan duran varlık (MODV) değişkenidir. Buna göre MODV değişkeni, hesaplanan 0,189 katsayı değeri ile pay geri alım kararlarına pozitif yönde etki etmektedir. Daha net bir ifade ile maddi olmayan duran varlıklara sahip olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın oldukları belirlenmiştir. Bu değişkene ilişkin anlamlılık düzeyi incelendiğinde ise MODV değişkeninin 0,066 olarak hesaplanan değer ile %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Buna göre “*H_{1.7}. Maddi olmayan duran varlık seviyesi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir*” hipotezi de kabul edilen bir diğer hipotezdir. Şirketlerin aktif büyüklüklerine göre eşleştirilmesi neticesinde elde edilen bulgular, sektöre göre eşleştirme sonuçlarıyla benzerlik göstermekte ve her iki durumda da şirketlerin pay geri alım kararı almalarında şirketlerin mülkiyet düzeyinin ve sahip olduğu maddi olmayan duran varlık düzeyinin belirleyici olduğu tespit edilmiştir.

6.1.3. Şirketlerin PD/DD Oranlarına Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Analizi

Çalışmada son olarak, şirketlerin PD/DD oranı göz önünde bulundurularak eşleştirilmesine karar verilmiştir. Buna göre pay geri alım duyurusu gerçekleştiren şirketler ile pay geri alım duyurusu gerçekleştirilmeyen şirketlerin eşleştirilmesi şirketlerin PD/DD oranlarına göre gerçekleştirilmiştir. Eşleştirme sonucunda bazı şirketlerin PD/DD oranlarına erişilemediği için bu şirketler analize dahil edilememiştir. Bu nedenle pay geri alım duyurusu gerçekleştiren ve gerçekleştirilmeyen olmak üzere toplam 158 gözlem sayısına ulaşılmıştır. Analize dahil edilen şirketlere, pay geri alım duyuruları gerçekleştirenler için 1, ve gerçekleştirilmeyenler için ise 0 değerleri atanmıştır. Bunun ardından analiz

kapsamına alınan tüm şirketlere ait belirlenen finansal oranlar belirlenmiş ve çalışmaya dahil edilmiştir. Ancak şirketlerin eşleştirilmesi aşamasında PD/DD oranı kullanılması nedeni ile PD/DD değişkeni regresyona dahil edilmemiştir. Gerçekleştirilen eşleştirme sonucunda elde edilen verilere ilişkin tanımlayıcı istatistikler ise aşağıda yer alan tablo da verilmektedir.

Tablo 6.11. PD/DD Oranına Göre Eşleştirme Sonucunda Elde Edilen Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Değişkenler	Gözlem	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Std. Sapma
PGA	158	0.50	0.50	1.00	0.00	0.50
AB	158	8.42	8.35	10.68	6.56	0.75
KO	158	0.22	0.19	0.71	0.00	0.19
KD	158	8.72	8.06	37.05	-13.78	8.11
MODV	158	5.85	5.90	9.91	0.00	1.70
ND	158	0.14	0.09	0.75	0.00	0.14
PBK	158	2.29	0.19	238.35	0.00	19.19
MD	158	0.66	0.69	1.00	0.05	0.20
TV	158	2.44	0.78	16.41	0.00	3.54

Yukarıda verilen tablo 6.11' de, pay geri alım duyurusu gerçekleştiren ve gerçekleştirmeyen şirketlerin PD/DD oranına göre eşleştirilmesi sonucunda, ele alınan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Buna göre Kârlılık düzeyi değişkeni, 8,72 ile en yüksek ortalamaya sahip olan değişken olarak belirlenirken, ikinci sırayı 8,42 değeri ile aktif büyüklüğü (AB) değişkeninin aldığı gözlemlenmiştir. En düşük ortalamasının ise 0,14 değeri ile nakit düzeyi (ND) değişkeni için hesaplandığı belirlenmiştir.

Verilere ilişkin hesaplanan standart sapma değerleri incelendiğinde ise en yüksek değer 19,19 ile pay başına kazanç (PBK) değişkeni için hesaplandığı bunu ise 8,11 ve 3,54 değerleri ile sırasıyla kârlılık düzeyi (KD), ve mülkiyet düzeyi (MD) değişkenlerinin takip ettiği görülmektedir. Diğer değişkenlere ait standart sapmalar incelendiğinde ise standart sapma değerlerinin nispeten daha düşük ve 0' a yakın değerler aldığı belirlenmiştir. Dolayısı ile PBK, KD ve MD değişkenlerine ait verilerin volatilitésinin daha yüksek olduğu ifade edilebilmektedir. Bu durumun incelenen maksimum ve minimum değerleri tarafından da desteklendiği tespit edilmiştir.

Tablo 6.12. PD/DD Oranına Göre Eşleştirme Sonucunda Elde Edilen Verilerin Korelasyon Düzeyleri

Değişkenler	PA	AB	KO	KD	MODV	ND	PBK	MD	TV
PGA	1.00								
AB	0.00	1.00							
KO	0.04	0.17	1.00						
KD	0.08	0.18	-0.12	1.00					
MODV	0.05	0.48	0.04	0.22	1.00				
ND	0.03	-0.02	-0.20	0.21	0.26	1.00			
PBK	-0.09	-0.03	-0.11	0.20	-0.02	-0.06	1.00		
MD	-0.23	0.14	-0.18	0.16	0.19	0.09	0.16	1.00	
TV	-0.07	0.29	-0.16	0.31	0.25	0.18	0.01	0.24	1.00

Yukarıda verilen tablo 6.12’ de şirketlerin PD/DD oranlarına göre eşleştirilmesi sonucunda belirlenen değişkenlerin birbiri ile olan korelasyon düzeyleri verilmektedir. Buna göre en yüksek korelasyon düzeyinin 0,48 değeri ile maddi olmayan duran varlık (MODV) ve aktif büyüklüğü (AB) değişkenleri arasında gerçekleştiği bunu ise 0,31 ile temettü verimi (TV) ve kârlılık düzeyi (KD) değişkenleri arasındaki korelasyon düzeyinin takip ettiği belirlenmiştir. Diğer değişkenlere ait korelasyon düzeylerinin ise nispeten daha düşük seviyelerde olduğu gözlemlenmiştir. Belirlenen değişkenlere ait korelasyon düzeylerinin incelenmesinin ardından, bu değişkenlerin pay geri alım kararlarına etki edip etmediğinin belirlenebilmesi için lojistik regresyon analizi gerçekleştirilmiştir.

Tablo 6.13. Şirketlerin PD/DD Oranlarına Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Model Özeti

-2 Log likelihood	Cox & Snell R ²	Nagelkerke R ²
202,870 ^a	.097	.130

Yukarıda verilen tablo 6.13’de lojistik regresyon analizi için oldukça sık kullanılan ve modelin açıklama gücünü gösteren iki farklı R² değeri verilmektedir. Buna göre verilen R² değerleri incelendiğinde, Nagelkerke R² değerinin daha yüksek olduğu ve bu değer yaklaşık olarak %13 (0,130) olarak hesaplandığı görülmektedir. Yani modele dahil edilen değişkenler bağımlı değişkendeki değişimin yaklaşık olarak %13’nü açıklamaktadır.

Tablo 6.14. Şirketlerin Aktif Büyüklüklerine Göre Eşleştirilmesi Durumunda Lojistik Regresyon Model Uyum Testi

Ki- kâre	SD	P
11.527	8	.174

Modelin uyumluluğunun incelenbilmesi için ise Hosmer ve Lemeshow testinden faydalanılmıştır. Yukarıda verilen tablo 6.14’de bu testin sonuçlarına yer verilmektedir. Tablo’da testin sonucunun anlamsız olduğu yani anlamlılık değerinin 0,05’den büyük olduğu görülmekte ve modelin uyumunun iyi olduğu görülmektedir.

Model özeti ve uyum testinin gerçekleştirilmesi ve model uyumluluğunun sağlanması ile birlikte lojistik regresyon analizi sonucunda değişkenlerin almış oldukları değerlerin incelenmesine geçilmiştir. Test sonucunda elde edilen bulgular aşağıda verilen tabloda görülmektedir.

Tablo 6.15. Şirketlerin PD/DD Oranlarına Göre Eşleştirilmesi Durumunda Elde Edilen Lojistik Regresyon Modeli İçin Değişkenlerin Katsayıları

Değişkenler	β	S.H.	Wald	P	Ψ
C	1.296	2.119	.374	.541	3.654
PBK	-.148	.147	1.017	.313	.862
TV	-.044	.055	.657	.418	.957
KD	.053	.026	4.042	.044	1.055
AB	-.065	.291	.051	.822	.937
ND	.157	1.323	.014	.906	1.170
MODV	.112	.131	.733	.392	1.118
KO	-.146	.948	.024	.878	.864
MD	-2.462	.930	7.009	.008	.085

Tablo 6.15 de, değişkenlere ait hesaplanan β değerleri yani katsayıları, standart hata değerleri, Wald test istatistikleri, anlamlılık (p) değerleri ve son olarak odds (ψ) değerleri verilmektedir. β değerleri yani katsayılar incelendiğinde mutlak değer içerisinde en yüksek katsayının -2,462 ile mülkiyet düzeyi (MD) değişkenine ait olduğu ancak bu katsayının yönünün negatif olduğu gözlemlenmektedir. Bu sonuç ise mülkiyet düzeyi daha düşük olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın olduklarını göstermektedir.

Anlamlılık değeri incelendiğinde ise bu değişkene ait elde edilen sonucun anlamlılık düzeyinin 0,008 olarak hesaplandığı ve dolayısı ile %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. Buna göre elde edilen bulgular

neticesinde ‘‘ $H_{1.9}$. Mülkiyet düzeyi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir’’ hipotezi kabul edilmektedir. Çalışma da katsayısı nispeten daha düşük olsa da anlamlı olduğu tespit edilen bir diğer değişken kârlılık düzeyi (KD) değişkenidir. Buna göre β katsayısı 0,53 olan kârlılık düzeyi (KD) değişkeni pay geri alım kararı ile pozitif yönde bir ilişkiye sahiptir. Daha net bir ifade ile kârlılık düzeyi yüksek olan şirketlerin pay geri alım kararı almaya daha yatkın oldukları belirlenmiştir. Bu durum, sektöre ve aktif büyüklüğe göre eşleştirme sonucunda gerçekleştirilen lojistik regresyon analizi sonuçlarından farklılık göstermektedir. Dolayısı ile elde edilen bulgular ışığında ‘‘ $H_{1.8}$. Kârlılık düzeyi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir’’ hipotezi de kabul edilmektedir.

Çalışma kapsamında ele alınan diğer değişkenlerin ise istatistiki olarak anlamlı olmadıkları belirlenmiştir. Bu nedenle ‘‘ $H_{1.1}$. Nakit seviyesi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir’’, ‘‘ $H_{1.2}$. PBK oranı şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir’’, ‘‘ $H_{1.4}$. Temettü verimi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir’’, ‘‘ $H_{1.5}$. Aktif büyüklüğü şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir’’ ‘‘ $H_{1.6}$. Kaldıraç oranı şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir’’ ve ‘‘ $H_{1.7}$. Maddi olmayan duran varlık seviyesi şirketlerin pay geri alım kararına etki etmektedir’’ hipotezleri ret edilmektedir.

6.2. BORSA İSTANBUL’DA PAY GERİ ALIMLARININ PAY GETİRİLERİ ÜZERİNE KISA DÖNEM ETKİSİ

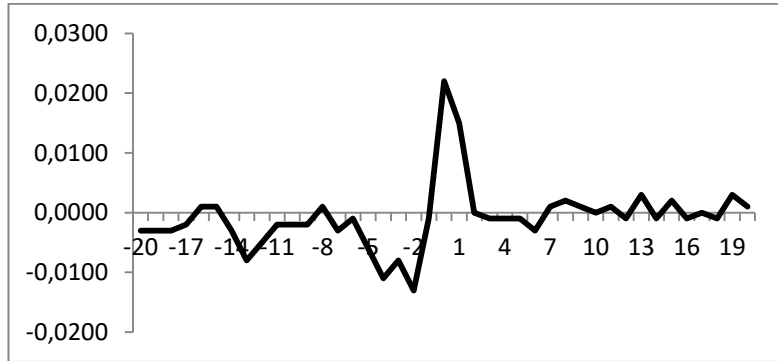
İkinci aşamada ise BIST ’de gerçekleştirilen tüm pay geri alım duyuruları ele alınmış ve piyasanın bu duyurulara vermiş olduğu tepki neticesinde anormal getirilerin oluşup oluşmadığı incelenmiştir. Bu doğrultuda, öncelikle aşağıda yer alan tablo ve grafikte pay geri alım duyurularının 20 gün öncesi, 20 gün sonrası ve duyuru gününü içeren toplam 41 güne ait hesaplanan ortalama anormal getiriler ve bunlara ilişkin istatistik değerleri verilmektedir.

Tablo 6.16. Borsa İstanbul'da Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin Hesaplanan AAR değerleri

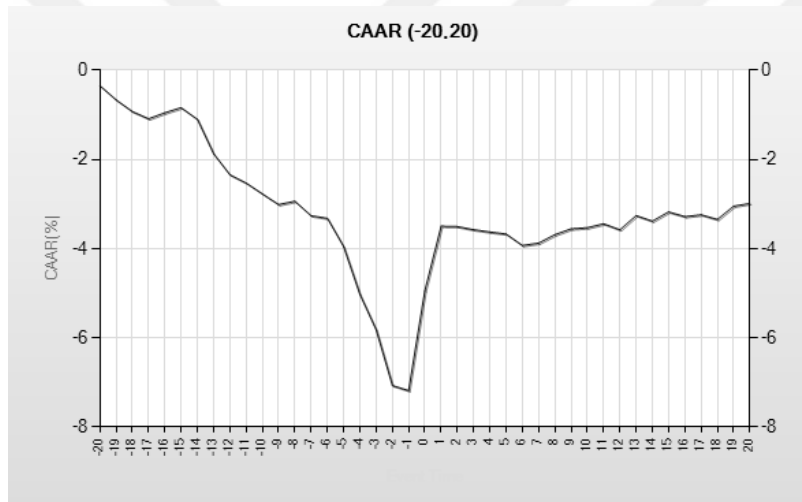
Gün	AAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
-20	-0.003	-1.710	0.090	-1.940	0.050	-1.530	0.130
-19	-0.003	-1.590	0.110	-1.250	0.210	-0.690	0.490
-18	-0.003	-1.300	0.190	-1.560	0.120	-1.210	0.230
-17	-0.002	-0.810	0.420	-0.410	0.680	-0.670	0.500
-16	0.001	0.670	0.510	0.370	0.710	-0.170	0.860
-15	0.001	0.570	0.570	0.230	0.820	0.480	0.630
-14	-0.003	-1.300	0.190	0.350	0.730	-0.070	0.950
-13	-0.008	-3.870	0.000	-4.220	0.000	-3.150	0.000
-12	-0.005	-2.330	0.020	-1.340	0.180	-0.920	0.360
-11	-0.002	-0.930	0.350	-1.290	0.200	-1.170	0.240
-10	-0.002	-1.210	0.230	-1.020	0.310	-0.250	0.800
-9	-0.002	-1.190	0.230	-1.780	0.070	-0.070	0.950
-8	0.001	0.360	0.720	0.080	0.930	-0.240	0.810
-7	-0.003	-1.620	0.110	-2.170	0.030	-1.280	0.200
-6	-0.001	-0.280	0.780	-0.020	0.980	-0.460	0.650
-5	-0.006	-3.180	0.000	-4.300	0.000	-2.040	0.040
-4	-0.011	-5.340	0.000	-5.230	0.000	-2.640	0.010
-3	-0.008	-3.980	0.000	-3.740	0.000	-1.230	0.220
-2	-0.013	-6.230	0.000	-5.230	0.000	-3.290	0.000
-1	-0.001	-0.560	0.570	-1.470	0.140	-0.180	0.860
0	0.022	11.180	0.000	13.070	0.000	5.900	0.000
1	0.015	7.230	0.000	9.990	0.000	4.220	0.000
2	0.000	-0.050	0.960	0.110	0.920	-1.180	0.240
3	-0.001	-0.340	0.730	-1.530	0.130	-1.760	0.080
4	-0.001	-0.250	0.800	-0.050	0.960	-1.140	0.250
5	-0.001	-0.240	0.810	-1.000	0.320	-1.580	0.120
6	-0.003	-1.270	0.200	-0.750	0.450	-0.020	0.980
7	0.001	0.260	0.790	0.050	0.960	-0.020	0.980
8	0.002	0.950	0.340	0.030	0.980	0.910	0.370
9	0.001	0.640	0.520	1.760	0.080	0.350	0.730
10	0.000	0.130	0.900	0.050	0.960	-0.280	0.780
11	0.001	0.440	0.660	-0.030	0.970	0.090	0.930
12	-0.001	-0.670	0.500	-0.770	0.440	-1.050	0.290
13	0.003	1.580	0.110	1.630	0.100	0.930	0.350
14	-0.001	-0.620	0.540	-0.870	0.380	-0.800	0.430
15	0.002	1.040	0.300	0.840	0.400	0.900	0.370
16	-0.001	-0.530	0.600	0.430	0.660	-0.650	0.520
17	0.000	0.200	0.840	-0.050	0.960	-0.030	0.970
18	-0.001	-0.520	0.610	-1.000	0.320	-0.670	0.500
19	0.003	1.480	0.140	0.830	0.410	0.780	0.430
20	0.001	0.310	0.760	0.190	0.850	0.060	0.950

Yukarıda verilen tablo 6.16' da görüldüğü üzere duyuru tarihini ifade eden (0) gününe kadarki yirmi günlük dönemde genel olarak AAR değerlerinin negatif görünümde olduğu tespit edilmiştir. Ancak, bu durumun duyuru gününde gerçekleşen %2,2 'lik bir getiri ile pozitive dönüştüğü, pozitif getirinin ertesi gün içinde devam ettiği, fakat duyuru günü sonrasındaki üçüncü günle birlikte getirilerde

dalgalanmanın ortaya çıktığı belirlenmiştir. Bu durum aşağıda verilen şekil yardımıyla daha net görülebilmektedir.



Şekil 6.1. Borsa İstanbul'da Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin Hesaplanan AAR Grafiği



Şekil 6.2. Borsa İstanbul'da Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin Hesaplanan CAAR Grafiği

Yukarıda AAR değerlerine ilişkin grafik ile birlikte (-20, +20) aralığında tespit edilen kümülatif ortalama anormal getirileri gösteren (CAAR) grafiği verilmektedir. Her iki grafiğinde incelenmesi neticesinde, -1 gününe kadar getirilerin negatif yönlü olduğu ve anormal getiri eğrisinin aşağı yönlü hareketinin 0 gününe yani olay gününe gelindiğinde ise çok keskin bir şekilde pozitif dönüşüğü ve anormal getirilerdeki negatif görünümün ciddi bir şekilde azaldığı bu durumun duyuru sonrası 1 gününe kadar devam ettiği gözlemlenmektedir. Aşağıda yer alan tablo da ise duyuru öncesi dönem içerisinde belirlenen ve farklı gün aralıklarını gösteren olay pencerelerine ve bu olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerleri ile istatistik değerlerine yer verilmektedir.

Tablo 6.17. Borsa İstanbul'da Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Penceresi	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...20)	-0.03	-2.33	0.02	-2.03	0.04	-2.47	0.01
(-20...-1)	-0.07	-8.02	0.00	-8.04	0.00	-4.65	0.00
(-10...-1)	-0.05	-7.35	0.00	-7.87	0.00	-3.69	0.00
(-5...-1)	-0.04	-8.63	0.00	-8.93	0.00	-4.20	0.00
(-3...-1)	-0.02	-6.22	0.00	-6.03	0.00	-2.72	0.01
(-1...0)	0.02	7.51	0.00	8.21	0.00	4.04	0.00

Yukarıda verilen tablo 6.17 incelendiğinde, duyuru öncesi döneme ait olan olay pencerelerinden (-1, 0) olay penceresinin haricindeki diğer olay pencerelerinde negatif CAAR değerlerinin hesaplanmış olduğu görülmektedir. CAAR değerinin en düşük olduğu olay penceresinin %7'lik bir kayıpla (-20, -1) olay penceresinin olduğu belirlenmiştir. Olay pencereleri incelendiğinde duyuru tarihine yaklaşıldıkça ve olay pencerelerindeki gün aralığı daraldıkça negatif görünümün etkisinin azaldığı gözlemlenmektedir. Ayrıca belirlenen tüm olay pencereleri için hesaplanan istatistik değerleri ve anlamlılık düzeyleri incelendiğinde, tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo 6.18. Borsa İstanbul'da Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Penceresi	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(0...20)	0.042	4.574	0.000	5.007	0.000	1.081	0.280
(0...10)	0.037	5.499	0.000	6.556	0.000	1.623	0.105
(0...5)	0.035	7.157	0.000	8.411	0.000	1.820	0.069
(0...3)	0.036	9.009	0.000	10.822	0.000	3.587	0.000
(0...1)	0.037	13.022	0.000	16.309	0.000	7.157	0.000

Duyurunun gerçekleşmesinin akabindeki 20 günlük dönem içerisinde belirlenen olay pencereleri incelendiğinde ise, duyuru öncesi dönem içerisinde belirlenen olay pencerelerinin aksine tüm olay pencerelerinde pozitif CAAR değerleri hesaplanmıştır. Ayrıca, Olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin tüm pencereler için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Hesaplanan CAAR değerleri incelendiğinde, CAAR değerinin en yüksek hesaplandığı olay penceresinin %4,2'lik bir değerle (0, +20) penceresi olduğunun gözlemlenmesine rağmen (0, +1) olay penceresinde tespit edilen % 3,7'lik değer

etkisinin göreceli olarak daha büyük olduğu görülmektedir. Zira (0, +1) olay penceresinin çok daha kısa bir zaman aralığını kapsadığı görülmektedir.

Hesaplanan bu CAAR değerleri, pay fiyatlarının kısa dönem için pay geri alım duyurularına olumlu tepki verdiğini yani pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerinde bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. (0, +1) olay penceresi dışındaki diğer pencerelerde baz alınan zaman aralığının genişlemesine rağmen CAAR değerlerinde gözlenen küçük artışlar, duyurunun gerçekleşmesinin akabinde, ikinci günden itibaren getirilerde gözlemlenen yatay harekete işaret etmektedir.

Tablo 6.19. Borsa İstanbul'da Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Penceresi	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...20)	-0.030	-2.326	0.020	-2.030	0.042	-2.472	0.013
(-10...10)	-0.010	-1.092	0.275	-0.684	0.494	-1.374	0.169
(-5...5)	-0.004	-0.533	0.594	0.190	0.850	-1.484	0.138
(-3...3)	0.015	2.736	0.006	4.234	0.000	0.934	0.351
(-1...1)	0.036	10.307	0.000	12.470	0.000	5.738	0.000
(-1...2)	0.036	8.899	0.000	10.852	0.000	4.378	0.000

Olay öncesi ve sonrası günleri kapsayan birleşik olay pencereleri incelendiğinde ise en yüksek CAAR değerinin %3,6'lık bir oranla (-1, +1) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise %1,5'lik oranla (-3, +3) olay penceresinin takip ettiği görülmektedir. Ancak daha uzun dönemleri kapsayan diğer birleşik olay pencerelerinde CAAR değerlerinin negatif olarak gerçekleştiği belirlenmiş ve en düşük CAAR değerinin %3'lük kayıp ile (-20, +20) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise %1'lik kayıp ile (-10, +10) olay penceresinin takip ettiği tespit edilmiştir.

6.2.1. ALT SEKTÖRLERE AİT BULGULAR

Çalışmanın bu kısmında pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki kısa dönemli etkisinin genel olarak incelenmesinin ardından, bu etkinin sektör bazında da incelenmesi ve bu sayede getiriler üzerindeki etkinin sektöre göre farklılık gösterip göstermediği, tespit edilmeye çalışılmıştır.

6.2.1.1. Elektrik gaz ve su sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi

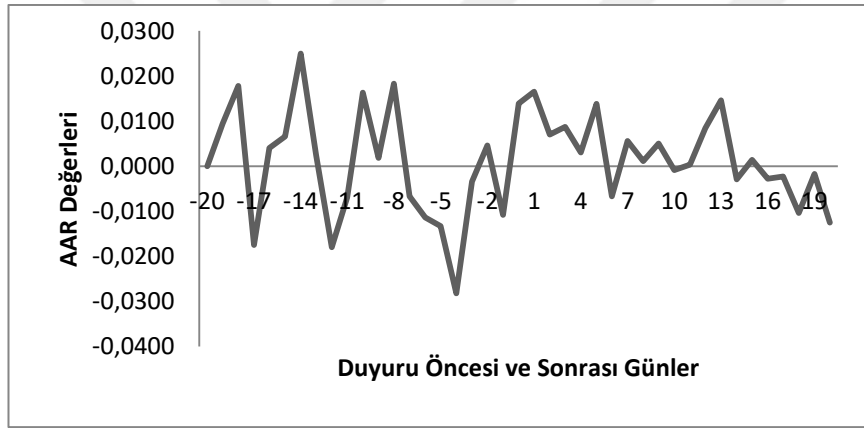
Çalışma kapsamında Borsa İstanbul 'da Elektrik Gaz ve Su sektöründe işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları

incelendiğinde, 2016 yılı içerisinde gerçekleştirilmiş iki pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Tespit edilen pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi incelenmiş ve elde edilen bulgulara aşağıda yer verilmektedir.

Tablo 6.20. Elektrik Gaz ve Su Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri

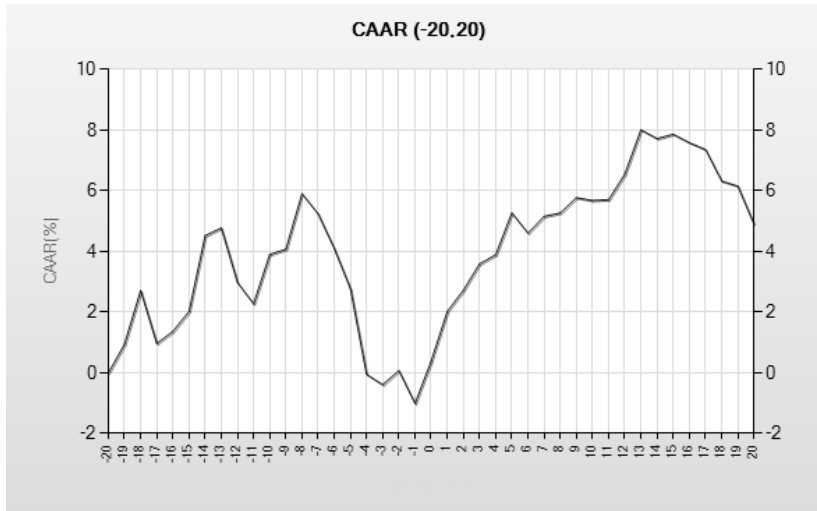
Gün	AAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
-20	0.0000	-0.0014	0.9989	-0.0562	0.9552	0.0357	0.9715
-19	0.0094	0.6345	0.5257	0.7017	0.4829	0.7949	0.4267
-18	0.0178	1.1963	0.2316	1.3717	0.1701	0.4019	0.6878
-17	-0.0175	-1.1759	0.2397	-1.2605	0.2075	-1.3129	0.1892
-16	0.0040	0.2684	0.7884	0.1758	0.8605	0.2769	0.7819
-15	0.0066	0.4427	0.6579	0.4754	0.6345	0.8931	0.3718
-14	0.0250	1.6835	0.0923	1.7044	0.0883	2.0453	0.0408
-13	0.0025	0.1706	0.8645	0.1549	0.8769	0.4734	0.6360
-12	-0.0180	-1.2131	0.2251	-1.2549	0.2095	-1.7237	0.0848
-11	-0.0070	-0.4717	0.6372	-0.4707	0.6379	-0.8306	0.4062
-10	0.0163	1.0943	0.2738	1.1288	0.2590	1.6344	0.1022
-9	0.0018	0.1186	0.9056	0.2003	0.8413	0.0893	0.9288
-8	0.0183	1.2321	0.2179	1.3138	0.1889	1.4022	0.1609
-7	-0.0067	-0.4492	0.6533	-0.4762	0.6339	-0.7502	0.4531
-6	-0.0114	-0.7686	0.4422	-0.7971	0.4254	-1.2593	0.2079
-5	-0.0133	-0.8926	0.3721	-0.9332	0.3507	-1.3754	0.1690
-4	-0.0282	-1.9007	0.0573	-1.6511	0.0987	-1.0360	0.3002
-3	-0.0034	-0.2270	0.8205	-0.2492	0.8032	-0.2501	0.8025
-2	0.0046	0.3116	0.7554	0.2808	0.7789	0.6520	0.5144
-1	-0.0108	-0.7296	0.4656	-0.7165	0.4737	-1.2593	0.2079
0	0.0139	0.9327	0.3510	0.9243	0.3554	1.5451	0.1223
1	0.0165	1.1093	0.2673	1.2134	0.2250	1.0092	0.3129
2	0.0070	0.4730	0.6362	0.4234	0.6720	0.7770	0.4371
3	0.0087	0.5835	0.5595	0.5980	0.5498	1.1432	0.2530
4	0.0030	0.2017	0.8402	0.2946	0.7683	0.1072	0.9147
5	0.0138	0.9268	0.3540	1.0378	0.2994	0.6609	0.5087
6	-0.0067	-0.4480	0.6542	-0.4483	0.6539	-0.8038	0.4215
7	0.0056	0.3744	0.7081	0.3645	0.7155	0.8306	0.4062
8	0.0011	0.0742	0.9409	0.1435	0.8859	0.0804	0.9359
9	0.0050	0.3380	0.7353	0.4380	0.6614	0.2501	0.8025
10	-0.0009	-0.0615	0.9509	-0.1275	0.8985	-0.0089	0.9929
11	0.0003	0.0207	0.9835	0.0526	0.9581	0.0804	0.9359
12	0.0084	0.5645	0.5724	0.6148	0.5387	0.9110	0.3623
13	0.0146	0.9846	0.3248	1.0358	0.3003	1.3933	0.1635
14	-0.0029	-0.1955	0.8450	-0.2186	0.8270	-0.1876	0.8512
15	0.0014	0.0960	0.9235	0.1325	0.8946	0.2144	0.8303
16	-0.0028	-0.1852	0.8531	-0.1642	0.8696	-0.2322	0.8164
17	-0.0023	-0.1543	0.8773	-0.1697	0.8652	-0.0357	0.9715
18	-0.0104	-0.6987	0.4847	-0.7893	0.4299	-0.6698	0.5030
19	-0.0017	-0.1123	0.9106	-0.1231	0.9020	-0.0179	0.9857
20	-0.0125	-0.8437	0.3988	-0.9139	0.3608	-0.9914	0.3215

Buna göre, AAR değerlerinin verildiği tablo 6.20' de duyuru tarihini ifade eden (0) gününe kadarki yirmi günlük dönem ve duyuru tarihi sonrasındaki dönemde AAR değerlerinin dalgalı bir seyir izlediğini göstermektedir. Bu durum aşağıda verilen AAR ve CAAR değerlerini gösteren grafiklerde de görülebilmektedir. Ancak, duyuru günü öncesi ve sonraki dönemde yaşanan dalgalanmaya rağmen duyuru gününde %1,4'lük bir pozitif AAR değeri tespit edilmiştir. Duyuru günü için tespit edilen pozitif AAR değerine ait istatistikler incelendiğinde ise bu değer istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Dolayısı ile Elektrik Gaz ve Su sektöründe gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının getiriler üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı belirlenmiştir.



Şekil 6.5. Elektrik Gaz ve Su Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği

Verilen AAR ve CAAR grafikleri incelendiğinde yukarıda belirtildiği üzere getirilerdeki dalgalanma daha net görülmekle birlikte duyuru gününde tespit edilen pozitif getiri de özellikle aşağıda verilen CAAR tablosu incelendiğinde görülmektedir. Ayrıca, duyuru öncesi CAAR değerlerindeki dalgalanmanın yerini duyuru sonrasında kısa dönemli de olsa yukarı yönü bir trende bıraktığı görülmektedir.



Şekil 6.6. Elektrik Gaz ve Su Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafığı

AAR değerlerine ilişkin bilgiler ışığında verilen AAR değerlerinin kümülatif toplamlarını ifade eden CAAR değerleri; duyuru öncesi dönem, duyuru sonrası dönem ve her iki dönemi de kapsayan birleşik dönem olmak üzere üç farklı dönemde ele alınmış olup bu dönemler içerisinde belirlenen olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerleri aşağıda verilmektedir.

Tablo 6.21. Elektrik Gaz ve Su Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...-1)	-0.010	-0.151	0.880	-0.080	0.936	-0.246	0.806
(-10...-1)	-0.033	-0.699	0.484	-0.601	0.548	-0.681	0.496
(-5...-1)	-0.051	-1.538	0.124	-1.462	0.144	-1.462	0.144
(-3...-1)	-0.010	-0.372	0.710	-0.395	0.693	-0.495	0.621
(-1...0)	0.003	0.144	0.886	0.147	0.883	0.202	0.840

Elektrik, gaz, su sektörü için duyuru öncesi döneme ait belirlenen olay pencereleri ve bu olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerleri incelendiğinde, belirlenen olay pencerelerinden sade (-1, 0) olay penceresi için pozitif CAAR değerinin hesaplandığı ancak hesaplanan bu değer istatistiksel olarak anlamlı bulunmadığı tespit edilmiştir.

Tablo 6.22. Elektrik Gaz ve Su Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleeri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(0...1)	0.030	1.444	0.149	1.512	0.131	1.806	0.071
(0...3)	0.046	1.549	0.121	1.580	0.114	2.237	0.025
(0...5)	0.063	1.726	0.084	1.834	0.067	2.140	0.032
(0...10)	0.067	1.358	0.174	1.466	0.143	1.686	0.092
(0...20)	0.059	0.869	0.385	0.942	0.346	1.321	0.186

Duyuru sonrası dönemi kapsayan olay pencerelerinin ele alınması sonucunda ise olay pencerelerinin tamamında pozitif CAAR değerlerinin hesaplandığı fakat hesaplanan pozitif CAAR değerlerinin sadece (0, +5) olay penceresi için anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.23. Elektrik Gaz ve Su Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleeri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...20)	0.049	0.516	0.606	0.619	0.536	0.774	0.439
(-10...10)	0.034	0.500	0.617	0.646	0.518	0.750	0.453
(-5...5)	0.012	0.238	0.812	0.369	0.712	0.595	0.552
(-3...3)	0.037	0.927	0.354	0.935	0.350	1.367	0.172
(-1...1)	0.020	0.758	0.449	0.821	0.412	0.748	0.455
(-1...2)	0.027	0.893	0.372	0.922	0.356	1.036	0.300

Birleşik olay pencereleri incelendiğinde ise tüm olay pencerelerinde pozitif CAAR değerlerinin hesaplandığı, en yüksek CAAR değerinin ise yaklaşık %5'lik bir oranla (-20, +20) olay penceresinde hesaplanmış olduğu, bunu ise (-3, +3) olay penceresinin takip ettiği görülmektedir. Ancak, tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.

6.2.1.2. İmalat sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi

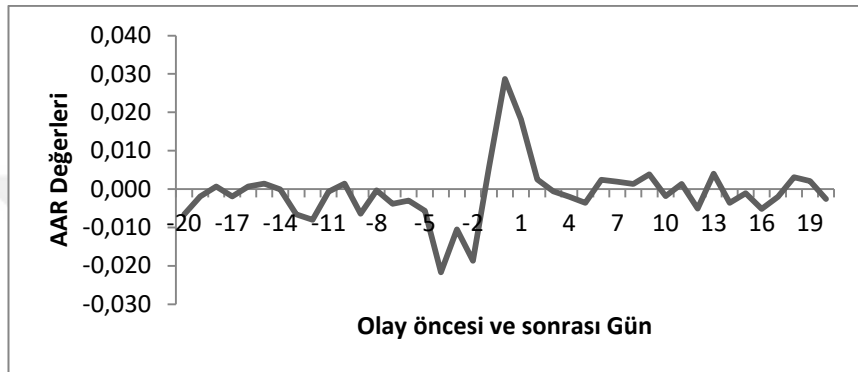
İmalat sektöründe işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları ele alındığında ise, 2011 ve 2018 yılları arasında gerçekleştirilmiş toplam 42 pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Tespit edilen pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisinin incelenmesi sonucunda elde edilen bulgulara ise aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 6.24. İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri

Gün	AAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
-20	-0.007	-1.808	0.071	-2.190	0.029	-1.393	0.164
-19	-0.002	-0.525	0.600	-0.427	0.670	-0.828	0.408
-18	0.001	0.187	0.852	-0.121	0.904	-0.861	0.390
-17	-0.002	-0.526	0.599	-0.912	0.362	-0.433	0.665
-16	0.001	0.183	0.855	0.252	0.801	-0.032	0.975
-15	0.001	0.396	0.692	0.374	0.709	0.409	0.682
-14	0.000	-0.021	0.983	-0.051	0.959	0.742	0.458
-13	-0.007	-1.814	0.070	-1.664	0.096	-1.638	0.102
-12	-0.008	-2.215	0.027	-1.747	0.081	-1.100	0.271
-11	-0.001	-0.180	0.858	-0.705	0.481	-0.130	0.896
-10	0.001	0.376	0.707	0.986	0.324	1.258	0.208
-9	-0.006	-1.775	0.076	-1.868	0.062	-0.528	0.598
-8	0.000	-0.093	0.926	-0.372	0.710	0.037	0.971
-7	-0.004	-1.044	0.296	-1.631	0.103	-0.452	0.651
-6	-0.003	-0.816	0.414	-0.547	0.585	-0.271	0.787
-5	-0.006	-1.569	0.117	-1.485	0.138	-0.904	0.366
-4	-0.022	-5.981	0.000	-5.577	0.000	-2.634	0.008
-3	-0.011	-2.903	0.004	-3.018	0.003	-0.814	0.416
-2	-0.019	-5.170	0.000	-4.511	0.000	-2.932	0.003
-1	0.006	1.532	0.126	1.339	0.181	1.188	0.235
0	0.029	7.922	0.000	7.859	0.000	3.655	0.000
1	0.018	5.028	0.000	5.704	0.000	3.853	0.000
2	0.003	0.688	0.492	0.245	0.806	-0.670	0.503
3	-0.001	-0.172	0.863	-0.471	0.637	-0.076	0.939
4	-0.002	-0.553	0.580	-0.580	0.562	-0.540	0.589
5	-0.004	-1.007	0.314	-1.552	0.121	-1.033	0.302
6	0.002	0.670	0.503	0.372	0.710	0.267	0.789
7	0.002	0.512	0.609	0.191	0.848	0.054	0.957
8	0.001	0.365	0.715	-0.888	0.374	-0.112	0.911
9	0.004	1.055	0.292	0.680	0.497	0.005	0.996
10	-0.002	-0.507	0.612	1.155	0.248	-0.676	0.499
11	0.001	0.347	0.728	0.127	0.899	-0.054	0.957
12	-0.005	-1.394	0.163	-1.444	0.149	-1.275	0.202
13	0.004	1.104	0.270	1.850	0.064	0.820	0.412
14	-0.004	-1.002	0.316	-1.620	0.105	-1.101	0.271
15	-0.001	-0.292	0.770	-0.577	0.564	-0.166	0.869
16	-0.005	-1.443	0.149	-1.114	0.266	-0.880	0.379
17	-0.002	-0.558	0.577	-0.581	0.561	-0.856	0.392
18	0.003	0.854	0.393	1.034	0.301	1.293	0.196
19	0.002	0.566	0.571	0.346	0.729	0.680	0.497
20	-0.003	-0.719	0.472	-0.513	0.608	-1.358	0.175

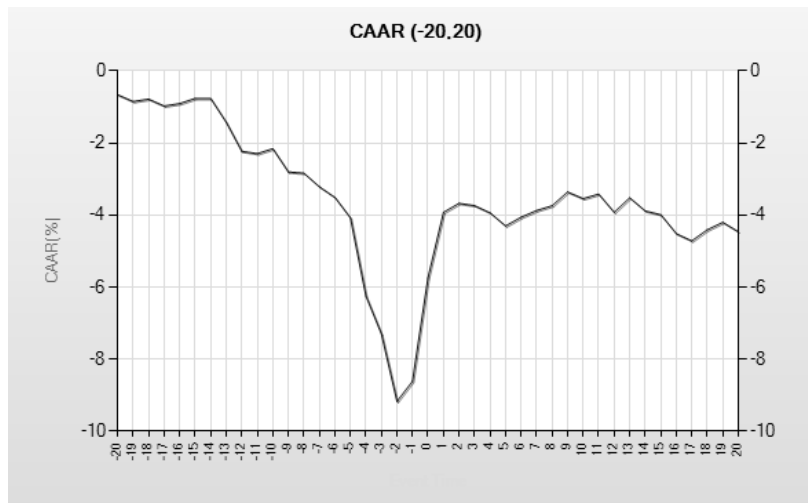
Yukarı da verilen tablo 6.24' de görüldüğü üzere duyuru tarihini ifade eden (0) gününe kadarki yirmi günlük dönemde genel olarak AAR değerlerinin negatif

olduğu tespit edilmiş, fakat bu durumun duyuru gününden bir önceki günü ifade eden -1 gününe gelinmesi ile birlikte yerini pozitif AAR değerlerine bıraktığı belirlenmiştir. Duyuru gününe gelindiğinde ise AAR değerinin %2,9 olarak hesaplandığı belirlenmiştir. Gerçekleşen bu pozitif görünümün duyuru günü ve sonrasındaki birkaç gün içerisinde de devam ettiği ardından ise küçük dalgalanmaların yaşandığı nispeten daha stabil bir döneme geçildiği görülmektedir. Bu durum aşağıda verilen AAR ve CAAR grafiklerinde daha net görülebilmektedir.



Şekil 6.7. İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği

CAAR grafiği incelendiğinde CAAR değerlerinin -1 gününe kadar negatif görünümde olduğu ve CAAR değerlerinin -1 günü ile birlikte yukarı yönlü bir trend yakaladığı ve bu trendin birkaç gün sonra sona erdiği ve yerini daha yatay bir görünüme bıraktığı tespit edilmiştir.



Şekil 6.8. İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği

AAR değerlerine ilişkin bilgiler ışığında verilen AAR değerlerinin kümülatif toplamalarını ifade eden CAAR değerleri; duyuru öncesi dönem, duyuru sonrası dönem ve her iki dönemi de kapsayan birleşik dönem olmak üç farklı dönemde ele alınmış olup bu dönemler içerisinde belirlenen olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerine aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 6.25. İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...-1)	-0.086	-5.314	0.000	-5.338	0.000	-2.530	0.011
(-10...-1)	-0.063	-5.516	0.000	-5.275	0.000	-1.914	0.056
(-5...-1)	-0.051	-6.302	0.000	-5.926	0.000	-2.726	0.006
(-3...-1)	-0.024	-3.777	0.000	-3.573	0.000	-1.477	0.140
(-1...0)	0.034	6.685	0.000	6.504	0.000	3.425	0.001

İmalat sektöründe pay geri alım duyurusu öncesindeki dönemi ele alan 5 farklı alt olay penceresi açılmış ve bunlar için hesaplanan CAAR değerleri ve anlamlılık düzeyleri yukarıdaki tablo da verilmiştir. Buna göre (-1, 0) olay penceresi dışında açılan tüm alt olay pencerelerinde negatif CAAR değerleri hesaplanmış ve bunların tamamının istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. En düşük CAAR değerinin %8,6 'lık kayıp ile (-20...-1) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise %6,3 'lük bir kayıp ile (-10, -1) olay penceresinin takip ettiği belirlenmiştir. Ayrıca (-1, 0) olay penceresi için hesaplanan %3,4 'lük pozitif CAAR değeri dikkat çekmektedir

Tablo 6.26. İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(0...1)	0.047	9.157	0.000	9.590	0.000	5.309	0.000
(0...3)	0.049	6.733	0.000	6.668	0.000	3.381	0.001
(0...5)	0.043	4.860	0.000	4.574	0.000	2.118	0.034
(0...10)	0.051	4.221	0.000	3.833	0.000	1.425	0.154
(0...20)	0.042	2.501	0.012	2.231	0.026	0.400	0.689

Pay geri alım duyurusu sonrasında belirlenen alt olay pencerelerinin ele alınması sonucunda, olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerine ve

anlamlılık düzeylerine ise yukarıda yer alan tabloda yer verilmiştir. Buna göre, belirlenen olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin tamamı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Ayrıca, en yüksek CAAR değerinin %5,1 ile (0...+10) olay penceresinde hesaplanmış olmasına rağmen (0, +1) olay penceresi için hesaplanan %4,7'lik CAAR değerinin dikkat çekici olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.27. İmalat Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...20)	-0.04	-1.92	0.05	-2.13	0.03	-1.48	0.14
(-10...10)	-0.01	-0.75	0.45	-0.87	0.39	-0.29	0.77
(-5...5)	-0.01	-0.66	0.51	-0.62	0.54	-0.27	0.78
(-3...3)	0.03	2.62	0.01	2.70	0.01	1.59	0.11
(-1...1)	0.05	8.36	0.00	8.60	0.00	5.02	0.00
(-1...2)	0.06	7.58	0.00	7.57	0.00	4.01	0.00

İmalat sektörü için pay geri alım duyuru tarihi öncesi ve sonrası dönemi kapsayan birleşik olay pencereleri de incelenmiş olup bu pencereler için belirlenen CAAR değerleri ve anlamlılık düzeyleri yukarıdaki tabloda verilmektedir. Buna göre en yüksek CAAR değerinin % 6 ile (-1, +2) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise %5 ile (-1,+1) olay penceresinin takip ettiği ve her iki pencere içinde hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Ayrıca, en düşük CAAR değerinin ise %-4'lük bir kayıpla (-20, +20) olay penceresinde hesaplandığı ve bu değerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

6.2.1.3. İnşaat ve bayındırlık sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi

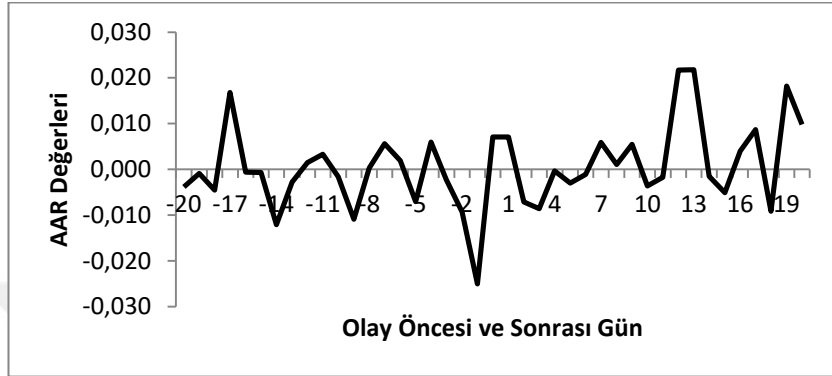
İnşaat ve Bayındırlık sektöründe gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının ele alındığı bu kısımda, gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki etkisi incelenmektedir. Bunun için gerçekleştirilen inceleme sonucunda İnşaat ve Bayındırlık sektöründe 2014 ve 2018 yılları arasında gerçekleştirilen toplam 5 pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Bu duyuruların getiriler üzerindeki etkisi incelenmiş olup elde edilen bulgulara aşağıda yer verilmektedir.

Tablo 6.28. İnşaat ve Bayındırlık Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri

Gün	AAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
-20	-0.004	-0.480	0.631	-0.428	0.669	-0.654	0.513
-19	-0.001	-0.117	0.907	1.889	0.059	0.231	0.817
-18	-0.005	-0.571	0.568	-0.474	0.636	-0.476	0.634
-17	0.017	2.146	0.032	2.355	0.019	1.061	0.289
-16	-0.001	-0.080	0.937	-0.598	0.550	-0.370	0.711
-15	-0.001	-0.086	0.932	-4.715	0.000	-0.047	0.962
-14	-0.012	-1.548	0.122	1.826	0.068	-1.523	0.128
-13	-0.003	-0.351	0.725	-2.732	0.006	-0.242	0.809
-12	0.002	0.189	0.850	1.265	0.206	0.838	0.402
-11	0.003	0.420	0.674	0.418	0.676	0.376	0.707
-10	-0.002	-0.201	0.841	1.459	0.145	0.142	0.887
-9	-0.011	-1.391	0.164	-5.214	0.000	-0.882	0.378
-8	0.000	0.033	0.974	-1.608	0.108	-0.242	0.809
-7	0.006	0.720	0.472	-1.221	0.222	0.237	0.813
-6	0.002	0.244	0.807	3.986	0.000	0.370	0.711
-5	-0.007	-0.897	0.370	-4.877	0.000	-0.704	0.481
-4	0.006	0.763	0.446	2.653	0.008	1.701	0.089
-3	-0.002	-0.300	0.765	-3.173	0.002	-0.354	0.724
-2	-0.009	-1.193	0.233	3.455	0.001	-1.127	0.260
-1	-0.025	-3.189	0.001	-4.735	0.000	-2.903	0.004
0	0.007	0.904	0.366	2.605	0.009	1.745	0.081
1	0.007	0.908	0.364	1.055	0.292	1.918	0.055
2	-0.007	-0.900	0.368	-0.393	0.695	-0.816	0.415
3	-0.009	-1.092	0.275	-2.972	0.003	-1.417	0.157
4	0.000	-0.041	0.967	2.433	0.015	0.187	0.852
5	-0.003	-0.387	0.699	-0.754	0.451	-0.999	0.318
6	-0.001	-0.141	0.888	-1.329	0.184	-0.298	0.766
7	0.006	0.751	0.453	-0.418	0.676	0.409	0.682
8	0.001	0.145	0.885	-1.502	0.133	-0.103	0.918
9	0.006	0.702	0.483	6.890	0.000	0.543	0.587
10	-0.004	-0.459	0.646	-0.797	0.426	-0.537	0.591
11	-0.002	-0.223	0.824	-3.184	0.002	-0.738	0.461
12	0.022	2.771	0.006	-0.938	0.348	0.548	0.583
13	0.022	2.787	0.005	-0.013	0.990	-0.548	0.583
14	-0.002	-0.189	0.850	-0.369	0.712	0.543	0.587
15	-0.005	-0.647	0.518	-2.809	0.005	-1.100	0.272
16	0.004	0.514	0.607	2.798	0.005	1.139	0.255
17	0.009	1.110	0.267	0.415	0.678	0.699	0.485
18	-0.009	-1.163	0.245	-0.732	0.464	-1.155	0.248
19	0.018	2.328	0.020	1.385	0.166	-0.270	0.787
20	0.010	1.256	0.209	0.046	0.964	-0.114	0.909

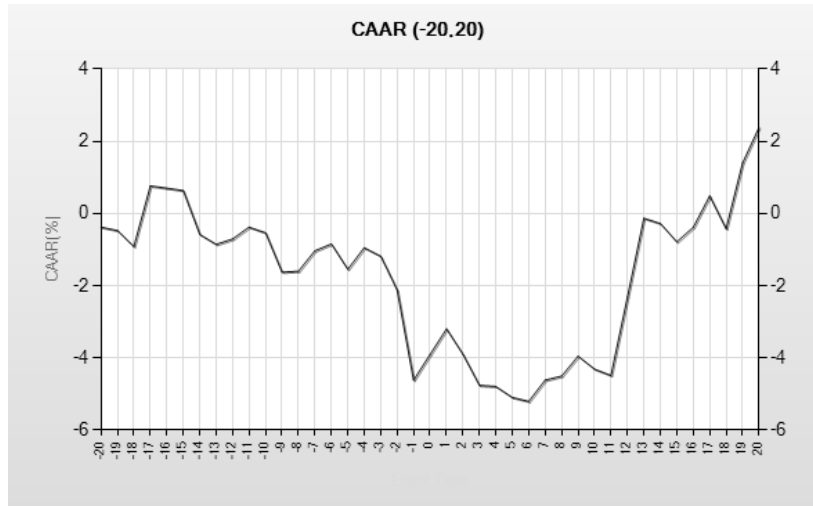
Yukarı da verilen tablo 6.28' de duyuru öncesi 20 günü ve duyuru sonrası günü içeren toplam 41 gün için hesaplanan AAR değerleri ve bunlar için hesaplanan anlamlılık değerlerine yer verilmektedir. Tablo 'da görüldüğü üzere duyuru tarihini

ifade eden (0) gününe kadarki yirmi günlük dönemde AAR değerlerinin çoğunlukla negatif görünümde olduğu tespit edilmiştir. Ancak, bu durumun duyuru günü ve sonrasındaki ilk gün için gerçekleşen %0,7'lik AAR değeri ile pozitif dönüştüğü, sonraki dönemlerde ise bu durumun yerini dalgalanmalara bıraktığı görülmektedir. Bu durum aşağıda verilen AAR ve CAAR grafiklerinde daha iyi görülebilmektedir.



Şekil 6.9. İnşaat ve Bayındırlık Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafıği

AAR grafıği incelendiğinde duyuru tarihi ve sonrasında pozitif AAR değerlerinin hesaplandığı ancak bu değerlerin oldukça küçük olduğu tespit edilmiştir. AAR değerlerinde özellikle duyuru sonrası 12. günden itibaren daha büyük pozitif değerlerin hesaplandığı da görülmektedir.



Şekil 6.10. İnşaat ve Bayındırlık Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafıği

Yukarıda verilen CAAR grafıği duyuru öncesi ve sonrasını kapsayan 41 günlük dönemde içerisinde her bir gün için hesaplanan kümülatif AAR değerlerini göstermektedir. Buna göre duyuru öncesi dönemde hesaplanan AAR değerlerinin

çoğunlukla negatif olması ve duyuru günü de dahil olmak üzere hesaplanan pozitif AAR değerlerinin çok küçük olması nedeni ile CAAR değerlerinin genel olarak negatif olduğu görülmektedir. Ancak bu durumun duyuru sonrası 12. günden itibaren hesaplanan pozitif AAR değerleriyle birlikte değiştiği ve duyuru sonrası 20. güne gelindiğinde CAAR değeri için yaklaşık olarak %2'lik bir pozitif değerin hesaplandığı görülmektedir.

Tablo 6.14. İnşaat ve Bayındırlık Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencere	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...-1)	-0.046	-1.317	0.188	-2.341	0.019	-1.022	0.307
(-10...-1)	-0.042	-1.711	0.087	-2.933	0.003	-1.190	0.234
(-5...-1)	-0.038	-2.154	0.031	-2.986	0.003	-1.515	0.130
(-3...-1)	-0.037	-2.703	0.007	-2.571	0.010	-2.531	0.011
(-1...0)	-0.018	-1.616	0.106	-1.506	0.132	-0.819	0.413

Duyuru öncesi dönem için belirlenen olay pencere için incelendiğinde tüm olay pencerelerinde negatif CAAR değerlerinin hesaplandığı görülmektedir. Hesaplanan CAAR değerleri incelendiğinde ise en düşük CAAR değerinin %4,6 'lık bir kayıpla (-20, -1) olay penceresinde hesaplandığı, bunu ise %4,2'lik bir kayıpla (-10, -1) olay penceresinin takip ettiği belirlenmiştir. Bu olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerine ilişkin anlamlılık düzeylerinin ise sadece Patell Z istatistiğine göre anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca (-3, -1) gibi çok kısa bir dönemi ele alan olay penceresinde hesaplanan %3,7 gibi bir kaybı ifade eden CAAR değerinin de dikkat çekici olduğu görülmektedir.

Tablo 6.29. İnşaat ve Bayındırlık Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencere	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(0...1)	0.014	1.281	0.200	2.587	0.010	2.590	0.010
(0...3)	-0.001	-0.090	0.928	0.147	0.883	0.715	0.474
(0...5)	-0.005	-0.248	0.804	0.806	0.421	0.252	0.801
(0...10)	0.003	0.118	0.906	1.452	0.147	0.191	0.849
(0...20)	0.070	1.950	0.051	0.308	0.758	-0.080	0.937

Duyuru sonrası dönem için belirlenen olay pencereleri ele alındığında ise sadece (0, +1), (0, +10) ve (0, +20) olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin pozitif olduğu görülmektedir. Ancak %7 ile en yüksek CAAR değerinin hesaplandığı (0, +20) ve %1,4 CAAR değerinin hesaplandığı (0, +1) olay pencereleri dışındaki diğer pencereler için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir.

Tablo 6.30. İnşaat ve Bayındırlık Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...20)	0.024	0.476	0.634	-1.414	0.157	-0.771	0.441
(-10...10)	-0.039	-1.096	0.273	-0.973	0.331	-0.683	0.494
(-5...5)	-0.043	-1.635	0.102	-1.418	0.156	-0.835	0.404
(-3...3)	-0.038	-1.837	0.066	-1.572	0.116	-1.116	0.264
(-1...1)	-0.011	-0.795	0.427	-0.621	0.535	0.439	0.661
(-1...2)	-0.018	-1.138	0.255	-0.734	0.463	-0.028	0.978

Duyuru öncesi ve duyuru sonraki dönemi ele alan birleşik olay pencereleri incelendiğinde ise sadece %2,4 CAAR değerinin hesaplandığı (-20, +20) olay penceresinin pozitif olduğu diğer tüm pencerelerde ise negatif CAAR değerlerinin hesaplandığı görülmektedir. Ancak tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamsız olduğu belirlenmiştir.

6.2.1.4. Toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi

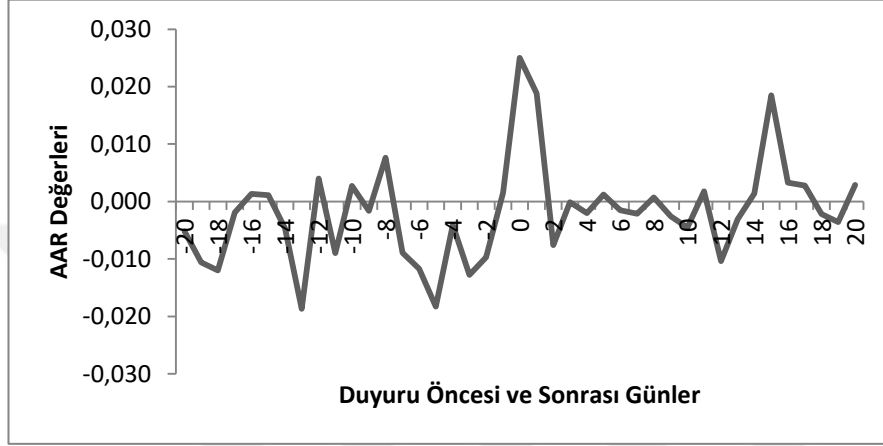
Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar sektöründe gerçekleştirilen pay geri alım duyuruları incelenmiş olup 2011 ve 2018 yılları arasındaki dönemde gerçekleştirilen toplam 18 pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Tespit edilen bu pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin test edilmesi sonucunda elde edilen bulgulara ise aşağıda yer verilmektedir

Tablo 6.31. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri

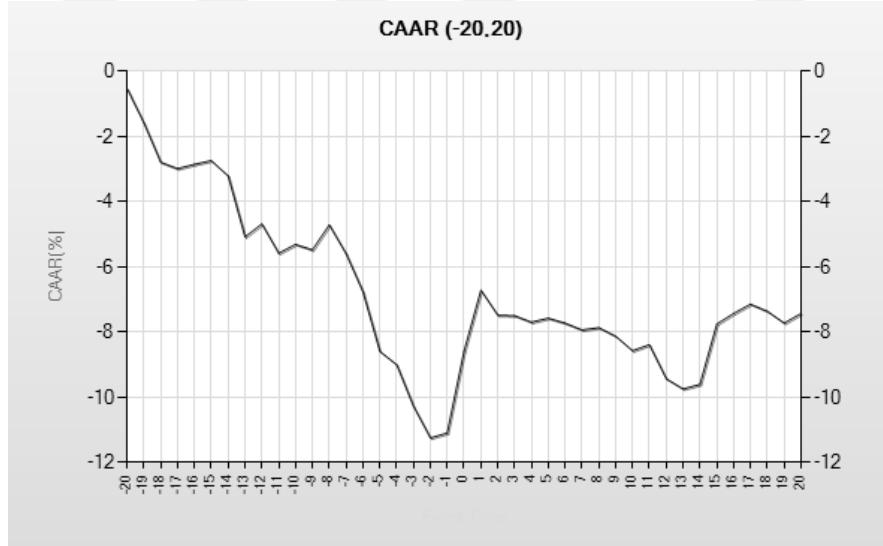
Gün	AAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
-20	-0.005	-0.962	0.336	-1.309	0.190	-1.211	0.226
-19	-0.011	-1.979	0.048	-1.647	0.100	-0.172	0.864
-18	-0.012	-2.243	0.025	-1.798	0.072	-1.110	0.267
-17	-0.002	-0.362	0.717	-0.282	0.778	0.172	0.864
-16	0.001	0.245	0.806	0.323	0.746	-0.253	0.801
-15	0.001	0.211	0.833	0.515	0.606	0.610	0.542
-14	-0.005	-0.883	0.378	-0.658	0.510	-0.313	0.754
-13	-0.019	-3.477	0.001	-2.562	0.010	-2.300	0.021
-12	0.004	0.736	0.462	1.311	0.190	1.010	0.312
-11	-0.009	-1.671	0.095	-1.342	0.180	-1.674	0.094
-10	0.003	0.501	0.616	0.805	0.421	-0.078	0.938
-9	-0.002	-0.306	0.759	-0.009	0.993	-0.433	0.665
-8	0.008	1.425	0.154	1.136	0.256	0.606	0.545
-7	-0.009	-1.652	0.099	-0.932	0.351	-1.660	0.097
-6	-0.012	-2.172	0.030	-2.300	0.022	-2.237	0.025
-5	-0.018	-3.408	0.001	-3.714	0.000	-3.494	0.001
-4	-0.004	-0.763	0.445	-1.257	0.209	-0.658	0.511
-3	-0.013	-2.378	0.017	-1.557	0.120	-0.846	0.398
-2	-0.010	-1.809	0.071	-1.205	0.228	0.055	0.956
-1	0.002	0.278	0.781	-0.424	0.672	0.950	0.342
0	0.025	4.667	0.000	5.945	0.000	3.501	0.001
1	0.019	3.497	0.001	3.339	0.001	1.319	0.187
2	-0.008	-1.425	0.154	-1.308	0.191	-1.639	0.101
3	0.000	-0.026	0.979	0.260	0.795	-1.010	0.312
4	-0.002	-0.374	0.709	-0.677	0.498	-1.139	0.255
5	0.001	0.226	0.821	-0.052	0.959	0.307	0.759
6	-0.002	-0.279	0.780	-0.694	0.487	-0.375	0.708
7	-0.002	-0.387	0.699	0.270	0.787	0.169	0.866
8	0.001	0.128	0.898	-0.637	0.524	0.069	0.945
9	-0.003	-0.489	0.625	-0.451	0.652	0.058	0.954
10	-0.005	-0.830	0.407	-1.260	0.208	0.127	0.899
11	0.002	0.343	0.732	0.567	0.571	0.199	0.842
12	-0.010	-1.946	0.052	-2.189	0.029	-2.901	0.004
13	-0.003	-0.582	0.561	-0.694	0.488	-0.378	0.705
14	0.001	0.255	0.799	0.007	0.995	-0.395	0.693
15	0.019	3.454	0.001	3.223	0.001	3.365	0.001
16	0.003	0.606	0.544	0.811	0.418	-0.238	0.812
17	0.003	0.527	0.599	0.531	0.595	0.268	0.788
18	-0.002	-0.403	0.687	-1.286	0.198	-2.009	0.045
19	-0.004	-0.674	0.501	-0.460	0.646	-0.926	0.354
20	0.003	0.544	0.586	0.610	0.542	0.501	0.617

Buna göre, yukarıda verilen tablo 6.31' de görüldüğü üzere duyuru tarihini ifade eden (0) gününe kadarki yirmi günlük dönemde genel olarak AAR değerlerinin negatif ve dalgalı bir görünümde olduğu tespit edilmiştir. Ancak bu durumun, duyuru

günü öncesi -1 gününde görülmeye başlanan ve duyuru gününde %2,5' ile en yüksek seviyeyi yakalayan pozitif AAR değerleriyle değiştiği belirlenmiştir. Pozitif görünümün ise +1 gününde hesaplanan %1,9'luk pozitif AAR değerinin ardından değiştiği ve yerini nispeten daha küçük pozitif ve negatif AAR değerlerinin hesaplandığı dalgalı bir döneme bıraktığı tespit edilmiştir. Bu durum aşağıda verilen AAR ve CAAR grafikleri yardımı ile daha net görülebilmektedir.



Şekil 6.11. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği



Şekil 6.12. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği

AAR değerlerine ilişkin bilgiler ışığında verilen AAR değerlerinin kümülatif toplamlarını ifade eden CAAR değerleri; duyuru öncesi dönem, duyuru sonrası dönem ve her iki dönemi de kapsayan birleşik dönem olmak üç farklı

dönemde ele alınmış olup bu dönemler içerisinde belirlenen olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerleri aşağıda verilmektedir.

Tablo 6.32. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...-1)	-0.111	-4.621	0.000	-3.780	0.000	-2.914	0.004
(-10...-1)	-0.055	-3.252	0.001	-2.991	0.003	-2.465	0.014
(-5...-1)	-0.043	-3.613	0.000	-3.648	0.000	-1.786	0.074
(-3...-1)	-0.021	-2.256	0.024	-1.839	0.066	0.092	0.927
(-1...0)	0.027	3.497	0.001	3.904	0.000	3.147	0.002

Duyuru öncesi dönem için belirlenen olay pencereleri incelendiğinde (-1, 0) olay penceresi dışındaki tüm olay pencerelerinde negatif CAAR değerlerinin hesaplandığı görülmektedir. Özellikle (-20, -1) olay penceresi için hesaplanan yaklaşık %11'lik bir kaybı ifade eden CAAR değeri dikkat çekicidir. Duyuru gününe yaklaşıldığında ise (-1, 0) olay penceresinde %2,7'lik pozitif CAAR değerinin hesaplandığı görülmektedir. Ayrıca, belirlenen tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.33. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(0...1)	0.044	5.773	0.000	6.565	0.000	3.408	0.001
(0...3)	0.036	3.356	0.001	4.118	0.000	1.085	0.278
(0...5)	0.035	2.680	0.007	3.065	0.002	0.547	0.585
(0...10)	0.025	1.420	0.156	1.427	0.154	0.418	0.676
(0...20)	0.037	1.491	0.136	1.277	0.202	-0.246	0.806

Duyuru sonrası dönem için belirlenen olay pencereleri ele alındığında ise tüm olay pencereleri için pozitif CAAR değerlerinin hesaplandığı tespit edilmiş olup en yüksek CAAR değerinin %4,4 ile (0, +1) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise %3,6 ile (0, +3) olay penceresinin takip ettiği görülmektedir. Ayrıca, tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerine ilişkin anlamlılık düzeylerinin incelenmesi sonucunda (0, +10) ve (0, +20) olay pencereleri dışındaki diğer olay

pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.34. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...20)	-0.074	-2.160	0.031	-1.726	0.084	-2.212	0.027
(-10...10)	-0.030	-1.216	0.224	-1.031	0.303	-1.398	0.162
(-5...5)	-0.008	-0.457	0.648	-0.196	0.845	-0.800	0.424
(-3...3)	0.015	1.060	0.289	1.909	0.056	0.880	0.379
(-1...1)	0.045	4.874	0.000	5.115	0.000	3.331	0.001
(-1...2)	0.038	3.509	0.001	3.776	0.000	2.065	0.039

Duyuru öncesi ve duyuru sonraki dönemi ele alan birleşik olay pencereleri incelendiğinde ise en yüksek CAAR değerinin %4,5 ile (-1, +1) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise %3,8'lik CAAR değeri ile (-1, +2) olay penceresinin takip ettiği görülmektedir. Bununla birlikte (-20, +20) olay penceresinde hesaplanan %7,4'lük bir kaybı ifade eden CAAR değeri dikkat çekmektedir. Ayrıca, tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin anlamlılık düzeyleri incelendiğinde, sadece (-1, +1), (-1, +2) ve (-20, +20) olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

6.2.1.5. Ulaştırma, haberleşme ve depolama sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi

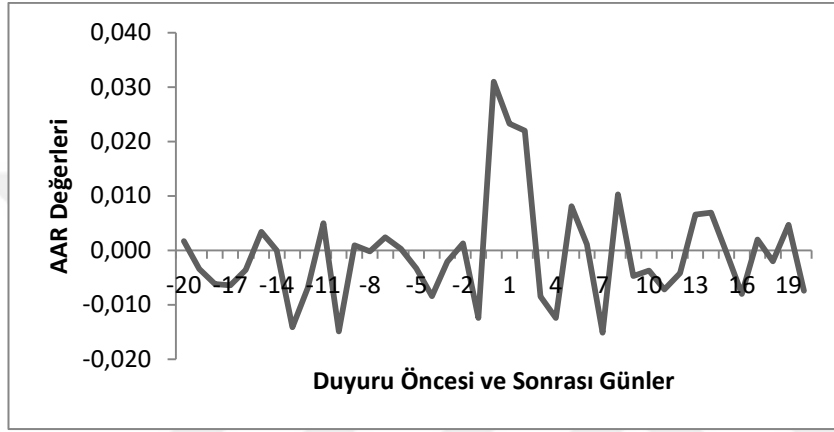
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama sektöründe gerçekleştirilen pay geri alım duyuruları incelenmiş olup 2012 ve 2016 yılları arasındaki dönemde gerçekleştirilen toplam 7 pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Tespit edilen bu pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin test edilmesi sonucunda elde edilen bulgulara ise aşağıda yer verilmektedir.

Tablo 6.35. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri

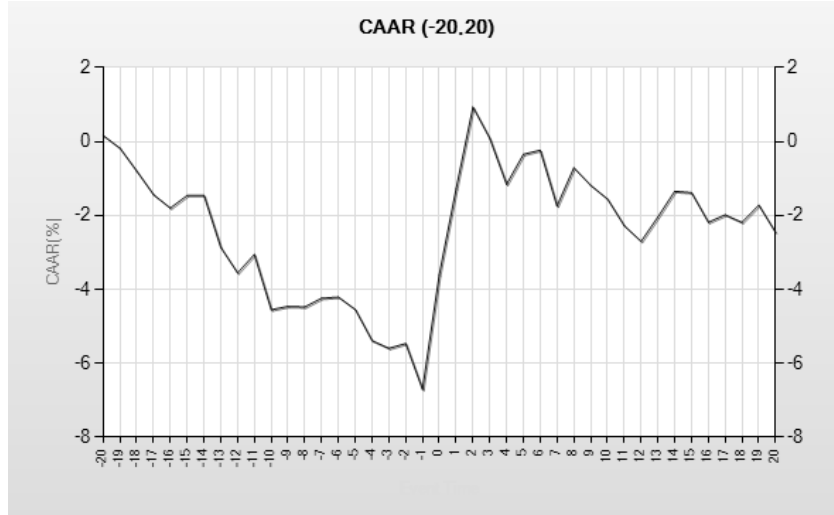
Gün	AAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
-20	0.002	0.252	0.801	0.284	0.777	0.392	0.695
-19	-0.003	-0.512	0.608	-0.832	0.406	-1.062	0.288
-18	-0.006	-0.927	0.354	-0.406	0.685	-0.085	0.932
-17	-0.006	-0.954	0.340	-0.503	0.615	-0.418	0.676
-16	-0.004	-0.539	0.590	-0.719	0.472	-0.786	0.432
-15	0.003	0.503	0.615	0.416	0.678	0.641	0.521
-14	0.000	0.006	0.996	0.352	0.725	0.252	0.801
-13	-0.014	-2.101	0.036	-2.069	0.039	-2.235	0.025
-12	-0.007	-1.032	0.302	-1.134	0.257	-1.438	0.150
-11	0.005	0.745	0.456	0.594	0.553	0.935	0.350
-10	-0.015	-2.231	0.026	-2.323	0.020	-1.557	0.120
-9	0.001	0.135	0.893	0.447	0.655	0.514	0.607
-8	0.000	-0.023	0.982	0.249	0.803	0.414	0.679
-7	0.002	0.352	0.725	0.273	0.785	0.423	0.673
-6	0.000	0.046	0.963	0.382	0.703	0.068	0.946
-5	-0.003	-0.499	0.618	-0.194	0.847	-0.545	0.586
-4	-0.008	-1.260	0.208	-0.863	0.388	-0.598	0.550
-3	-0.002	-0.308	0.758	-0.493	0.622	-0.379	0.705
-2	0.001	0.191	0.849	-0.088	0.930	-0.173	0.863
-1	-0.012	-1.851	0.064	-1.982	0.048	-1.451	0.147
0	0.031	4.631	0.000	4.176	0.000	2.708	0.007
1	0.023	3.479	0.001	3.224	0.001	2.349	0.019
2	0.022	3.292	0.001	2.706	0.007	0.335	0.738
3	-0.009	-1.262	0.207	-1.116	0.264	-1.101	0.271
4	-0.012	-1.854	0.064	-2.284	0.022	-2.113	0.035
5	0.008	1.211	0.226	0.722	0.470	0.300	0.764
6	0.001	0.163	0.871	0.108	0.914	0.304	0.761
7	-0.015	-2.257	0.024	-2.622	0.009	-2.327	0.020
8	0.010	1.546	0.122	1.549	0.121	1.986	0.047
9	-0.005	-0.705	0.481	-0.590	0.555	-0.624	0.533
10	-0.004	-0.554	0.580	-0.561	0.575	-0.598	0.550
11	-0.007	-1.080	0.280	-1.006	0.314	-1.123	0.261
12	-0.004	-0.632	0.527	-0.800	0.424	-0.891	0.373
13	0.007	0.987	0.324	1.052	0.293	0.878	0.380
14	0.007	1.036	0.300	0.689	0.491	0.843	0.399
15	0.000	-0.053	0.958	-0.099	0.921	-0.050	0.960
16	-0.008	-1.200	0.230	-1.314	0.189	-1.666	0.096
17	0.002	0.302	0.762	0.575	0.565	0.838	0.402
18	-0.002	-0.306	0.760	-0.312	0.755	-0.046	0.963
19	0.005	0.697	0.486	0.133	0.894	0.177	0.859
20	-0.007	-1.105	0.269	-1.016	0.309	-0.913	0.361

Buna göre, yukarıda verilen tablo 6.35' de görüldüğü üzere duyuru günü öncesi ve duyuru sonrası 20 gün olmak üzere toplam 41 güne ait AAR değerleri ve

bu değerlere ait anlamlılık düzeyleri verilmektedir. Duyuru gününü ifade eden (0) gününe kadarki yirmi günlük dönemde çoğunlukla negatif AAR değerlerinin hesaplandığı tespit edilmiştir. Ancak, bu durumun duyuru günü ve akabindeki iki gün için hesaplanan pozitif değerleri ile değiştiği görülmüş ardından gelen dönemde ise nispeten daha küçük oranlarda hesaplanan negatif ve pozitif AAR değerlerinin bulunduğu dalgalı bir döneme geçildiği belirlenmiştir. Aşağıda verilen AAR ve CAAR grafiklerinde de bu durum görülebilmektedir.



Şekil 6.13. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği



Şekil 6.14. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği

AAR değerlerine ilişkin bilgiler ışığında verilen AAR değerlerinin kümülatif toplamlarını ifade eden CAAR değerleri; duyuru öncesi dönem, duyuru sonrası dönem ve her iki dönemi de kapsayan birleşik dönem olmak üzere üç farklı

dönemde ele alınmış olup bu dönemler içerisinde belirlenen olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerine aşağıdaki tablo 'da yer verilmektedir.

Tablo 6.36. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...-1)	-0.067	-2.238	0.025	-1.925	0.054	-1.585	0.113
(-10...-1)	-0.037	-1.723	0.085	-1.452	0.147	-1.038	0.299
(-5...-1)	-0.025	-1.667	0.096	-1.619	0.106	-1.407	0.160
(-3...-1)	-0.013	-1.136	0.256	-1.479	0.139	-1.157	0.248
(-1...0)	0.019	1.966	0.049	1.551	0.121	0.889	0.374

Duyuru öncesi dönem için belirlenen olay pencereleri incelendiğinde (-1, 0) olay penceresi dışındaki tüm olay pencerelerinde negatif CAAR değerlerinin hesaplandığı görülmektedir. Özellikle (-20, -1) olay penceresi için hesaplanan %6,7 'lik bir kaybı ifade eden CAAR değeri dikkat çekicidir bunu ise %3,7 'lik bir kaybı ifade eden CAAR değerinin hesaplandığı (-10, -1) olay penceresinin takip ettiği görülmektedir. Duyuru gününe yaklaşıldığında ise (-1, 0) olay penceresinde yaklaşık olarak %2 'lik bir pozitif CAAR değerinin hesaplandığı görülmektedir. Ayrıca, (-3, -1) olay penceresi dışında belirlenen tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.37. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(0...1)	0.054	5.735	0.000	5.232	0.000	3.576	0.000
(0...3)	0.068	5.070	0.000	4.495	0.000	2.145	0.032
(0...5)	0.064	3.877	0.000	3.032	0.002	1.012	0.312
(0...10)	0.052	2.319	0.020	1.601	0.109	0.368	0.713
(0...20)	0.042	1.383	0.167	0.701	0.483	-0.160	0.873

Duyuru sonrası dönem için belirlenen olay pencereleri ele alındığında ise tüm olay pencerelerinde pozitif CAAR değerlerinin hesaplandığı tespit edilmiş olup en yüksek CAAR değerinin %6,8 ile (0, +3) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise %6,4 ile (0, +5) olay penceresinin takip ettiği görülmektedir. Ayrıca, tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerine ilişkin anlamlılık düzeylerinin

incelenmesi sonucunda (0, +20) olay penceresi dışındaki diğer olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.38. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...20)	-0.025	-0.573	0.567	-0.843	0.399	-1.222	0.222
(-10...10)	0.015	0.489	0.625	0.157	0.875	-0.451	0.652
(-5...5)	0.039	1.740	0.082	1.148	0.251	-0.201	0.841
(-3...3)	0.055	3.089	0.002	2.429	0.015	0.865	0.387
(-1...1)	0.042	3.613	0.000	3.128	0.002	2.082	0.037
(-1...2)	0.064	4.775	0.000	4.062	0.000	1.970	0.049

Duyuru öncesi ve duyuru sonraki dönemi ele alan birleşik olay pencereleri incelendiğinde ise en yüksek CAAR değerinin %6,4 ile (-1, +2) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise %5,5 'lik CAAR değeri ile (-3, +3) olay penceresinin takip ettiği görülmektedir. Bununla birlikte (-20, +20) olay penceresinde hesaplanan %2,5 'lik bir kaybı ifade eden CAAR değeri dikkat çekmektedir. Olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerine ait anlamlılık düzeyleri incelendiğinde (-10, +10) ve (-20, +20) olay pencereleri dışındaki olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

6.2.1.6. Mali kuruluşlar sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi

Bankalar, özel finans kurumları, sigorta şirketleri, Holdingler ve Yatırım ortaklıkları gibi finansal kuruluşların işlem gördüğü, Mali Kuruluşlar sektöründe halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyuruları ele alınmıştır. Bunun sonucunda 2010 ve 2018 yılları arasında 44 farklı şirket tarafından gerçekleştirilmiş toplam 56 pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Tespit edilen pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisinin incelenmesi sonucunda elde edilen bulgulara ise aşağıda yer verilmektedir.

Tablo 6.39. Mali Kuruluşlar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri

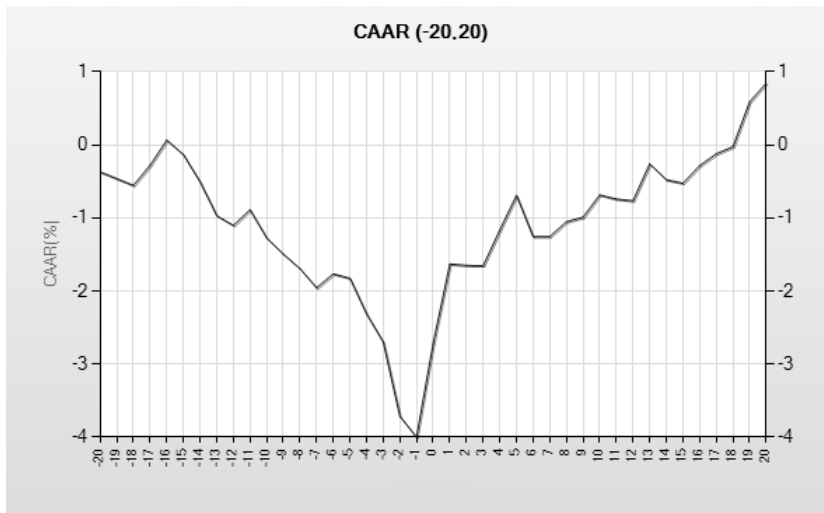
Gün	AAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
-20	-0.004	-1.049	0.294	-0.836	0.403	-1.062	0.288
-19	-0.001	-0.266	0.790	-0.063	0.950	0.201	0.840
-18	-0.001	-0.265	0.791	-0.663	0.507	-0.271	0.786
-17	0.003	0.788	0.431	1.329	0.184	-0.238	0.812
-16	0.003	0.985	0.325	1.047	0.295	0.686	0.492
-15	-0.002	-0.567	0.571	0.100	0.920	-0.532	0.595
-14	-0.004	-1.068	0.285	-0.494	0.621	-0.904	0.366
-13	-0.005	-1.322	0.186	-1.757	0.079	-1.961	0.050
-12	-0.001	-0.382	0.703	0.134	0.893	0.309	0.757
-11	0.002	0.615	0.538	0.251	0.802	-0.408	0.683
-10	-0.004	-1.108	0.268	-1.431	0.153	-0.912	0.362
-9	-0.002	-0.629	0.530	-0.567	0.571	-0.503	0.615
-8	-0.002	-0.570	0.569	-0.041	0.967	-0.693	0.489
-7	-0.003	-0.748	0.455	-0.956	0.339	-0.655	0.513
-6	0.002	0.545	0.586	-0.397	0.691	-0.043	0.965
-5	-0.001	-0.171	0.864	-0.447	0.655	0.081	0.935
-4	-0.005	-1.400	0.162	-1.748	0.080	-1.674	0.094
-3	-0.004	-1.100	0.271	-0.205	0.838	0.171	0.864
-2	-0.010	-2.908	0.004	-3.067	0.002	-2.331	0.020
-1	-0.003	-0.808	0.419	-0.906	0.365	-0.279	0.780
0	0.013	3.665	0.000	5.564	0.000	3.189	0.001
1	0.011	3.108	0.002	6.364	0.000	1.844	0.065
2	0.000	-0.055	0.957	-0.276	0.783	-0.645	0.519
3	0.000	-0.018	0.986	-1.046	0.296	-2.085	0.037
4	0.005	1.396	0.163	1.607	0.108	0.511	0.609
5	0.005	1.361	0.174	1.246	0.213	-0.742	0.458
6	-0.006	-1.619	0.106	-0.127	0.899	0.227	0.821
7	0.000	0.006	0.995	-0.330	0.742	-0.287	0.774
8	0.002	0.582	0.560	0.638	0.523	0.784	0.433
9	0.001	0.176	0.861	0.311	0.756	0.227	0.821
10	0.003	0.870	0.384	0.148	0.882	0.043	0.965
11	-0.001	-0.160	0.873	0.042	0.966	0.314	0.754
12	0.000	-0.065	0.948	0.707	0.480	0.042	0.967
13	0.005	1.441	0.150	1.628	0.104	1.462	0.144
14	-0.002	-0.620	0.535	-0.753	0.451	-1.137	0.256
15	-0.001	-0.137	0.891	0.358	0.720	0.480	0.632
16	0.002	0.687	0.492	1.396	0.163	0.857	0.391
17	0.002	0.467	0.641	0.549	0.583	0.344	0.731
18	0.001	0.273	0.785	0.207	0.836	0.429	0.668
19	0.006	1.754	0.079	1.943	0.052	1.971	0.049
20	0.003	0.736	0.462	0.788	0.431	0.999	0.318

Buna göre, duyuru tarihi öncesi ve sonrası dönemi ifade eden toplam 41 gün için hesaplanan AAR değerleri ve bunlara ait anlamlılık düzeyleri tablo 6.39' da

verilmiştir. Tablo’ da görüldüğü üzere duyuru tarihini ifade eden (0) gününe kadarki yirmi günlük dönemde AAR değerlerinin genel olarak negatif görünümde olduğu tespit edilmiştir. Ancak, duyuru gününe gelindiğinde ise gerçekleşen duyurunun da etkisiyle durumun değiştiği ve hesaplanan %1,3’lük pozitif AAR değeri ile pozitif dönüştüğü, pozitif görünümün ise duyuru sonrası 5 gün boyunca devam ettiği görülmektedir. Bu durum aşağıda verilen AAR ve CAAR grafikleri yardımıyla daha net görülebilmektedir.



Şekil 6.15. Mali Kuruluşlar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği



Şekil 6.16. Mali Kuruluşlar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği

AAR değerlerine ilişkin bilgiler ışığında verilen AAR değerlerinin kümülatif toplamalarını ifade eden CAAR değerleri; duyuru öncesi dönem, duyuru sonrası dönem ve her iki dönemi de kapsayan birleşik dönem olmak üzere üç farklı

dönemde ele alınmış olup bu dönemler içerisinde belirlenen olay pencerelerine ilişkin hesaplanan CAAR değerlerine aşağıdaki tablolarda yer verilmektedir.

Tablo 6.40. Mali Kuruluşlar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...-1)	-0.040	-2.555	0.011	-2.396	0.017	-2.464	0.014
(-10...-1)	-0.031	-2.813	0.005	-3.088	0.002	-2.162	0.031
(-5...-1)	-0.022	-2.856	0.004	-2.850	0.004	-1.803	0.071
(-3...-1)	-0.017	-2.781	0.005	-2.412	0.016	-1.408	0.159
(-1...0)	0.010	2.020	0.043	3.294	0.001	2.058	0.040

Duyuru öncesi dönem için belirlenen olay pencereleri incelendiğinde ise (-1, 0) olay penceresi dışındaki tüm olay pencereleri için negatif CAAR değerlerinin hesaplandığı görülmektedir. Özellikle (-20, -1) olay penceresi için hesaplanan %4'lük ve (-10, -1) olay penceresi için hesaplanan %3,1'lik kaybı ifade eden CAAR değerleri dikkat çekicidir. Duyuru gününe yaklaşıldığında ise (-1, 0) olay penceresinde %1'lik pozitif CAAR değerinin hesaplandığı görülmektedir. Ayrıca, belirlenen tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.41. Mali Kuruluşlar Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(0...1)	0.024	4.789	0.000	8.435	0.000	3.559	0.000
(0...3)	0.023	3.350	0.001	5.303	0.000	1.152	0.249
(0...5)	0.033	3.861	0.000	5.495	0.000	0.846	0.397
(0...10)	0.033	2.856	0.004	4.251	0.000	0.925	0.355
(0...20)	0.048	3.022	0.003	4.575	0.000	1.926	0.054

Yukarıda verilen tablo incelendiğinde ise, duyuru sonrası dönem için belirlenen tüm olay pencerelerinde pozitif CAAR değerlerinin hesaplandığı tespit edilmiş olup, en yüksek CAAR değerinin %4,8 ile (0, +20) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise %3,3 ile (0, +10), (0, +5) olay pencerelerinin takip ettiği görülmektedir. Bununla birlikte, duyuru gününü ve ertesi günü ele alan ve getirilerin duyuruya verdiği ilk tepkiyi ifade eden (0, +1) olay penceresi için hesaplanan %2,4'lük CAAR değeri de dikkat çekmektedir. Ayrıca, tüm olay pencereleri için

hesaplanan CAAR değerlerine ilişkin anlamlılık düzeylerinin incelenmesi sonucunda ise olay pencerelerinin tamamı için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.42. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...20)	0.009	0.378	0.705	1.601	0.110	-0.342	0.732
(-10...10)	0.002	0.126	0.900	0.946	0.344	-0.823	0.411
(-5...5)	0.011	0.926	0.355	2.137	0.033	-0.590	0.555
(-3...3)	0.007	0.712	0.476	2.430	0.015	-0.051	0.959
(-1...1)	0.021	3.444	0.001	6.364	0.000	2.745	0.006
(-1...2)	0.021	2.955	0.003	5.374	0.000	2.055	0.040

Duyuru öncesi ve duyuru sonraki dönemi ele alan birleşik olay pencereleri incelendiğinde ise belirlenen tüm olay pencereleri için hesaplan CAAR değerlerinin pozitif olduğu görülmektedir. En yüksek CAAR değerinin %2,1 ile (-1, +1) ve (-1, +2) olay pencerelerinde hesaplandığı fakat (-1, +1) olay penceresinin daha dar bir zaman dilimini kapsadığı belirlenmiştir. Bununla birlikte tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin anlamlılık düzeylerinin incelenmiş sonucunda (-20, +20) ve (-10, +10) olay pencereleri dışındaki pencereler için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

6.2.1.7. Eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi

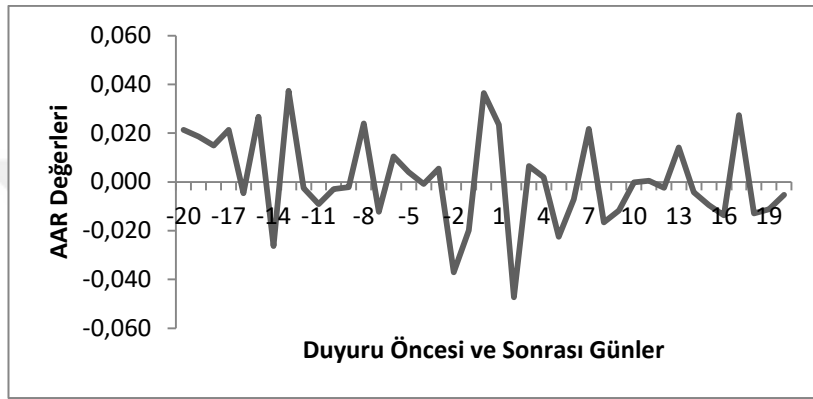
Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler sektöründe gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının incelenmesi sonucunda ise 2015 ve 2018 yılları arasındaki dönemde gerçekleştirilen toplam 2 adet pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Tespit edilen bu pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin test edilmesi sonucunda elde edilen bulgulara ise aşağıda yer verilmektedir.

Tablo 6.43. Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri

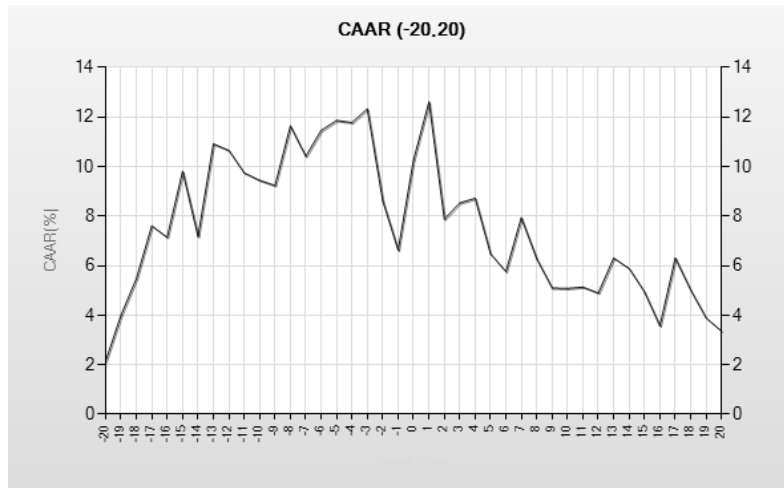
Gün	AAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
-20	0.021	1.434	0.152	1.347	0.178	1.344	0.179
-19	0.019	1.246	0.213	1.219	0.223	1.732	0.083
-18	0.015	0.997	0.319	1.038	0.299	1.547	0.122
-17	0.021	1.425	0.154	1.444	0.149	1.847	0.065
-16	-0.005	-0.310	0.757	-0.417	0.677	-0.283	0.777
-15	0.027	1.787	0.074	1.744	0.081	1.998	0.046
-14	-0.026	-1.764	0.078	-1.685	0.092	-1.688	0.091
-13	0.037	2.504	0.012	2.572	0.010	2.130	0.033
-12	-0.003	-0.176	0.861	-0.105	0.916	-0.027	0.979
-11	-0.009	-0.609	0.543	-0.635	0.526	-0.875	0.382
-10	-0.003	-0.199	0.842	-0.225	0.822	-0.115	0.909
-9	-0.002	-0.143	0.886	-0.150	0.881	0.018	0.986
-8	0.024	1.612	0.107	1.490	0.136	1.034	0.301
-7	-0.012	-0.822	0.411	-0.839	0.401	-1.273	0.203
-6	0.011	0.701	0.483	0.729	0.466	1.317	0.188
-5	0.004	0.271	0.787	0.256	0.798	0.663	0.507
-4	-0.001	-0.058	0.954	-0.160	0.873	-0.141	0.888
-3	0.006	0.370	0.711	0.364	0.716	0.893	0.372
-2	-0.037	-2.489	0.013	-2.249	0.025	-0.309	0.757
-1	-0.020	-1.336	0.182	-1.215	0.224	-0.628	0.530
0	0.036	2.441	0.015	2.830	0.005	0.035	0.972
1	0.024	1.575	0.115	1.192	0.233	-0.009	0.993
2	-0.047	-3.174	0.002	-3.108	0.002	-2.333	0.020
3	0.007	0.438	0.662	0.464	0.643	0.990	0.322
4	0.002	0.127	0.899	0.043	0.966	0.018	0.986
5	-0.023	-1.506	0.132	-1.464	0.143	-1.777	0.076
6	-0.007	-0.478	0.632	-0.420	0.674	-0.460	0.646
7	0.022	1.458	0.145	1.413	0.158	1.821	0.069
8	-0.017	-1.115	0.265	-1.111	0.267	-1.697	0.090
9	-0.012	-0.786	0.432	-0.792	0.429	-1.202	0.229
10	0.000	-0.011	0.991	0.094	0.925	-0.009	0.993
11	0.001	0.035	0.972	0.034	0.973	0.336	0.737
12	-0.002	-0.161	0.872	-0.129	0.897	0.009	0.993
13	0.014	0.947	0.344	0.961	0.336	1.573	0.116
14	-0.004	-0.281	0.778	-0.285	0.776	-0.203	0.839
15	-0.010	-0.637	0.524	-0.662	0.508	-0.928	0.353
16	-0.014	-0.919	0.358	-0.910	0.363	-1.379	0.168
17	0.027	1.835	0.067	1.984	0.047	1.229	0.219
18	-0.013	-0.867	0.386	-0.926	0.355	-0.981	0.327
19	-0.011	-0.751	0.453	-0.742	0.458	-1.096	0.273
20	-0.005	-0.359	0.720	-0.304	0.761	-0.265	0.791

Yukarı da verilen tablo 6.43' de görüldüğü üzere duyuru tarihi öncesi ve sonrasını kapsayan toplam 41 gün için AAR değerleri ve bu değerlere ilişkin

anlamlılık düzeyleri hesaplanmıştır. Buna göre duyuru gününü ifade eden (0) gününe kadarki yirmi günlük dönemde genel olarak AAR değerlerinin negatif olduğu, Ancak, bu durumun duyuru gününe gelindiğinde farklılık gösterdiği görülmektedir. Duyurunun gerçekleştiği gün olan 0 gününde %3,6'lık bir pozitif AAR değerinin hesaplandığı, pozitif görünümün ertesi gün içinde geçerli olduğu ancak sonrasında ise dalgalı bir döneme girildiği belirlenmiştir. Bu durum aşağıda verilen grafikler yardımıyla daha da net görülebilmektedir.



Şekil 6.17. Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği



Şekil 6.18. Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği

Yukarıda verilen AAR değerlerine ilişkin bilgiler ışığında verilen AAR değerlerinin kümülatif toplamlarını ifade eden CAAR değerleri; duyuru öncesi dönem, duyuru sonrası dönem ve her iki dönemi de kapsayan birleşik dönem olmak

üç farklı dönemde ele alınmış olup bu dönemler içerisinde belirlenen olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerine aşağıda yer verilmektedir.

Tablo 6.44. Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...-1)	0.066	0.993	0.321	1.011	0.312	2.054	0.040
(-10...-1)	-0.031	-0.662	0.508	-0.632	0.527	0.461	0.645
(-5...-1)	-0.048	-1.450	0.147	-1.344	0.179	0.213	0.831
(-3...-1)	-0.052	-1.994	0.046	-1.790	0.074	-0.026	0.980
(-1...0)	0.017	0.781	0.435	1.142	0.253	-0.419	0.675

Duyuru öncesi dönem için belirlenen olay pencereleri incelendiğinde ise (-1, 0) ve (-20, -1) olay pencereleri dışındaki tüm olay pencereleri için negatif CAAR değerlerinin hesaplandığı görülmektedir. En yüksek CAAR değerinin %6,6 ile (-20, -1) olay penceresinde hesaplandığı ve bu değer istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. Bunun yanı sıra, özellikle -12 gününden duyuru gününe dek hesaplanan negatif AAR değerlerinin etkisi ile (-10, -1), (-5, -1) ve (-3, -1) olay pencereleri için negatif CAAR değerlerinin hesaplandığı ve en düşük CAAR değerinin %5,2'lik kayıpla (-3, -1) olay penceresi için hesaplandığı tespit edilmiştir. Duyuru gününe yaklaşıldığında ise (-1, 0) olay penceresinde %1,7'lik pozitif CAAR değerinin hesaplandığı görülmektedir. Ayrıca, belirlenen olay pencerelerinden sadece (-3, -1) ve (-20, -1) olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.45. Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(0...1)	0.060	2.839	0.005	2.844	0.005	0.019	0.985
(0...3)	0.019	0.640	0.523	0.689	0.491	-0.659	0.510
(0...5)	-0.002	-0.041	0.967	-0.018	0.986	-1.256	0.209
(0...10)	-0.015	-0.311	0.756	-0.259	0.796	-1.394	0.163
(0...20)	-0.033	-0.478	0.633	-0.401	0.689	-1.381	0.167

Yukarıda yer alan tablo 6.45'de verilen olay pencereleri incelendiğinde ise, duyuru sonrası dönem için belirlenen olay pencerelerinden sadece (0, +1) ve (0, +3) olay pencerelerinde pozitif CAAR değerlerinin hesaplandığı tespit edilmiş olup en

yüksek CAAR değerinin %6 ile (0, +1) olay penceresinde hesaplandığı belirlenmiştir. Ancak duyuru tarihinden uzaklaştıkça yeniden ortaya çıkan negatif AAR değerlerinin etkisi ile kümülatif AAR değerini ifade eden CAAR değerlerinin (0, +10) ve (0, +20) gibi olay pencerelerinde negatif olarak hesaplandığı belirlenmiştir CAAR değerlerine ilişkin anlamlılık düzeylerinin incelenmesinde ise sadece (0, +1) olay penceresi için hesaplanan %6'lık CAAR değerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.46. Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencere	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...20)	0.034	0.352	0.725	0.419	0.675	0.446	0.656
(-10...10)	-0.047	-0.682	0.495	-0.624	0.533	-0.691	0.490
(-5...5)	-0.050	-1.008	0.314	-0.919	0.358	-0.784	0.433
(-3...3)	-0.032	-0.822	0.411	-0.651	0.515	-0.515	0.607
(-1...1)	0.040	1.547	0.122	1.621	0.105	-0.347	0.729
(-1...2)	-0.007	-0.247	0.805	-0.151	0.880	-1.467	0.142

Duyuru öncesi ve duyuru sonrası dönemi ele alan birleşik olay pencereleri incelendiğinde ise belirlenen olay pencerelerinden sadece (-1, +1) ve (-20, +20) için hesaplan CAAR değerlerinin pozitif olduğu görülmektedir. En yüksek CAAR değerinin ise %4 ile (-1, +1) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise %3,4 ile (-20, +20) olay penceresinin takip ettiği belirlenmiştir. En düşük CAAR değerinin ise %5'lik bir kayıpla (-5, +5) olay penceresinde hesaplandığı tespit edilmiştir. Ancak, belirlenen tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin anlamlılık düzeyleri incelenmiş ve olay pencerelerinin tamamı için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamsız olduğu belirlenmiştir.

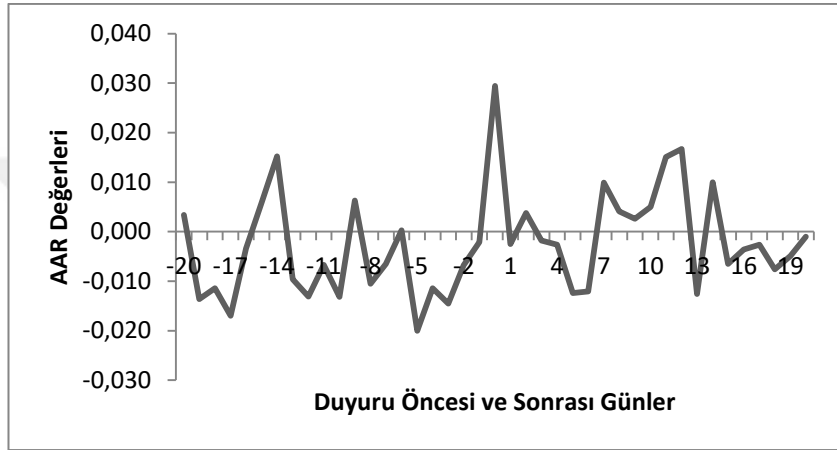
6.2.1.8. Teknoloji sektöründe pay geri alım şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu duyurularının pay getirilerine etkisi

Teknoloji sektöründe gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının incelenmesi sonucunda 2012 ve 2018 yılları arasındaki dönemde gerçekleştirilen toplam 8 pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Tespit edilen bu pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin test edilmesi sonucunda elde edilen bulgulara ise aşağıda yer verilmektedir.

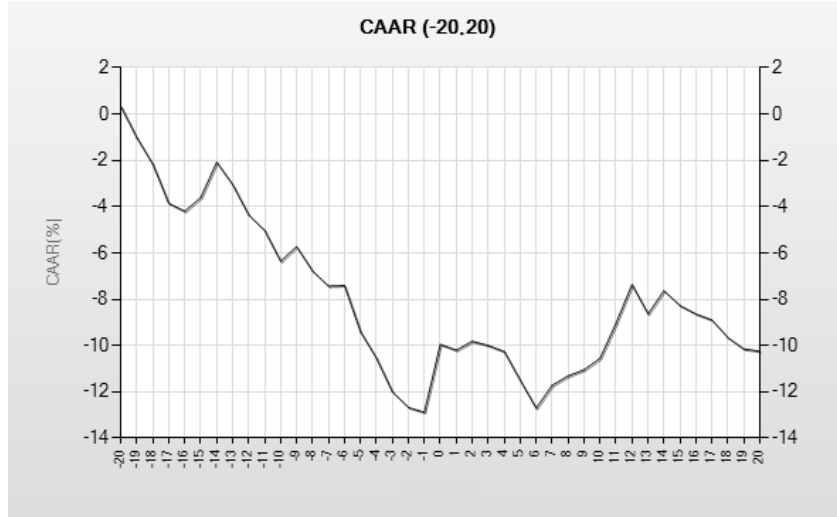
Tablo 6.47. Teknoloji Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri

Gün	AAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
-20	0.003	0.440	0.660	0.193	0.847	-0.116	0.908
-19	-0.014	-1.762	0.078	-1.641	0.101	-1.354	0.176
-18	-0.011	-1.480	0.139	-1.489	0.136	-1.448	0.148
-17	-0.017	-2.202	0.028	-2.269	0.023	-1.497	0.134
-16	-0.003	-0.441	0.659	-0.676	0.499	-0.983	0.326
-15	0.006	0.767	0.443	0.871	0.384	0.608	0.543
-14	0.015	1.978	0.048	2.265	0.024	1.778	0.075
-13	-0.010	-1.251	0.211	-1.463	0.144	-1.595	0.111
-12	-0.013	-1.698	0.090	-1.723	0.085	-1.845	0.065
-11	-0.007	-0.874	0.382	-0.950	0.342	-0.460	0.645
-10	-0.013	-1.720	0.086	-1.555	0.120	-1.041	0.298
-9	0.006	0.815	0.415	0.845	0.398	1.582	0.114
-8	-0.011	-1.367	0.172	-1.259	0.208	-1.238	0.216
-7	-0.007	-0.848	0.397	-0.889	0.374	-1.269	0.205
-6	0.000	0.034	0.973	-0.119	0.905	0.746	0.456
-5	-0.020	-2.597	0.009	-2.687	0.007	-1.524	0.128
-4	-0.011	-1.477	0.140	-1.060	0.289	-0.693	0.489
-3	-0.015	-1.885	0.059	-1.793	0.073	-1.600	0.110
-2	-0.007	-0.878	0.380	-1.008	0.313	-1.474	0.140
-1	-0.002	-0.275	0.784	-0.422	0.673	-0.733	0.464
0	0.029	3.810	0.000	4.507	0.000	2.556	0.011
1	-0.003	-0.322	0.748	-0.041	0.967	-0.156	0.876
2	0.004	0.494	0.621	0.651	0.515	0.840	0.401
3	-0.002	-0.231	0.817	-0.339	0.735	-0.045	0.964
4	-0.003	-0.341	0.733	-0.069	0.945	-0.246	0.806
5	-0.012	-1.612	0.107	-1.470	0.142	-1.448	0.148
6	-0.012	-1.565	0.118	-1.299	0.194	-0.447	0.655
7	0.010	1.286	0.199	1.136	0.256	1.497	0.134
8	0.004	0.527	0.598	0.491	0.624	1.113	0.266
9	0.003	0.343	0.732	0.189	0.851	0.442	0.658
10	0.005	0.644	0.520	0.452	0.651	0.567	0.570
11	0.015	1.960	0.050	2.268	0.023	1.260	0.208
12	0.017	2.166	0.030	2.426	0.015	1.626	0.104
13	-0.013	-1.636	0.102	-1.583	0.114	-1.966	0.049
14	0.010	1.298	0.194	1.737	0.082	1.412	0.158
15	-0.007	-0.838	0.402	-0.777	0.437	-0.282	0.778
16	-0.004	-0.469	0.639	-0.664	0.507	-0.898	0.369
17	-0.003	-0.334	0.738	-0.323	0.747	0.054	0.957
18	-0.008	-0.991	0.322	-1.075	0.282	-1.144	0.253
19	-0.005	-0.638	0.524	-0.721	0.471	-0.742	0.458
20	-0.001	-0.126	0.900	0.021	0.983	0.514	0.607

Yukarıda verilen tabloya göre, duyuru tarihini ifade eden (0) gününe kadarki yirmi günlük dönemde genel olarak AAR değerlerinin negatif görünümde olduğu tespit edilmiştir. Bu durumun duyuru gününde hesaplanan %2,9 'luk pozitif AAR değeri ile değiştiği görülmektedir. Bu değişikliğin ise sadece duyuru günü ile sınırlı kaldığı duyuru günü sonrasında ise pozitif ve negatif AAR değerlerinin hesaplandığı dalgalı bir döneme geçildiği görülmektedir. Bu durum, aşağıda verilen AAR ve CAAR grafikleri yardımı ile daha net görülebilmektedir.



Şekil 6.19. Teknoloji Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği



Şekil 6.20. Teknoloji Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği

AAR değerlerine ilişkin bilgiler ışığında verilen AAR değerlerinin kümülatif toplamlarını ifade eden CAAR değerleri; duyuru öncesi dönem, duyuru sonrası dönem ve her iki dönemi de kapsayan birleşik dönem olmak üç farklı

dönemde ele alınmış olup bu dönemler içerisinde belirlenen olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerine aşağıda yer verilmektedir.

Tablo 6.48. Teknoloji Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...-1)	-0.129	-3.739	0.000	-3.763	0.000	-3.165	0.002
(-10...-1)	-0.079	-3.225	0.001	-3.145	0.002	-2.290	0.022
(-5...-1)	-0.055	-3.181	0.002	-3.117	0.002	-2.694	0.007
(-3...-1)	-0.023	-1.754	0.079	-1.861	0.063	-2.198	0.028
(-1...0)	0.027	2.500	0.012	2.888	0.004	1.289	0.197

Duyuru öncesi dönem için belirlenen olay pencereleri incelendiğinde, duyuru tarihini de içeren (-1, 0) olay penceresi dışındaki tüm olay pencereleri için negatif CAAR değerlerinin hesaplandığı görülmektedir. Özellikle (-20, -1) olay penceresi için hesaplanan yaklaşık %13 'lük kaybı ifade eden negatif CAAR değeri dikkat çekmektedir. En yüksek CAAR değerinin ise %2,7 ile (-1, 0) olay penceresinde hesaplandığı belirlenmiştir. Ayrıca, belirlenen tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.49. Teknoloji Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(0...1)	0.027	2.467	0.014	3.157	0.002	1.697	0.090
(0...3)	0.029	1.876	0.061	2.389	0.017	1.597	0.110
(0...5)	0.014	0.734	0.463	1.322	0.186	0.613	0.540
(0...10)	0.023	0.915	0.361	1.268	0.205	1.409	0.159
(0...20)	0.026	0.748	0.455	1.203	0.229	0.984	0.325

Tablo 6.49 'da verilen olay pencereleri incelendiğinde, duyuru sonrası dönem için belirlenen olay pencerelerinin tamamında pozitif CAAR değerlerinin hesaplandığı tespit edilmiş olup en yüksek CAAR değerinin %2,9 ile (0, +3) olay penceresinde hesaplandığı belirlenmiştir. Bununla birlikte daha dar bir süreci ele alan ve duyuru tarihini de içeren (0, +1) olay penceresi için hesaplanan %2,7'lik CAAR değeri de dikkat çekmektedir. CAAR değerlerine ilişkin anlamlılık düzeylerinin incelenmesi sonucunda ise sadece (0, +1) ve (0, +3) olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.50. Teknoloji Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleeri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...20)	-0.102	-2.076	0.038	-1.767	0.077	-1.507	0.132
(-10...10)	-0.055	-1.563	0.118	-1.253	0.210	-0.561	0.575
(-5...5)	-0.041	-1.602	0.109	-1.125	0.260	-1.363	0.173
(-3...3)	0.006	0.270	0.787	0.587	0.557	-0.231	0.817
(-1...1)	0.025	1.856	0.064	2.334	0.020	0.962	0.336
(-1...2)	0.029	1.854	0.064	2.347	0.019	1.253	0.210

Duyuru öncesi ve duyuru sonrası dönemi ele alan birleşik olay pencereleri incelendiğinde, belirlenen olay pencerelerinden sadece (-1, +1), (-1, +2) ve (-3, +3) olay pencereleri için hesaplan CAAR değerlerinin pozitif olduğu görülmektedir. En yüksek CAAR değerinin ise %2,9 ile (-1, +2) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise %2,5 ile (-1, +1) olay penceresinin takip ettiği belirlemiştir. Ayrıca 41 günlük dönem sonunda elde edilebilecek kümülatif AAR değerinin hesaplandığı (-20, +20) olay penceresi incelendiğinde, bu olay penceresi için hesaplanan CAAR değerinin negatif olduğu ve yaklaşık olarak %10 'luk bir kaybı ifade ettiği görülmektedir. Bununla birlikte, belirlenen tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin anlamlılık düzeyleri incelenmiş ve sadece (-1, +1), (-1, +2) ve (-20, +20) olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

6.2.1.9. Mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi

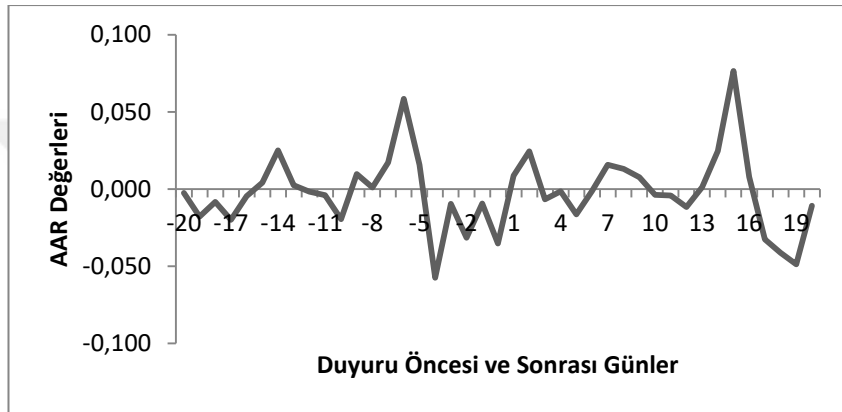
Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler sektöründe gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının incelenmesi sonucunda 2012 ve 2014 yılları arasındaki dönem içerisinde gerçekleştirilen toplam 2 adet pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Tespit edilen bu pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin test edilmesi sonucunda elde edilen bulgulara ise aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 6.51. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri

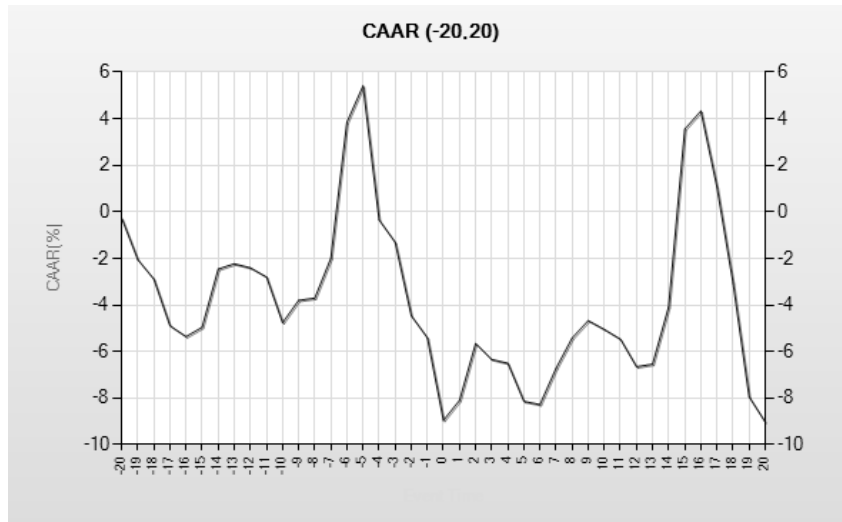
Gün	AAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
-20	-0.003	-0.266	0.791	-0.345	0.731	-0.935	0.350
-19	-0.018	-1.809	0.071	-3.199	0.001	-1.281	0.200
-18	-0.008	-0.848	0.396	-1.414	0.157	-1.186	0.236
-17	-0.020	-2.025	0.043	-1.053	0.292	-0.069	0.945
-16	-0.005	-0.472	0.637	-0.678	0.498	-1.134	0.257
-15	0.004	0.403	0.687	-0.004	0.997	-0.095	0.924
-14	0.025	2.534	0.011	3.317	0.001	2.164	0.031
-13	0.002	0.228	0.820	-0.437	0.662	-0.130	0.897
-12	-0.002	-0.176	0.861	-0.130	0.896	0.000	1.000
-11	-0.004	-0.401	0.688	-0.596	0.552	-0.995	0.320
-10	-0.020	-1.988	0.047	-3.675	0.000	-1.091	0.276
-9	0.010	0.972	0.331	1.038	0.299	1.852	0.064
-8	0.001	0.097	0.923	-0.260	0.795	-0.390	0.697
-7	0.017	1.733	0.083	1.252	0.210	0.277	0.782
-6	0.058	5.915	0.000	4.159	0.000	0.208	0.835
-5	0.016	1.581	0.114	0.037	0.971	0.043	0.966
-4	-0.058	-5.830	0.000	-4.722	0.000	-2.103	0.035
-3	-0.010	-0.973	0.331	-0.734	0.463	-0.701	0.483
-2	-0.032	-3.196	0.001	-4.449	0.000	-2.216	0.027
-1	-0.009	-0.954	0.340	0.077	0.939	0.009	0.993
0	-0.035	-3.587	0.000	-4.458	0.000	-2.268	0.023
1	0.009	0.871	0.384	2.570	0.010	0.294	0.769
2	0.024	2.468	0.014	4.364	0.000	1.584	0.113
3	-0.007	-0.692	0.489	-1.007	0.314	-1.290	0.197
4	-0.002	-0.165	0.869	-0.471	0.638	-0.658	0.511
5	-0.016	-1.659	0.097	-2.590	0.010	-1.610	0.107
6	-0.001	-0.139	0.890	0.259	0.795	0.502	0.616
7	0.016	1.579	0.114	3.316	0.001	0.753	0.452
8	0.013	1.314	0.189	2.574	0.010	1.073	0.283
9	0.008	0.759	0.448	1.326	0.185	1.342	0.180
10	-0.004	-0.385	0.700	-1.078	0.281	-0.511	0.610
11	-0.004	-0.422	0.673	-0.633	0.527	-1.039	0.299
12	-0.012	-1.199	0.231	-0.573	0.567	-0.026	0.979
13	0.001	0.111	0.911	-0.237	0.813	-0.372	0.710
14	0.025	2.493	0.013	2.195	0.028	2.147	0.032
15	0.076	7.731	0.000	5.409	0.000	0.182	0.856
16	0.008	0.787	0.431	0.405	0.685	0.095	0.924
17	-0.033	-3.306	0.001	-4.439	0.000	-2.242	0.025
18	-0.041	-4.185	0.000	-3.831	0.000	-2.216	0.027
19	-0.049	-4.949	0.000	-5.459	0.000	-2.302	0.021
20	-0.011	-1.093	0.275	-0.496	0.620	-0.009	0.993

Yukarıdaki, tablo 6.51' de görüldüğü üzere duyuru tarihi öncesi ve sonrası dönemi kapsayan toplam 41 günlük dönem için hesaplanan AAR değerleri ve bu

değerlere ait anlamlılık düzeyleri verilmektedir. Buna göre duyuru tarihi öncesi dönem için hesaplanan nispeten yüksek olarak ifade edilebilen pozitif ve negatif AAR değerlerinin bulunduğu dalgalı bir dönemin varlığı tespit edilmiştir. Bu durum duyuru tarihi olarak ifade edilen (0) gününe gelindiğinde de farklılık göstermemiş ve duyuru tarihinde de %3,5'lik bir negatif AAR değeri tespit edilmiştir. Duyuru sonrasındaki dönem içinde dalgalanmanın benzer şekilde devam ettiği görülmektedir. Bu durum aşağıda verilen AAR ve CAAR grafikleri yardımıyla daha net görülebilmektedir.



Şekil 6.21. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği



Şekil 6.22. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği

AAR değerlerine ilişkin bilgiler ışığında verilen AAR değerlerinin kümülatif toplamalarını ifade eden CAAR değerleri; duyuru öncesi dönem, duyuru

sonrası dönem ve her iki dönemi de kapsayan birleşik dönem olmak üç farklı dönemde ele alınmış olup bu dönemler içerisinde belirlenen olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerine aşağıda yer verilmektedir.

Tablo 6.52. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...-1)	-0.054	-1.224	0.221	-2.642	0.008	-1.738	0.082
(-10...-1)	-0.026	-0.836	0.403	-2.301	0.021	-1.300	0.194
(-5...-1)	-0.093	-4.191	0.000	-4.379	0.000	-2.222	0.026
(-3...-1)	-0.051	-2.958	0.003	-2.948	0.003	-1.679	0.093
(-1...0)	-0.045	-3.211	0.001	-3.098	0.002	-1.597	0.110

Duyuru öncesi dönem için belirlenen olay pencereleri incelendiğinde tüm olay pencereleri için negatif CAAR değerlerinin hesaplandığı görülmektedir. En düşük CAAR değerinin ise %9,3'lük kayıp ile (-5, -1) olay penceresinde belirlendiği bunu ise (-20, -1) olay penceresinde hesaplanan ve %5,4'lük bir kaybı ifade negatif CAAR değerinin takip ettiği görülmektedir. Bununla birlikte, duyuru gününü de kapsayan (-1, 0) olay penceresi için hesaplanan %4,5'lik negatif CAAR değeri de dikkat çekmektedir. Ayrıca, belirlenen tüm olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.53. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(0...1)	-0.027	-1.921	0.055	-1.335	0.182	-1.395	0.163
(0...3)	-0.009	-0.470	0.638	0.734	0.463	-0.840	0.401
(0...5)	-0.027	-1.128	0.259	-0.650	0.516	-1.611	0.107
(0...10)	0.004	0.110	0.912	1.448	0.148	-0.238	0.812
(0...20)	-0.036	-0.800	0.424	-0.623	0.533	-1.434	0.152

Duyuru sonrası dönem için belirlenen olay pencereleri incelendiğinde ise, olay pencerelerinden sadece (0, +10) olay penceresinde pozitif CAAR değerinin hesaplandığı tespit edilmiş olup en yüksek pozitif CAAR değerinin de bu olay penceresine ait olduğu görülmektedir. En düşük CAAR değerinin ise %3,6'lük kayıp ile (0, +20) olay penceresinde hesaplandığı belirlenmiştir. Hesaplanan CAAR

değerlerine ilişkin anlamlılık düzeylerinin incelenmesinde ise sadece (0, +1) olay penceresi için hesaplanan CAAR değerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 6.54. Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Penceresi	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...20)	-0.0903	-1.4274	0.1535	-2.2911	0.022	-2.2398	0.0251
(-10...10)	-0.0225	-0.4973	0.619	-0.5397	0.5894	-1.069	0.2851
(-5...5)	-0.1199	-3.6591	0.0003	-3.4326	0.0006	-2.6879	0.0072
(-3...3)	-0.0599	-2.2915	0.0219	-1.3752	0.1691	-1.7338	0.083
(-1...1)	-0.0363	-2.119	0.0341	-1.0458	0.2957	-1.1343	0.2567
(-1...2)	-0.0119	-0.601	0.5478	1.2762	0.2019	-0.1904	0.849

Duyuru öncesi ve duyuru sonrası dönemi ele alan birleşik olay penceresi incelendiğinde ise belirlenen olay penceresinin tümünde hesaplanan CAAR değerlerinin negatif olduğu görülmektedir. En düşük CAAR değerinin ise yaklaşık olarak %12 'lik kaybı ifade eden CAAR değeri ile (-5, +5) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise yaklaşık %9'luk kayıp ile (-20, +20) olay penceresinin takip ettiği belirlenmiştir. Bununla birlikte, belirlenen tüm olay penceresi için hesaplanan CAAR değerlerinin anlamlılık düzeyleri incelenmiş ve (-10, +10) olay penceresi dışındaki tüm olay penceresi için hesaplanan CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

6.2.1.10 İdari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründe şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu pay geri alım duyurularının pay getirilerine etkisi

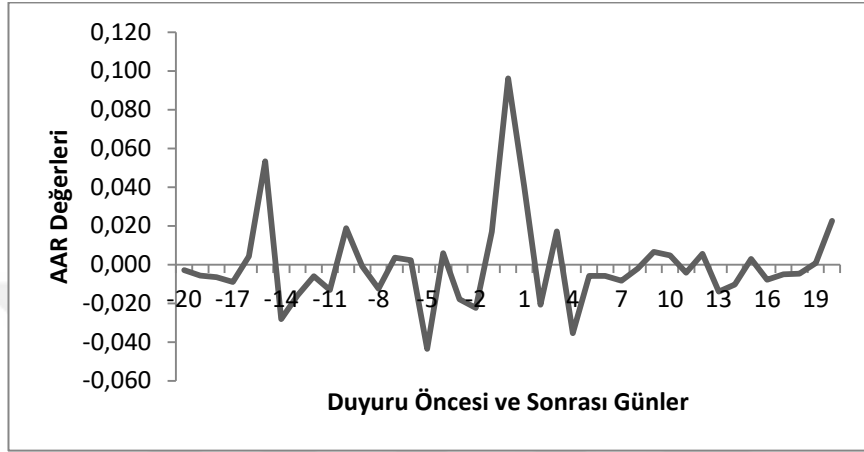
Pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki kısa dönemli etkisinin tespit edilmesi amacıyla İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri sektöründe gerçekleştirilen pay geri alım duyuruları ele alınmıştır. İncelenme sonucunda 2014 ve 2016 yılları arasındaki dönem içerisinde gerçekleştirilen toplam 3 adet pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Tespit edilen bu pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin incelenmesi sonucunda elde edilen bulgulara ise aşağıda yer verilmektedir

Tablo 6.55. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Değerleri

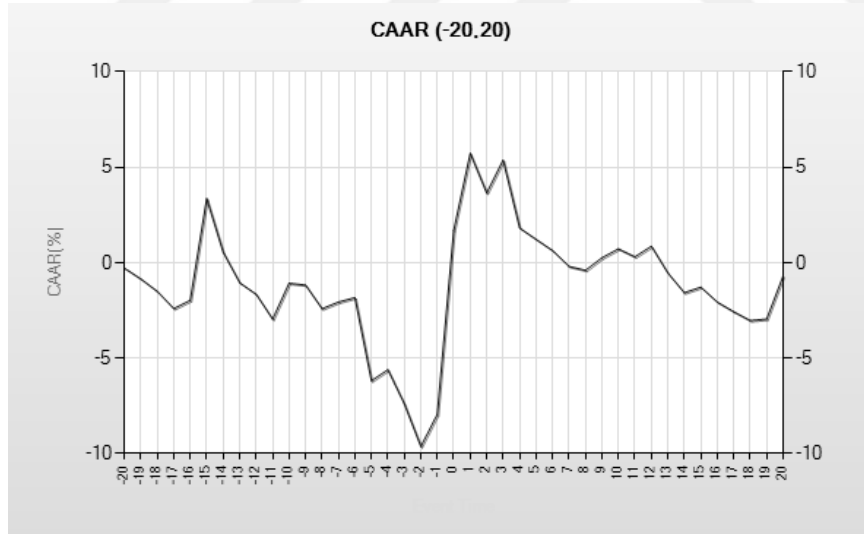
Gün	AAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
-20	-0.003	-0.172	0.863	-0.014	0.989	-0.193	0.847
-19	-0.006	-0.353	0.724	-0.272	0.785	-0.361	0.718
-18	-0.007	-0.409	0.683	-0.200	0.842	-0.091	0.927
-17	-0.009	-0.560	0.575	-0.539	0.590	-1.046	0.295
-16	0.004	0.268	0.789	0.062	0.951	0.288	0.773
-15	0.053	3.326	0.001	2.394	0.017	0.055	0.956
-14	-0.028	-1.758	0.079	-1.422	0.155	-1.083	0.279
-13	-0.016	-0.991	0.322	-0.662	0.508	-0.098	0.922
-12	-0.006	-0.375	0.707	-0.377	0.706	-0.747	0.455
-11	-0.013	-0.817	0.414	-0.864	0.388	-1.535	0.125
-10	0.019	1.173	0.241	1.018	0.309	1.805	0.071
-9	-0.001	-0.058	0.954	-0.063	0.950	0.171	0.864
-8	-0.012	-0.777	0.437	-0.844	0.399	-1.550	0.121
-7	0.004	0.218	0.827	0.117	0.907	0.580	0.562
-6	0.002	0.145	0.885	0.012	0.990	0.609	0.543
-5	-0.044	-2.721	0.007	-2.134	0.033	-1.054	0.292
-4	0.006	0.362	0.717	0.154	0.877	0.295	0.768
-3	-0.018	-1.118	0.264	-0.950	0.342	-1.309	0.191
-2	-0.022	-1.395	0.163	-1.027	0.305	-0.456	0.649
-1	0.017	1.056	0.291	1.274	0.203	1.615	0.106
0	0.096	6.008	0.000	5.663	0.000	1.178	0.239
1	0.041	2.529	0.011	2.580	0.010	1.914	0.056
2	-0.021	-1.299	0.194	-1.532	0.126	-0.667	0.505
3	0.017	1.075	0.282	1.427	0.154	0.879	0.380
4	-0.036	-2.217	0.027	-2.620	0.009	-2.585	0.010
5	-0.006	-0.371	0.711	-0.426	0.670	-0.361	0.718
6	-0.006	-0.366	0.714	-0.410	0.682	-0.660	0.509
7	-0.008	-0.520	0.603	-0.583	0.560	-0.791	0.429
8	-0.002	-0.128	0.898	-0.213	0.831	-0.040	0.968
9	0.007	0.410	0.682	0.264	0.791	0.864	0.388
10	0.005	0.293	0.770	0.134	0.893	0.390	0.696
11	-0.004	-0.260	0.795	-0.331	0.741	-0.390	0.696
12	0.006	0.344	0.731	0.729	0.466	0.470	0.638
13	-0.014	-0.875	0.382	-1.216	0.224	-0.602	0.547
14	-0.010	-0.645	0.519	-0.776	0.438	-1.192	0.233
15	0.003	0.182	0.856	0.193	0.847	0.747	0.455
16	-0.008	-0.488	0.626	-0.455	0.649	-0.857	0.392
17	-0.005	-0.312	0.755	-0.461	0.645	-0.441	0.659
18	-0.005	-0.291	0.771	-0.363	0.717	-0.558	0.577
19	0.001	0.047	0.962	-0.006	0.996	0.383	0.702
20	0.023	1.407	0.159	1.213	0.225	1.827	0.068

Tablo 6.55’ de görüldüğü üzere duyuru tarihini ifade eden (0) gününe kadarki yirmi günlük dönemde genel olarak AAR değerlerinin negatif görünümde

olduğu tespit edilmiştir. Ancak, bu durumun duyuru gününde gerçekleşen %9,6 gibi oldukça önemli bir pozitif AAR değeri ile değiştiği pozitif AAR değerinin ertesi gün içinde hesaplandığı ve ardından ise tekrar negatif AAR değerlerinin yoğunlaştığı bir döneme girildiği belirlenmiştir. Bu durum aşağıda yer alan AAR ve CAAR grafikleri yardımıyla daha da net görülebilmektedir.



Şekil 6.23. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin AAR Grafiği



Şekil 6.24. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektöründe Gerçekleştirilen Pay Geri Alım Duyurularına İlişkin CAAR Grafiği

AAR değerlerine ilişkin bilgiler ışığında verilen AAR değerlerinin kümülatif toplamalarını ifade eden CAAR değerleri; duyuru öncesi dönem, duyuru sonrası dönem ve her iki dönemi de kapsayan birleşik dönem olmak üç farklı dönemde ele alınmış olup bu dönemler içerisinde belirlenen olay pencerelerine ilişkin hesaplanan CAAR değerlerine aşağıda verilmektedir.

Tablo 6.42. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleeri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...-1)	-0.079	-1.108	0.268	-0.970	0.332	-0.918	0.359
(-10...-1)	-0.050	-0.985	0.325	-0.772	0.440	0.224	0.823
(-5...-1)	-0.061	-1.706	0.088	-1.200	0.230	-0.406	0.685
(-3...-1)	-0.023	-0.841	0.400	-0.406	0.685	-0.086	0.931
(-1...0)	0.113	4.995	0.000	4.906	0.000	1.975	0.048

Duyuru öncesi dönem için belirlenen olay pencereleri incelendiğinde (-1, 0) olay penceresi dışındaki tüm olay pencereleri için negatif CAAR değerlerinin hesaplandığı görülmektedir. Özellikle (-20, -1) olay penceresi için hesaplanan %7,9'luk ve (-5, -1) olay penceresi için hesaplanan %6,1'lik kaybı ifade eden CAAR değerleri dikkat çekicidir. Duyuru gününü de içerisine alan (-1, 0) olay penceresinde %11,3'luk pozitif CAAR değerinin hesaplandığı görülmektedir. Ayrıca, belirlenen olay pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinden sadece (-5, -1) ve (-1, 0) olay pencerelerine ait CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 6.56. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Sonrası Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleeri	CAAR	T-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(0...1)	0.137	6.036	0.000	5.829	0.000	2.186	0.029
(0...3)	0.133	4.156	0.000	4.070	0.000	1.652	0.099
(0...5)	0.092	2.337	0.019	2.079	0.038	0.146	0.884
(0...10)	0.087	1.632	0.103	1.292	0.196	0.036	0.971
(0...20)	0.072	0.987	0.324	0.614	0.539	-0.107	0.915

Tablo 6.56 'da verilen olay pencereleri incelendiğinde ise, duyuru sonrası dönem için belirlenen olay pencerelerinin tamamında pozitif CAAR değerlerinin hesaplandığı tespit edilmiş olup en yüksek CAAR değerinin %13,7 ile (0, +1) olay penceresinde hesaplandığı belirlenmiştir. Ancak duyuru tarihinden uzaklaştıkça ortaya çıkan negatif AAR değerlerinin etkisi ile kümülatif AAR değerini ifade eden CAAR değerlerinin (0, +10) ve (0, +20) gibi olay pencerelerinde giderek azaldığı belirlenmiştir. CAAR değerlerine ilişkin anlamlılık düzeylerinin incelenmesinde ise

(0, +10) olay penceresi için hesaplanan CAAR değeri dışındaki diğer tüm CAAR değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 6.57. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektöründe Gerçekleştirilen Pay geri Alım Duyuruları Öncesi ve Sonrası Dönemi Kapsayan Birleşik Döneme İlişkin CAAR Değerleri

Olay Pencereleeri	CAAR	t-Test	Prob.	Patell Z	Prob.	Corrado Rank	Prob.
(-20...20)	-0.007	-0.068	0.946	-0.238	0.812	-0.718	0.473
(-10...10)	0.037	0.502	0.616	0.402	0.687	0.181	0.857
(-5...5)	0.031	0.576	0.565	0.727	0.467	-0.166	0.868
(-3...3)	0.110	2.591	0.010	2.811	0.005	1.192	0.233
(-1...1)	0.154	5.538	0.000	5.495	0.000	2.718	0.007
(-1...2)	0.133	4.147	0.000	3.993	0.000	2.020	0.043

Duyuru öncesi ve duyuru sonrası dönemi ele alan birleşik olay pencereleeri incelendiğinde ise belirlenen olay pencereleerinden sadece (-20, +20) için hesaplan CAAR değerleerinin negatif olduğu diğer tüm pencereleer için ise pozitif değerleerleer oldukları görülmektedir. En yüksek CAAR değeri için ise %15,4 ile (-1, +1) olay penceresinde hesaplandığı bunu ise %13,3 ile (-1, +2) olay penceresinin takip ettiğii belirlenmiştir. Ancak duyuru tarihinden uzaklaştıkça ortaya çıkan negatif CAAR değeri için etkisiyle (-20, +20) olay penceresi için CAAR değeri için negatif olarak hesaplandığı görülmektedir. Belirlenen tüm olay pencereleeri için hesaplanan CAAR değeri için anlamlılık düzeyleerinin incelenmesi sonucunda ise olay pencereleerinden (-1, +1), (-1, +2) ve (-3, +3) pencereleeri için hesaplanan CAAR değeri için istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Pay geri alımları şirketlerin hissedarlara nakit dağıtımını için kullandıkları araçlar arasında yıllar itibari ile giderek daha fazla önem kazanmıştır. Günümüzde birçok şirket temettü ödemek yerine piyasadaki paylarının bir kısmını geri almayı tercih etmektedir. Bunun en temel sebebi olarak ise bu mekanizmanın içinde şirketlere çeşitli esneklikler sunulması gösterilebilir. Pay geri alımları, kesin bağlılıklar taşımayan uygulamalardır. Şirketler bir yıl içerisinde geri alım programlarına milyarlar harcayıp, bir sonraki yılda ise bunları gider olarak gösterebilmektedir. Diğer yandan, ise temettülerin yükümlülükleri vardır ve temettülerin azaltılması veya iptal edilmesi pay fiyatlarını olumsuz etkileyebilmektedir. Payları geri almak için şirketler farklı seçeneklere sahip oldukları gibi şirketleri bu alımları yapmaya iten farklı motivasyonlar da bulunmaktadır. Ortaya çıkan bu motivasyonlar doğrultusunda uluslararası piyasalarda her yıl milyarlarca dolar değerinde pay geri alımları gerçekleştirilmektedir.

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

Çalışma kapsamında, öncelikle firmaların pay geri alım kararları almalarında hangi faktörlerin etkili olduğu hususu ele alınmıştır. Bu kapsamda Pay geri alım işlemi gerçekleştiren ve gerçekleştirilmeyen şirketlere ait belirlenen bazı finansal

oranlar birer değişken olarak belirlenmiş ve bu değişkenlerin firmaların pay geri alım kararlarında etkili olup olmadıkları lojistik regresyon analizi yardımı ile test edilmiştir.

Çalışmada firmaların; bulunduğu sektöre, PD/DD oranına ve büyüklük düzeyine göre eşleştirilmesinin akabinde gerçekleştirilen lojistik regresyon analizi sonucuna göre elde edilen bulgular, bazı finansal oranların firmaların pay geri alım kararlarına etki ettiğini göstermektedir.

Firmaların buldukları sektörlerle göre eşleştirilmesi sonucunda elde edilen lojistik regresyon sonucu incelendiğinde ise -2,924 ile mülkiyet düzeyi (MD) değişkeninin şirketlerin pay geri alım kararı almasında etkili olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç, mülkiyet düzeyi düşük olan firmaların pay geri alım kararı almaya daha yatkın olduklarını göstermektedir. Firmaların pay geri alım kararlarına etki ettiği belirlenen bir diğer değişken ise maddi olmayan duran varlık (MODV) değişkenidir. Buna göre MODV değişkeni hesaplanan 0,231 katsayı değeri ile pay geri alım kararlarına pozitif yönde etki etmektedir. Daha net bir ifade ile maddi olmayan duran varlıklara sahip olma düzeyi yüksek olan firmaların pay geri alım kararı almaya daha yatkın oldukları belirlenmiştir. Diğer değişkenlere ilişkin sonuçların ise istatistiki olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.

Firmaların aktif büyüklüklerine göre eşleştirilmelerinin akabinde gerçekleştirilen lojistik regresyon analizi sonucunda elde edilen bulgular da mülkiyet düzeyi (MD) ve maddi olmayan duran varlık (MODV) değişkenlerinin firmaların pay geri alım kararlarını etkilediğine işaret etmektedir.

Ancak, diğer bir eşleştirme türü olan firmaların PD/DD oranlarına göre eşleştirilmesi akabinde elde edilen bulgular diğer iki eşleştirmeye göre farklılık göstermektedir. Buna göre bulgular, firmaların pay geri alım kararını etkileyen değişkenler olarak -2,462 katsayı değeri ile mülkiyet düzeyi (MD) ve 0.53 katsayı değeri ile kârlılık düzeyi (KD) değişkenlerini işaret etmektedir.

Sonuç olarak elde edilen bulgular, BIST' de pay geri alımı gerçekleştiren firmaların pay geri alım kararı almalarında mülkiyet düzeyi, maddi olmayan duran varlık düzeyi ve kârlılık düzeyi gibi finansal oranların etkili olduğunu göstermektedir.

Çalışmanın ikinci aşamasında ise, pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışmada, öncelikle 2010-2018 yılları arasındaki dönem içerisinde gerçekleştirilen pay geri alım duyuruları tespit

edilmeye çalışılmıştır. İncelemeler sonucunda belirtilen dönem içerisinde BIST 'de işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu toplam 146 pay geri alım duyurusu tespit edilmiştir. Tespit edilen bu pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisi ise genel ve sektör bazında olay çalışması (Event Study) metodu yardımı ile ampirik olarak incelenmiş ve elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

Buna göre belirlenen şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları pay geri alım duyurularını takip eden kısa dönem içerisinde anormal getirilerin belirlenebilmesi amacıyla geri alımın yapıldığı günün “20 iş günü öncesi” ve “20 iş günü sonrası” olmak üzere toplam 41 iş günü uzunluğunda bir olay penceresi (-20, +20) açılmıştır. Bu olay penceresi kapsamında olay öncesi, sonrası ve birleşik dönemi kapsayacak şekilde alt olay pencereleri belirlenmiştir. Belirlenen bu olay pencereleri için payların AAR ve CAAR değerleri incelenmiş ve bu sayede gerçekleştirilen duyuruya ilişkin getirilerdeki değişim gözlemlenmiştir.

Öncelikle, pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisinin, genel düzeyde incelenmesi sonucunda elde edilen bulgulara göre; şirketlerin pay geri alım işlemine ait duyurularının kamuya açıklandığı günün öncesindeki 20 günlük süreçte AAR değerlerinin genellikle negatif düzeyde olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum geri alım işlemine ait duyuruların kamuya açıklanmasıyla birlikte değişiklik göstermiş ve AAR değerlerinin yönü kısa dönemli de olsa pozitif olarak seyretmiştir. Bunun ardından ise AAR değerlerinde gerçekleşen nispeten daha düşük dalgalanmaların görüldüğü bir döneme girilmiştir.

Çalışma da; duyuru öncesi, sonrası ve birleşik dönem de ele alınmış ve bu kapsamda belirtilen dönemler içerisinde farklı tarih aralıklarını içeren alt olay pencereleri açılmıştır. Bu sayede açılan her bir olay penceresinin ifade ettiği tarih aralığı için hesaplanan AAR değerlerinin kümülatif toplamını ifade eden CAAR değerleri belirlenmiştir. Buna göre duyuru tarihinde BIST 'de gerçekleştirilen pay geri alım duyuruları sonucunda %2,2'lik bir pozitif AAR değeri tespit edilmiştir. Yani, duyuru tarihinde bir yatırımcının %2,2 gibi ortalama anormal getiri (AAR) elde edebilme şansı bulunmaktadır. Bu oran Almanya için Hackethal ve Zdantchouk (2006) çalışmasında %1,47, Japonya için Hatakeda ve Isagawa (2004) çalışmasında yaklaşık %1, Tayvan için Liao vd (2005), çalışmasında %0,6 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca, Lee, Ejara ve Gleason (2010) gerçekleştirmiş olduğu çalışma da bu oranı, Fransa, Almanya, İtalya ve Birleşik Krallık için hesaplamış ve sırasıyla %0,02, %2,76, %0,97 ve %0,52 sonuçlarını elde etmiştir.

Duyuru öncesi döneme ait olay pencereleri incelendiğinde duyuru tarihini de kapsayan (-1, 0) olay penceresi haricindeki diğer tüm olay pencerelerinde negatif CAAR değerleri hesaplanmış olup, CAAR değerinin en düşük olduğu olay penceresinin %7,2'lik bir kayıpla (-20, -1) olay penceresi olduğu belirlenmiştir. Olay pencereleri incelendiğinde duyuru tarihine yaklaştıkça ve olay pencerelerindeki gün aralığı daraldıkça negatif görünümün etkisinin azaldığı gözlemlenmektedir. Hatakeda ve Isagawa (2004) çalışmasında duyuru tarihi öncesi dönemde gerçekleşen negatif CAAR değerinin Japonya için %-4,82 olarak hesaplandığını belirtirken. Seifert ve Stehle (2005) Almanya için duyuru öncesi dönemi (-25, -1) olarak ele almış ve bu dönem için hesaplanan CAAR değerinin %-6,43 olduğunu ifade etmiştir. Isa ve Lee (2014), Chatterjee ve Dutta (2015) ve Gan, Bian, Wu ve Cohen (2017) ise sırasıyla Malezya, Hindistan ve Çin için duyuru öncesi (-20, -1) olay penceresinde pozitif CAAR değerlerinin hesaplandığını ortaya koymuşlardır.

Duyurunun gerçekleşmesinin akabindeki 20 günlük dönem içerisinde belirlenen olay pencereleri incelendiğinde ise, duyuru öncesi dönem için belirlenen olay pencerelerinin aksine tüm olay pencerelerinde pozitif CAAR değerleri hesaplanmıştır. Hesaplanan CAAR değerleri incelendiğinde, CAAR değerinin en yüksek hesaplandığı olay penceresinin %4,2'lik bir değerle (0, +20) olay penceresinin olduğu gözlemlenmesine rağmen (0, +1) olay penceresinde tespit edilen % 3,7'lik CAAR değeri de dikkat çekmektedir. Duyuru sonrası hesaplanan bu CAAR değerleri, pay fiyatlarının kısa dönem için pay geri alım duyurularına olumlu tepki verdiğini yani pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerinde bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. (0, +1) olay penceresi dışındaki diğer pencerelerde baz alınan zaman aralığı genişlemesine rağmen CAAR değerlerinde gözlenen küçük artış ve azalışlar, duyurunun gerçekleşmesinin akabinde, ikinci günden itibaren getirilerde gözlemlenen yatay hareketi işaret etmektedir. Yani pay getirilerinin duyurulara verdiği ilk tepki olarak gözlemlenen yukarı yönlü sıçramanın ikinci günle birlikte etkisini giderek yitirdiği ve yerini dengelenmeye bıraktığı belirlenmiştir.

Seifert ve Stehle (2005) Almanya için duyuru sonrası dönemi (+1, +25) olarak ele almış ve bu dönem için hesaplanan CAAR değerinin %0,72 olduğunu ifade etmiştir. Liao vd. (2006) tarafından Tayvan da gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin incelendiği çalışma da ise duyuru sonrası dönemin ele alındığı (0, +20) olay penceresi için CAAR değerinin %10,39 olarak hesaplandığı belirlenmiştir. Rasbant (2013) İsveç'te gerçekleştirilen pay geri alım

duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin incelendiği çalışma da ise duyuru sonrası dönemin ele alındığı (+2, +20) olay penceresi için CAAR değerinin %-0,53 olarak hesaplandığını belirlemiştir. Isa ve Lee (2014) ise Malezya için gerçekleştirmiş oldukları çalışma neticesinde duyuru sonrası dönemin ele alındığı (+2, +20) olay penceresi için CAAR değerinin yaklaşık %1,6 olarak hesaplandığını ortaya koymuşlardır. Ayrıca, Chatterjee ve Dutta (2015) Hindistan için gerçekleştirilen çalışmada, (0, +20) olay penceresinde CAAR değerinin %0,3 olduğunu tespit etmişlerdir.

Olay öncesi ve sonrası günleri kapsayan birleşik olay pencereleri incelendiğinde ise en yüksek CAAR değerinin %3,6 'lık bir oranla (-1, +1) olay penceresinde hesaplandığı tespit edilmiştir. Uluslararası piyasalarda gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının incelenmesi neticesinde ise (-1, +1) olay penceresi için hesaplanan CAAR değerlerinin şu şekilde gerçekleştiği görülmektedir; ABD piyasalarını ele alan çalışmalardan Comment ve Jarrell (1991), %2,3, McNally (1999), %2,5 ve Grullon ve Michalek (2004) %2,7 olmak üzere pozitif CAAR değerleri tespit etmişlerdir. Yine, Manconi, Peyer ve Vermaelen (2015) ABD ve ABD dışındaki global CAAR değerlerini hesaplamış ve bunların sırasıyla ABD için %2,15 ve ABD dışındaki ülkeler için ise %1,42 olarak gerçekleştiğini tespit etmişlerdir. Almanya için gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının getiri üzerindeki etkisinin incelendiği Hackethal ve Zdantchouk (2006) çalışmasında bu oran %2,53 olarak belirlenmiş bir başka Avrupa ülkesi olan İngiltere'de ise Lasfer (2005) ve Rau ve Vermaelen (2002) çalışmalarında sırasıyla %1,64 ve %1,08 olarak hesaplanmıştır. Bununla birlikte, Çin, Japonya, Tayvan ve Hindistan gibi Asya ülkelerine ait piyasalarda, gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının ele alındığı çalışmalarda ise (-1, +1) olay penceresi için hesaplanan CAAR değerlerinin, sırasıyla Gan vd. (2017) %2,64, Hatakeda ve Isagawa (2004) %1,24, Liao vd., (2005) %2,96 ve Chatterjee ve Dutta (2015) %0,18 olarak hesaplandığı belirlenmiştir.

Çalışma kapsamında pay geri alım duyuruları sektör bazında da ele alınmış ve bu sayede pay geri alım duyuruları nedeni ile tespit edilen anormal getirilerin sektörlere göre farklılık gösterip göstermediği incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler sektörü haricindeki diğer tüm sektörlerde pay geri alım duyurusunun gerçekleştiği tarihte pozitif ortalama anormal getiriler (AAR) hesaplanmıştır. En yüksek pozitif AAR değerinin ise %9,62 ile İdari

ve Destek Hizmet Faaliyetleri sektöründe hesaplandığı ve bu oranın diğer sektörlerle kıyaslandığında oldukça yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Ayrıca pay geri alım duyurularının getiri üzerindeki etkisi, duyuru dönemi öncesi, sonrası ve bu iki dönemi kapsayan birleşik dönem olmak üzere üç farklı dönemde incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, duyuru öncesi dönemi temsil eden (-20, -1) olay penceresi için hesaplanan tüm CAAR değerlerinin negatif olarak hesaplandığı tespit edilmiştir. Bu dönem içerisinde en büyük kaybın %-12,90'lık CAAR değeri ile Teknoloji sektöründe hesaplandığı bunu ise %-11,1'lik CAAR değeri ile Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar sektörünün takip ettiği belirlenmiştir.

Duyuru sonrası dönem ele alındığında ise duyuru tarihi ve sonrasındaki yirmi günü kapsayan (0, +20) olay penceresi ele alınmış ve bu dönem içerisinde hesaplanan CAAR değerleri karşılaştırılmıştır. Elde edilen bulgular, (0, +20) olay penceresi için hesaplanan CAAR değerlerinin birçok sektörde istatistiki olarak anlamlı olmadığı, sadece İnşaat ve Bayındırlık, İmalat ve Mali kuruluşlar için anlamlı CAAR değerlerinin hesaplandığı belirlenmiştir. Anlamlı olduğu belirlenen CAAR değerleri incelendiğinde ise en yüksek pozitif CAAR değerinin %7 ile İnşaat ve Bayındırlık sektöründe hesaplandığı bunu ise %4,8 ile Mali kuruluşlar sektörünün takip ettiği tespit edilmiştir.

Çalışma da ayrıca duyuru tarihi, duyuru tarihinden bir gün öncesi ve sonrasını kapsayan üç günlük (-1, +1) olay penceresi ele alınmış ve bu olay penceresi için hesaplanan CAAR değerleri sektörlere göre değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, (-1, +1) olay penceresi için hesaplanan en yüksek CAAR değerlerinin %15,40 ile İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri sektöründe olduğu bunu ise %5'lik CAAR değeri ile İmalat sektörünün takip ettiği tespit edilmiştir.

Sonuç olarak Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen pay geri alımlarının incelenmesi neticesinde pay geri alım duyurularının genel ve sektör bazında pay getirilerine etki ettiği tespit edilmiştir. Bu etki genel boyutta diğer ülke piyasaları ile kıyaslandığında, Türkiye piyasasını temsil eden BIST 'de gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisinin birçok ülkeye göre oldukça yüksek olduğu belirlenmiştir.

Bu etkinin ulusal boyutta sektörlere göre incelenmesi neticesinde ise, pay geri alım duyurularının gerçekleştiği sektörlerden, "Elektrik Gaz ve Su", "Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler" ve "Mesleki, Bilimsel ve Teknik

Faaliyetler” gibi sektörlerde pay geri alım duyurularının getiriler üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı belirlenmiştir. Ancak, bu üç sektörün dışındaki, “İmalat”, “İnşaat ve Bayındırlık”, “Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar”, “Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama”, “Mali Kuruluşlar”, “Teknoloji” ve “İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri” gibi sektörlerde ise pay geri alım duyurularının getiriler üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Tespit edilen bu etkinin en yüksek olduğu sektörün ise diğer sektörlerle kıyasla oldukça yüksek pozitif CAAR değerlerinin hesaplandığı “İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri” sektörünün olduğu tespit edilmiştir.

Çalışma kapsamında elde edilen bulgular, Şirketlerin pay geri alım duyurusu gerçekleştirerek adeta pay fiyatlarını dopinglediklerini ve bu sayede yüksek fiyat sıçramaları sağlayabildiklerini daha sonra ise fiyatların benzer düzeylerde tutunmaya çalışarak, küçük dalgalanmalar sergilediklerini göstermektedir. Pay geri alım duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin gerek uluslararası boyutta gerekse ulusal boyutta sektörlerle göre farklılıklar sergilemesi, şirketlerin bir kısmının yatırımcıya vermek istedikleri sinyalin ulaştığı ve yatırımcı açısından bu sinyalin olumlu yorumlanmış olduğu, bir kısmının ise bunu gerçekleştirememiş olduğu şeklinde açıklanabilmektedir. Çalışma kapsamında ele alınan birçok şirketin pay geri alım duyurusuna istinaden hazırlamış oldukları bildirimde pay fiyatlarının düşük değerlendirildiğini yani olması gereken değerinin altında değerlendirildiğini ve bu nedenle pay geri alımı yapılacağını belirttiklerini hatırladığımızda, verilen mesajın yatırımcılar tarafından olumlu karşılanması ve doğru yorumlanması büyük önem arz etmektedir.

Bu çalışma kapsamında BIST’ de pay geri alım duyurusu gerçekleştiren firmaların pay geri alım kararlarına etki eden faktörlerin belirlenmesi, pay geri alım duyurularına piyasanın vermiş olduğu tepkinin belirlenmesi hususları incelenmiştir.

Çalışma neticesinde, elde edilen bulgular ile uluslararası piyasalarda gerçekleştirilen pay geri alım duyuruları neticesinde hesaplanan CAAR değerleri göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye ’de gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisinin diğer birçok ülkeye göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum yatırımcılar ve hissedarlar için bir değer yaratmak ve onları korumak amacıyla gerçekleştirilen pay geri alım duyurularının yatırımcıya kısa vadede anormal getiriler elde etme fırsatı sunduklarına işaret etmektedir. Buna göre Türkiye piyasasında yatırımcılar pay geri alım duyuruları nedeniyle üç günlük

süreci kapsayan (-1, +1) olay penceresinde diğer birçok ülkeye nazaran daha yüksek anormal getiri elde etme imkânına sahip olabilmektedir.

Bu doğrultuda yatırımcılara şirketler tarafından gerçekleştirilen pay geri alım süreçlerini yakinen takip etmeleri önerilmektedir. Zira pay geri alım işlem gerçekleştiren firmaların belirlenebilmesi halinde duyuru tarihinde ve hatta duyuru tarihinden sonraki birkaç günlük süreç zarfında yüksek getiri elde etme imkanına sahip olunabilmektedir. Çalışma kapsamında günümüze kadar pay geri alım işlemi gerçekleştiren şirketlerin listesine yer verilmiştir. Bu şirketlerin pay geri alım kararı alması hususunda incelenen finansal oranlara ilişkin bulgularında yatırımcıya pay geri alımı gerçekleştirecek şirketlerin belirlenebilmesi konusunda yardımcı olabileceği düşünülmektedir. Bu doğrultuda yatırımcılara şirketlerin finansal oranlarına özellikle çalışma kapsamında değinilen mülkiyet düzeyi, aktif büyüklük düzeyi ve maddi olmayan duran varlık düzeyi gibi finansal oranlara dikkat etmeleri önerilmektedir.

Çalışma kapsamında elde edilen bulgular neticesinde şirket yöneticilerine de, özellikle şirketin pay geri alım kararını değerlendirdiği süreçlerde diğer tüm faktörlerin yanı sıra finansal oranlarında gözden geçirilmesi önerilmektedir. Zira hem uluslararası çalışmalarda hem de bu çalışmada şirketlere ait bazı finansal oranların pay geri alım kararlarında etkili olduğu belirlenmiştir. Ayrıca, pay geri alım duyurusu gerçekleştirilmesi halinde Türkiye piyasasında, bu duyurulara genel olarak olumlu bir tepkinin verildiği görülmektedir. Ancak elde edilecek bu anormal getiriler ve pay geri alımları neticesinde oluşacak kısa dönemli yüksek pay başına kazanç miktarları şirket yöneticilerine cazip gelmektedir. Bu nedenle de yöneticilerin doğru olmayan şartlar altında ve zamanda pay geri alım işlemlerine yönelmeleri ve şirketin nakit kaynaklarını yanlış değerlendirmeleri söz konusu olabilmektedir. Literatürde yöneticilerin bu zaaflarının nelere mal olabildiğini gösteren çalışmalar da bulunmaktadır. Bu doğrultuda pay geri alım işlemlerinin keyfi olarak değil de şirketin ve paydaşların menfaati doğrultusunda kullanılması önerilmektedir.

Son olarak çalışma kapsamına alınmayan ve üzerinde çalışılması gerekliliğinin fark edildiği bazı hususlarda tespit edilmiştir. Gelecekte bu alanda çalışma gerçekleştirecek araştırmacılara çeşitli sınırlılıklar nedeni ile bu çalışma kapsamına alınamayan bazı hususların incelenmesi önerilmektedir. Bun göre, firmaların kendine özgü durumlarının ve bazı dış faktörlerinde pay geri alım duyurularının piyasa tarafından doğru algılanmasında etkili olduğu ve bu hususun

ayrı bir çalışma konusu olduğu görülmüştür. Ayrıca, pay geri alım duyurusunun piyasa tarafından olumlu veya olumsuz olarak yorumlanmasının nedenleri, pay geri alım kararlarında likiditenin önemi, gerçekleştirilen duyurularının pay fiyatlarına etkisinde yönetimin zamanlamasının önemi gibi bazı hususların incelenmesi önerilmektedir.



KAYNAKLAR

- Akgüç, Ö. (2010). *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım Yayın, 8.Baskı
- Akyol, A. C., & Foo, C. C. (2013). Share Repurchase Reasons And The Market Reaction To Actual Share Repurchases: Evidence from Australia. *International Review of Finance*, 13(1), 1-37.
- Andriosopoulos, D., & Hoque, H. (2013). The Determinants of Share Repurchases in Europe. *International Review of Financial Analysis*, 27, 65-76.
- Andriosopoulos, D., and L. Meziane (2015). The Market Valuation of Share Repurchases in Europe. *Journal of Banking & Finance* 55: 327-339.
- Andres, C., Betzer, A., Doumet, M., & Theissen, E. (2014). Open Market Share Repurchases in Germany: A Conditional Event Study Approach. *Discussion Paper*.
- Arı A. ve Önder, H. (2013). Farklı Veri Yapılarında Kullanılabilecek Regresyon Yöntemleri. *Anadolu Tarım Bilimleri Dergisi*, 28(3). pp. 168-174.
- Asquith, P., & Mullins Jr, D. W. (1986). Equity Issues and Offering Dilution. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 61-89.
- Aydın, N., Başar, M. Ve Coşkun, M. (2011). *Finansal Yönetim*. Detay Yayıncılık 3. Baskı. Ankara
- Baker, H. and Haslem, J. (1974). Toward The Development of Client-Specified Valuation Models. *The Journal of Finance*, 29(4), pp.1255-1263.
- Baker, H. K., Gallagher, P. L., & Morgan, K. E. (1981). Management's View of Stock Repurchase Programs. *Journal of Financial Research*, 4(3), 233-247.
- Baker, K.; Powell, G.; Veit, E.; (2003). Why Companies Use Open-Market Repurchases: A Managerial Perspective, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 43 (3), 483-504.
- Barth, M. E., & Kasznik, R. (1999). Share Repurchases and Intangible Assets. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 211-241.
- Baydemir, M. B., (2014). Lojistik Regresyon Analizi Üzerine Bir İnceleme. Yüksek Lisans Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.
- Belkayalı, N., (2004). *Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksinde Ampirik Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Benhamouda, Z., & Watson, R. (2010). A Research Note on The Determinants of UK Corporate Share Repurchase Decisions. *Applied Financial Economics*, 20 (7), 529-541.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2011). *Corporate Finance, Corporate Finance, 2nd Edition*, Boston: Prentice Hall.
- Bhattacharya, U. and A.K., Dittmar, (2004). Costless Versus Costly Signaling In Capital Markets: Theory And Evidence, Working Paper.

- Bilgin, Y. (1982). Anonim Ortaklıklarda Kâr Dağıtımı ve Kâra Katılan Kişiler. *Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi*, Yayın No: 189.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5-8.
- Blouin, J. L., Raedy, J. S., & Shackelford, D. A. (2007). Did Firms Substitute Dividends for Share Repurchases After the 2003 Reductions in Shareholder Tax Rates. *National Bureau of Economic Research*.
- Bolak, M., (2014). *İşletme Finansı*, Birsen Yayınevi, İstanbul
- Bozgeyik, H., (2000). Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Kâr Dağıtımı, *Batider* Sayı: 3, Cilt: 20.
- Boztosun, D. (2006). *Temettü Dağıtma Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi*. Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Bragg, S. M. (2010). *GAAP: Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles*. Hoboken, New Jersey, ABD: John Wiley&Sons, Inc.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., and Michaely, R. (2005). Payout Policy in The 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Brigham, F. E. and Houston, J. F. (2009). *Fundamentals of Financial Management*, (Concise Sixth Edition). South Western Cengage Learning.
- Brigham, E. F. and Houston, J. F.,(2014). "Finansal Yönetimin Temelleri," Çeviri Editörü: Aypek, N., 7. Basımdan Çeviri, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara
- Ceylan, A., (2003). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Ekin Kitabevi, Bursa
- Ceylan, A., Korkmaz, T., & Ceylan, A. (2015). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitabevi.
- Chan K., Ikenberry D., and Lee I., (2004). Economic Sources of Gain In Stock Repurchases, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39.03: 461-479.
- 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.
- Chatterjee C., and Dutta P.,(2015) Anomalous Price Behaviour Around Open Market Stock Repurchase Announcements in India. *Vikalpa* 40.4: 435-443.
- Comment, R., and Jarrell G. A., (1991), The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases, *The Journal of Finance* 46.4: 1243-1271.
- Çelikleş, İ. (2006). *Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisabı*, İstanbul: Arıkan Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti.
- Çil Yavuz, N. (2015). Finansal Ekonometri. *Baskı, Der Yayınları, İstanbul*.
- Çokluk, Ö. (2010). Lojistik Regresyon Analizi: Kavram ve Uygulama. *Kuram ve Uygulamada Eğitim Bilimleri*, 10(3), 1357-1407.
- D'Mello, R.; Shroff, P.; (2000). Equity Undervaluation and Decisions to Repurchase Tender Offers: An Empirical Investigation, *Journal of Finance*, 55, (5), 2399-2424
- Dann, L. Y. (1981). Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders. *Journal of Financial Economics*, 9 (2), 113-138.
- Dereli H. (2017). *Türkiye'de Halka Açık Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım Politikalarının Hisse Senedi Değeri Üzerindeki Etkisi: BİST Üzerine Bir Araştırma*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Denis and Osobov (2008). Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. *SSRN Electronic Journal*.

- Dittmar A. K., (2000). Why Do Firms Repurchase Stock. *The Journal of Business* 73.3: 331-355.
- Dittmar, A.K., (2008). Corporate Cash Policy and How to Manage It With Stock Repurchases, *J. Appl. Corp. Finance* 20, 22–24.
- Dittmar, A., & Field, L. C. (2015). Can Managers Time The Market? Evidence Using Repurchase Price Data. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 261-282.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü., (2014). *Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, 8. Basım, Ankara
- Flood, J. M. (2014). *GAAP: Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles*. Hoboken, New Jersey, ABD: John Wiley&Sons, Inc.
- Fox, J., (2018). The Big and Possibly Dumb Buyback Boom. [www.Bloomberg.com https://www.bloomberg.com/view/articles/2018-03-06/the-big-and-possibly-dumb-boom-in-corporate-share-buybacks](https://www.bloomberg.com/view/articles/2018-03-06/the-big-and-possibly-dumb-boom-in-corporate-share-buybacks)
- Gan, C., Bian, C., Wu, D., & Cohen, D. A. (2017). Determinants of Share Returns Following Repurchase Announcements in China. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(2), 4-18.
- Gençoğlu Ü. G. (2015). *Türkiye Muhasebe Standartları ve Vergi Mevzuatına Göre Dönem Sonu Muhasebe İşlemleri*. Alfa Aktüel Yayınları, Bursa
- Gitman, L. J., (1991). *Principles of Managerial Finance*, Harper Collins, 6. Edition, New York.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics And Statistics*, Vol. 41, No. 2, pp. 99-105.
- Gordon, M. J. (1962). The Savings Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 44, No.1, pp. 37-51
- Grullon, G., & Ikenberry, D. L. (2000). What Do We Know About StockRepurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13.1, 30-52.
- Grullon G., and Michaely R., (2002). Dividends, Share Repurchases, and The Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance* 57,4: 1649-1684.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Programs. *The Journal of Finance*, 59 (2), 651-680.
- Gupta, L. C. (2006). Corporate Practices Regarding Buyback of Shares And Its Regulation in India. *Society for Capital Market and Research*, 1-84.
- Gürel, E., (2008). *Kâr Dağıtım Politikalarının Etkinliği ve İMKB Uygulaması*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Ankara
- Gürsoy, C.T. (2007). *Finansal Yönetim İlkeleri*, Doğu Üniversitesi Yayınları, 1. Baskı, İstanbul.
- Habbart, E. O., Nolen, S. A., & Cohen, S. A. (2012). *International Bar Association. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012* (United States).
- Hackethal, A., & Zdantchouk, A. (2006). Signaling Power of Open Market Share Repurchases in Germany. *Financial Markets and Portfolio Management*, 20, 123-151.
- Hatakeda, T., & Isagawa, N. (2004). Stock Price Behavior Surrounding Stock Repurchase Announcements: Evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12, 271-290.
- Horan, M. (2011). Are buybacks increasing EPS? *Canadian Business*, 78(19), 90-91.
- Hribar, P., Jenkins, N. T., & Johnson, W. B. (2006). Stock Repurchases As an Earnings Management Device. *Journal of Accounting and Economics*, 41(1-2), 3-27.

- Ikenberry D., Lakonishok J., and Vermaelen T., (1995). Market Underreaction to Open Market Share Repurchases. *Journal of Financial Economics* 39,2: 181-208.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (2000). Stock repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading, *The Journal of Finance*, 55(5), 2373-2397.
- Isa, M., and Lee S. P., (2014). Market Reactions to Share Repurchase Announcements in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 10,1: 45-73.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (2000). Financial Flexibility And The Choice Between Dividends And Stock Repurchases. *Journal of financial Economics*, 57(3), 355-384.
- Jagannathan, M., & Stephens, C. (2003). Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs. *Financial Management*, 71-91.
- Jensen, M., (1986). Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-29.
- Kaderli, Y. (2007). Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (36), 144-154.
- Karakuş, R., Zor, İ., & Küçük, Ş. Y. (2017). Pay Geri Alım İlanlarının Hisse Getirisine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (75).
- Lakonishok J., and Vermaelen T.,(1990). Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers. *The Journal of Finance* 45.2 (1990): 455-477.
- Lasfer, M. A. (2000). The Market Valuation of Share Repurchases in Europe. City University Business School.
- 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.
- 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.
- Lintner, J., (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*, Vol: 46.
- Luning, E. (2007). *Innovation in Corporate Finance: Enhancing Share Buy-Backs with Derivatives*, Twente: University of Twente.
- Kahle, K., (2002). When a Buyback Isn't a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options, *Journal of Financial Economics*, 63, (2), 235-61.
- Kahle, K. M., Dyl, E. A., & Banyı, M. (2005). Measuring share repurchases. Available at SSRN 726284.
- Manconi, A., Peyer, U., & Vermaelen, T. (2015). Buybacks around the world: Market Timing, Governance and Regulation. *knowledge.insead.edu*, http://knowledge.insead.edu/sites/www.insead.edu/files/images/1bb_around_the_world_revised_-_september_8_2015-2.pdf
- McNally, W. J. (1999). Open Market Stock Repurchase Signaling, *Financial Management*, 55-67.
- McNally W. J., Smith B. F. and Barnes T., (2006). The Price Impacts of Open Market Repurchase Trades. *Journal of Business Finance & Accounting* 33.5-6: 735-752.

- Mitchell, J. D., & Dharmawan, G. V. (2007). Incentives for On-Market Buy-Backs: Evidence From A Transparent Buy-Back Regime. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 146-169.
- Miller, H. M., Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares. *The Journal Of Business*, 34(4), 411-433.
- Nayar, N., Singh, A. K., & Zebedee, A. A. (2008). Share Repurchase Offers And Liquidity: An Examination of Temporary and Permanent Effects. *Financial Management*, 37(2), 251-270.
- Netter J. M. and Mitchell M. L. (1989). Stock Repurchase Announcements and Insider Transactions After the October 1987 Stock Market Crash. *Financial Management*: 84-96.
- Okka, O. (2015). *Analitik Finansal Yönetim: Teori ve Problemler*. Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara
- Özdamar, M. (2005). *Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi*. Ankara: Yetkin Yayınları.
- Park, H. (2013). An Introduction to Logistic Regression: From Basic Concepts to Interpretation with Particular Attention to Nursing Domain. *Journal of Korean Academy of Nursing*, 43(2), 154-164.
- Peyer, U. C., & Vermaelen, T. (2005). The Many Facets of Privately Negotiated Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 75(2), 361-395.
- Peyer U., and Vermaelen T., (2009) The Nature and Persistence of Buyback Anomalies. *Review of Financial Studies* 22.4: 1693-1745.
- Pirgaip, B., (2014). Pay Geri Alımları İle Geri Alım İşlemlerinin Neden ve Sonuçlarının Analizi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama. (*Doktora Tezi*), Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara.
- PwC. (2011). *A Practical Guide to Share-Based Payments*. Price Water House Coopers.
- PwC. (2011). *New Requirements for Accounting and Auditing: All changes to the Swiss Code of Obligations at A Glance*. Price Water House Coopers.
http://www.er.ethz.ch/teaching/corpFin/pwc_changes_swiss_code_of_obligations_1112_e.pdf
- Rau, P. R., & Vermaelen, T., (2002). Regulation, Taxes, and Share Repurchases in The United Kingdom. *The Journal of Business*, 75(2), 245-282.
- Råsbrant, J., (2013). The Price Impact of Open Market Share Repurchases. *Discussion Paper*.
- Reddy Y. S., (2014). Factors Influencing On-Market Share Repurchase Decisions in Australia. *Studies in Economics and Finance*, 31(3), 255-271.
- Sayılgan, G. (2013). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*. Turhan Kitapevi, 6.Baskı, Ankara
- SEC. (2003). *Study Pursuant to Section 108(d) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on the Adoption by the United States Financial Reporting System of a Principles-Based Accounting System*. Washington, D.C.
- Seifert, U., & Stehle, R. (2005). Stock Performance Around Share Repurchase Announcements in Germany.
- Skinner, D. J., (2008). The Evolving Relation Between Earnings, Dividends, And Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 582-609.
- Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (1998). Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs. *The Journal of finance*, 53(1), 313-333.

- Süsay A. (2018). *Kâr Payı Dağıtım Politikası ve Pay Fiyat Oynaklığı: BİST 100 Üzerine Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- TMS/TFRS - Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve, 27.01.2011 tarih ve 27828 sayılı Resmî Gazete / The Conceptual Framework for Financial Reporting, <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/Menu>
- TFRS 2 - Hisse Bazlı Ödemeler, 31.03.2006 tarih ve 26125 sayılı Resmî Gazete / IFRS 2 - Share-based Payment, <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/Menu>
- TFRS 3 - İşletme Birleşmeleri, 26/08/2010 tarih ve 27684 sayılı Resmî Gazete / IFRS 3 - "Business Combinations", <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/Menu>
- TFRS 10 - "Konsolide Finansal Tablolar", 28.10.2011 tarihli ve 28098 sayılı Resmî Gazete /
- IFRS 10 - Consolidated Financial Statements, <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/Menu>
- TMS 7 -Nakit Akış Tabloları, 18.01.2005 tarih ve 25704 sayılı Resmî Gazete / IAS 7 - Statement of Cash Flows, <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/Menu>
- TMS 24 - İlişkili Taraf Açıklamaları, 31.12.2005 tarih ve 26040 sayılı Resmî Gazete / IAS 24 - "Related Party Disclosures", <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/Menu>
- TMS 32 - Finansal Araçlar: Sunum, 28.10.2006 tarih ve 26330 sayılı Resmî Gazete / IAS 32 - "Financial Instruments: Presentation", <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/Menu>
- TMS 33 - Hisse Başına Kazanç, 28.03.2006 tarih ve 26122 sayılı Resmî Gazete / IAS 33 - "Earnings Per Share", <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/Menu>
- TMS 39 - Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme, 03.11.2006 tarih ve 26335 sayılı Resmî Gazete / IAS 39 "Financial Instruments: Recognition and Measurement", <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/Menu>
- Tolon, M., & Tosunoğlu, N. G. (2008). Tüketici Tatmini Verilerinin Analizi: Yapay Sinir Ağları ve Regresyon Analizi Karşılaştırması. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(2), 247-259.
- Vermaelen T., (1981). Common Stock Repurchases and Market Signalling: An empirical study. *Journal of financial economics* 9.2: 139-183.
- Vermaelen T., (1984). Repurchase Tender Offers, Signaling, And Managerial Incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19.02: 163-181.
- Vermaelen, T., (2005). Share repurchases. *Foundations and Trends in Finance* 1.3.
- Voss, J. (2012). Why Do Firms Repurchase Stock? *Major Themes in Economics*, 14, 55-75.
- Wahlen, J. M., Baginski, S. P., & Bradshaw, M. T. (2011). *Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation: A Strategic Perspective (7 b.)*. Mason, Ohio, ABD: South-Western Cengage Learning.
- Wesson, N., Smit, E., Kidd, M., & Hamman, W. D. (2018). Determinants of The Choice Between Share Repurchases and Dividend Payments, *Research in International Business and Finance*, 45, 180-196.
- Xu R. Z., and Taylor G. K., (2005). Effect of Earnings Management on Firms' Stock Repurchases Behavior . *Journal of Finance and Accountancy*, Volume 22
- Yallapragada, R. R. (2014). Stock Buybacks: Good or Bad For Investors? *Journal of Business & Economics Research (Online)*, 12(2)
- Yıldırım, H. H., Yıldız, C., & Aydemir, Ö. (2018). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Endeksleri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği 2012-2016. *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(109), 9-30.

- Yıldız, B., Gökbulut, R. İ., & Korkmaz, T. (2014). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BİST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*.
- Yook, K. C. (2010). Long-run Stock Performance Following Stock Repurchases. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(3), 323-331.
- Zhang H., (2005). Share Price Performance Following Actual Share Repurchases. *Journal of Banking & Finance* 29.7: 1887-1901.



EKLER

EK-A: YENİ TTK 'NIN PAY GERİ ALIMINA İLİŞKİN HÜKÜMLERİ

5. Şirketin kendi paylarını iktisap veya rehin olarak kabul etmesi

a) Genel olarak

MADDE 379- (1) Bir şirket kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı olarak iktisap ve rehin olarak kabul edemez. Bu hüküm, bir üçüncü kişinin kendi adına, ancak şirket hesabına iktisap ya da rehin olarak kabul ettiği paylar için de geçerlidir.

(2) Payların birinci fıkra hükmüne göre iktisap veya rehin olarak kabul edilebilmesi için, genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi şarttır. En çok beş yıl için geçerli olacak bu yetkide, iktisap veya rehin olarak kabul edilecek payların itibarî değer sayıları belirtilerek toplam itibarî değerleriyle söz konusu edilecek paylara ödenebilecek bedelin alt ve üst sınırı gösterilir. Her izin talebinde yönetim kurulu kanuni şartların gerçekleştiğini belirtir.

(3) Birinci ve ikinci fıkralardaki şartlara ek olarak, iktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktifi, en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olmalıdır.

(4) Yukarıdaki hükümler uyarınca, sadece, bedellerinin tümü ödenmiş bulunan paylar iktisap edilebilir.

(5) Yukarıdaki fıkralarda yer alan hükümler, ana şirketin paylarının yavru şirket tarafından iktisabı hâlinde de uygulanır. Pay senetleri borsada işlem gören şirketler hakkında, Sermaye Piyasası Kurulu şeffaflık ilkeleri ile fiyata ilişkin kurallar yönünden gerekli düzenlemeleri yapar.

b) Kanuna karşı hile

MADDE 380- (1) Paylarının iktisap edilmesi amacıyla, şirketin başka bir kişiyle yaptığı, konusu avans, ödünç veya teminat verilmesi olan hukuki işlemler batıldır. Bu butlan hükmü, kredi ve finans kurumlarının işletme konuları içine giren işlemlere ve şirketin veya onun bağlı şirketlerinin çalışanlarına, şirketin paylarını iktisap edebilmeleri için, avans, ödünç ve teminat verilmesine ilişkin hukuki işlemlere uygulanmaz. Ancak, bu istisnai işlemler, şirketin, kanuna ve esas sözleşmesine göre ayırmak zorunda bulunduğu yedek akçeleri azaltıyor veya 519 uncu maddede düzenlenen yedek akçelerin harcanmalarına ilişkin kuralları ihlal ediyor ve şirketin 520 nci maddede öngörülen yedek akçeyi ayırmasına imkân bırakmıyorsa, geçersizdir.

(2) Ayrıca, şirket ile üçüncü kişi arasında yapılmış bulunan ve bu kişiye, şirketin kendi paylarını; şirketin, şirkete bağlı bir şirketin veya şirketin paylarının çoğunluğuna sahip olduğu şirketin hesabına alma hakkı tanıyan ya da böyle bir yükümlülük öngören bir düzenleme, eğer bu payları şirket alsaydı işlem 379 uncu maddeye aykırı kabul edilecek idiyse batıldır.

c) Yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi

MADDE 381- (1) Bir şirket, yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak için gerekli olduğu takdirde, kendi paylarını, 379 uncu maddeye göre genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan da iktisap edebilir.

(2) Payların bu yolla iktisabı hâlinde yönetim kurulu ilk genel kurula;

a) İktisabın sebep ve amacı,

b) İktisap edilen payların sayıları, itibarî değerlerinin toplamı ve sermayenin ne kadarını temsil ettiği,

c) Bedeli ve ödeme şartları,

hakkında yazılı bilgi verir.

d) İstisnalar

MADDE 382- (1) Bir şirket, 379 uncu madde hükümleri ile bağlı olmaksızın;

- a) Esas veya çıkarılmış sermayesinin azaltılmasına ilişkin 473 ilâ 475 inci madde hükümlerini uyguluyorsa,
- b) Küllî halefiyet kuralının gereğiye,
- c) Bir kanuni satın alma yükümünden doğuyorsa,
- d) Bedellerinin tümü ödenmiş olmak şartıyla ve cebrî icradan, bir şirket alacağıın tahsili amacına yönelikse,
- e) Şirket, menkul kıymetler şirketiye, kendi paylarını iktisap edebilir.

e) İvazsız iktisap

MADDE 383- (1) Bir şirket, bedellerinin tamamı ödenmiş olmak şartıyla, kendi paylarını ivazsız iktisap edebilir.

(2) Birinci fıkra hükmü, yavru şirket, ana şirketin paylarını ivazsız iktisap ettiği takdirde de kıyas yoluyla uygulanır.

f) Elden çıkarma

MADDE 384- (1) 382 nci maddenin (b) ilâ (d) bentleri ve 383 üncü madde hükümlerine göre, iktisap edilen paylar, şirket için herhangi bir kayba yol açmadan devirleri mümkün olur olmaz ve her hâlde iktisaplarından itibaren üç yıl içinde elden çıkarılırlar; meğerki, şirketin ve yavru şirketin sahip oldukları bu payların toplamı şirketin esas veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşmasın.

g) Aykırı iktisap hâlinde elden çıkarma

MADDE 385- (1) 379 ilâ 381 inci maddelere aykırı bir şekilde iktisap edilen veya rehin olarak alınan paylar, iktisapları veya rehin olarak kabulleri tarihinden itibaren en geç altı ay içinde elden çıkarılır ya da üzerlerindeki rehin kaldırılır.

h) Sermayenin azaltılması

MADDE 386- (1) 384 ve 385 inci maddeler uyarınca elden çıkarılamayan paylar, sermayenin azaltılması yoluyla hemen yok edilir.

ı) Saklı tutulan hükümler

MADDE 387- (1) Şirketin kendi paylarını iktisap edebileceğine ilişkin diğer kanunlardaki hükümler saklıdır.

i) Kendi paylarını taahhüt yasağı

MADDE 388- (1) Şirket kendi paylarını taahhüt edemez.

(2) Üçüncü kişinin veya bir yavru şirketin kendi adına fakat şirket hesabına şirketin payını taahhüt etmesi, şirketin kendi payını taahhüt etmesi sayılır.

(3) Birinci ve ikinci fıkralara aykırı hareket hâlinde, söz konusu payları, kuruluşta kurucular, sermaye artırımlarında yönetim kurulu üyeleri taahhüt etmiş sayılır ve bunlar pay bedellerinden sorumlu olurlar. Kanuna aykırı taahhütte herhangi bir kusurları bulunmadığını ispat eden kurucular ve sermaye artırımlarında yönetim kurulu üyeleri sorumluluktan kurtulurlar.

(4) Birinci ve üçüncü fıkra hükümleri ana şirketin paylarını taahhüt eden yavru şirketlere kıyas yoluyla uygulanır. Söz konusu paylar yavru şirketin yönetim kurulu üyeleri tarafından taahhüt edilmiş kabul olunur. Üyeler pay bedellerinden sorumludur.

j) Hakların kullanılması

MADDE 389- (1) Şirketin iktisap ettiği kendi payları ile yavru şirket tarafından iktisap edilen ana şirketin payları, ana şirketin genel kurulunun toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz. Bedelsiz payların iktisabı hariç, şirketin devraldığı kendi payları hiçbir pay sahipliği hakkı vermez. Yavru şirketin iktisap ettiği ana şirket paylarına ait oy hakları ile buna bağlı haklar donar.

EK -B : PAY ALIM TEKLİFİ TEBLİĞİ

(II-26.1)

([23/1/2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmî Gazete’de](#) yayımlanmıştır.)

Tebliğ değişikliğine ilişkin liste:

- 1- [27/2/2015 tarihli ve 29280 sayılı Resmi Gazete’de](#) Pay Alım Teklifi Tebliği’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (II-26.1.a) yayımlanmıştır.
- 2- [5/6/2018 tarihli ve 30442 sayılı Resmi Gazete’de](#) Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (II-26.1.b) yayımlanmıştır.
- 3- [2/1/2019 tarihli ve 30643 sayılı Resmi Gazete’de](#) Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (II-26.1.c) yayımlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

Amaç, Kapsam, Dayanak, Tanımlar ve Kısaltmalar

Amaç

MADDE 1 –

(1) Bu Tebliğin amacı, halka açık ortaklıklarda gönüllü ve zorunlu pay alım teklifinde bulunulmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemektir.

Kapsam

MADDE 2 –

(1) Bu Tebliğ, yönetim kontrolü değişiminden bağımsız olarak, 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun [25 inci](#) maddesinin birinci fıkrası, [26 ncı](#) maddesinin beşinci fıkrası ve [33 üncü](#) maddesinin dördüncü fıkrası çerçevesinde pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu hallerde aksi ilgili düzenlemelerde belirtilmedikçe uygulanmaz.

Dayanak

MADDE 3 –

(1) Bu Tebliğ, 6362 sayılı Kanunun [25 inci](#) maddesinin ikinci fıkrası ve [26 ncı](#) maddelerine dayanılarak hazırlanmıştır.

Tanımlar ve kısaltmalar

MADDE 4 –

(1) Bu Tebliğde geçen;

- a) Ana ortaklık: Türkiye Muhasebe Standartlarında tanımlanan ana ortaklıkları,
- b) Birleşme amaçlı ortaklık: Kurulun birleşme ve bölünmeye ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ortaklığı,
- c) Birlikte hareket eden kişiler: Hedef ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirmek amacıyla teklifte bulunanla ya da bir teklifin başarılı bir şekilde sonuçlandırılmasını engellemek amacıyla hedef ortaklıkla açık ya da zımni, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak işbirliği yapan gerçek ya da tüzel kişileri,
- ç) Borsa: Kanunun [3 üncü](#) maddesinde tanımlanan sistemler ve pazar yerlerini,
- d) EURIBOR: Avrupa Birliği içerisindeki para piyasalarında kredibilitesi yüksek bankaların birbirlerine Euro üzerinden borç verme işlemlerinde uyguladıkları referans faiz oranını,
- e) Halka açık ortaklık: Payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıkları,
- f) Hedef ortaklık: Payları doğrudan veya dolaylı olarak bir ele geçirme işleminin hedefini oluşturan halka açık ortaklığı,
- g) Kanun: 6362 sayılı Kanunu,
- ğ) KAP: Kamuyu Aydınlatma Platformunu,
- h) Kısmi pay alım teklifi: Halka açık ortaklık paylarının belirli bir grubunun ya da aynı gruba ait paylarının belirli bir kısmının satın alınması/devralınması için yapılan pay alım teklifini,
- ı) Kurul: Sermaye Piyasası Kurulunu,
- i) LIBOR: Londra bankalar arası para piyasasında kredibilitesi yüksek bankaların birbirlerine ABD Doları üzerinden borç verme işlemlerinde uyguladıkları referans faiz oranını,
- j) Menkul kıymet: Kanunun [3 üncü](#) maddesinde tanımlanan sermaye piyasası araçlarını,
- k) Pay alım teklifi, teklif: Bir ortaklığın paylarını elinde bulunduran kişilere, söz konusu ortaklığın paylarının tamamını ya da bir kısmını gönüllü ya da zorunlu olarak devralmak üzere yapılan ve hedef ortaklığın yönetim kontrolünün ele geçirilmesi ile sonuçlanan ya da bu amacı taşıyan, hedef ortaklığın kendisi tarafından yapılanlar dışındaki satın alma teklifini,
- l) Pay alım teklifi bilgi formu, bilgi formu: Gönüllü veya zorunlu pay alım teklifinde bulunulması halinde kamuya açıklanacak hususların belirtildiği bu Tebliğin [1 numaralı ekinde](#) yer alan bilgi formunu,
- m) Pay alım teklifinde bulunan, teklifte bulunan: Pay alım teklifi yapan gerçek ya da tüzel kişileri,
- n) TRLIBOR: Türkiye Bankalar Birliği tarafından açıklanan Türk Lirası referans faiz oranını,
- o) Yatırım kuruluşu: Aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını ve bankaları,
- ö) (Ek:RG-5/6/2018-30442) Banka: 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanununda tanımlanan bankaları,
- p) (Ek:RG-5/6/2018-30442) Özel amaçlı işletmeler: Türkiye Muhasebe Standartlarında tanımlanan özel amaçlı işletmeleri,

ifade eder.

İKİNCİ BÖLÜM

Genel Esaslar

Pay alım teklifine ilişkin genel esaslar

MADDE 5 –

(1) Herhangi bir kişi veya birlikte hareket ettiği kişiler tarafından, hedef ortaklığın sermayesini temsil eden paylarının kısmen veya tamamen iktisap edilmesi suretiyle yönetim kontrolünün elde edilmesi halinde, hedef ortaklığın sermayesini temsil eden diğer paylarını elinde bulunduran tüm pay sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde pay alım teklifi yapılması zorunludur. Pay alım teklifinde, hedef ortaklığın sermayesini temsil eden aynı gruba dahil tüm payları eşit işleme tabi tutulur.

(2) Ödemelerin Türk Lirası cinsinden tam ve nakden yapılması esastır. Ancak pay alım teklifinde ödenecek bedel, pay sahibinin yazılı onayının alınması koşuluyla tamamen ya da kısmen menkul kıymet olarak da belirlenebilir. Pay alım teklifi bedelinin tamamen veya kısmen menkul kıymet cinsinden belirlenmesi durumunda, menkul kıymetin borsada işlem gören nitelikte olması zorunludur. Ödemeye konu menkul kıymet için esas alınan birim fiyat veya değişim oranı ve bu fiyatın veya değişim oranının tespitinde kullanılan yöntem bilgi formunda açıklanır.

(3) Pay alım teklifine karşılık veren pay sahiplerinin satmaya karar verdikleri payların satışı, teklifte bulunanlar adına satın alma işlemlerini gerçekleştiren bir yatırım kuruluşu aracılığıyla bilgi formunda ilan edilen yöntem çerçevesinde gerçekleştirilir. Pay alım teklifi çerçevesinde satın alınan payların bedeli, en geç satışı takip eden iş günü içerisinde ödenir. Pay alım teklifine ilişkin aracılık ve benzeri diğer işlem maliyetlerinin teklifte bulunan tarafından karşılanması zorunludur.

(4) Pay alım teklifi ile ilgili her türlü ilan, reklam ve duyurular bilgi formunda yer verilen bilgilerle tutarlı bir içerikte hazırlanır.

(5) (Ek:RG-27/2/2015-29280) Bu Tebliğin uygulanmasında bir ay otuz gün olarak dikkate alınır.

Pay alım teklifi için gerekli mali kaynağın sağlanması

MADDE 6 –

(1) Teklifte bulunan, satın alma süresinin sonunda teklifin karşılığını tümüyle ödeyebilmek için bilgi formunun yayımlanmasından önce gerekli tedbirleri alır. Kurul, teklif karşılığının ödenmesinin yurtiçinde yerleşik bir banka veya üçüncü bir tüzel kişi tarafından garanti edilmesini teklifte bulunandan talep edebilir.

(2) Kurulun birinci fıkra çerçevesinde garanti talep etmesi halinde; taraflar arasında imzalanacak garanti sözleşmesinde ‘Teklifte bulunanın gereken tedbirleri almamış olması ve bu nedenle kabul süresi sonunda teklifin karşılığını tümüyle ödeyebilmek için gereken mali kaynağa sahip olmaması durumunda; teklifi kabul eden herhangi bir kişi, teklifin gereği gibi ifa edilmemesi nedeniyle maruz kalmış olduğu zararların tazminini ve/veya aynen ifasını garanti eden kuruluştan talep edebilir.’ ifadesinin bulunması zorunludur.

Pay alım teklifi bilgi formuna ilişkin esaslar

MADDE 7 –

(1) Kurula yapılacak pay alım teklifi başvurularında bu Tebliğin [1 numaralı ekinde](#) yer alan bilgi formunun düzenlenmesi zorunludur. Kurul, bilgi formunda yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen standartlara göre eksiksiz olduğunun tespiti halinde bilgi formunu onaylar. Kurul, bilgi formunda ek bilgilerin yer almasını talep edebilir. Bilgi formunun, ilgililerin yeterli ölçüde bilgilendirilmesini sağlayacak bir şekilde tam ve doğru olarak düzenlenmesi gerekir.

(2) Bilgi formu, pay alım teklifini yapan gerçek ve/veya tüzel kişiler ile yatırım kuruluşu yetkilileri tarafından birlikte imzalanır.

(3) Kurulca onaylı bilgi formu Kurulun onay tarihinden itibaren 3 iş günü içerisinde;

a) Hedef ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi durumunda, KAP'ta ve ortaklığın kendi internet sitesinde,

b) Hedef ortaklığın paylarının borsada işlem görmemesi durumunda, şirket merkezinin bulunduğu mahalli ve/veya ülke çapında yayınlanan ya da dağıtılan en az bir gazetede, Kurulun ve varsa ortaklığın kendi internet sitesinde ilan edilir.

(4) Bilgi formunun ilan edildiği gazete, ilk ilan tarihini takip eden altı iş günü içinde Kurula gönderilir.

(5) Bilgi formu Kurulca onaylandıktan sonra bu formda yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunun ortaya çıkması durumunda sorumluluk, teklifte bulunanlar ile bilgi formunu imzalayan yatırım kuruluşu yetkililerine aittir.

Pay alım teklifinin durdurulması veya yasaklanması

MADDE 8 –

(1) Pay alım teklifi bilgi formu Kurulca onaylandıktan sonra bu formda yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunun ortaya çıkması veya bilgi formu düzenlenmeksizin pay alım teklifinde bulunulması durumlarında, Kurul pay alım teklifini durdurabilir veya yasaklayabilir.

(2) Pay alım teklifinin durdurulması halinde, durdurma kararı kamuya duyuruluncaya kadar teklife cevap veren kişilerin bu işlemlerini iptal etmeleri ya da geri almaları zorunludur.

(3) Pay alım teklifinin Kurul tarafından yasaklandığı durumlarda, yasaklama kararı kamuya duyuruluncaya kadar yasaklanan teklife dayanılarak gerçekleştirilen işlemler teklife cevap verenler aksini bildirmemişse geçerlidir. Ancak, yasaklama kararı kamuya duyurulduktan sonra yasaklanan teklife dayanılarak gerçekleştirilen işlemler geçersizdir.

Aracılık sözleşmesine ilişkin esaslar

MADDE 9 –

(1) Teklifte bulunan ile yatırım kuruluşu arasında bir aracılık sözleşmesinin imzalanması zorunludur. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların paylarının zorunlu pay alım teklifine konu olması halinde, yatırım kuruluşu kullanma zorunluluğuna Kurulca muafiyet verilebilir.

(2) Aracılık sözleşmesinde aşağıdaki asgari unsurların bulunması zorunludur:

a) Pay alım teklifi yoluyla satın alınacak payların adet ve nominal değeri, nama ya da hamiline yazılı olduğu, imtiyazlı olup olmadığı ve imtiyazlı ise grubu ve imtiyazın niteliği.

- b) Fiili pay alım teklifinin başlangıç ve bitiş tarihleri.
- c) Birim pay için ödenecek nakit veya menkul kıymet.
- ç) Alınacak ücret, komisyon ya da diğer menfaatler.
- d) Pay alım teklifinde bulunanlar tarafından alım için yatırım kuruluşuna tevdi edilecek tutar ve bu tutarın yetersiz kalması halinde uygulanacak prosedüre ilişkin bilgi ile bu konuda yatırım kuruluşunun yükümlülükleri.
- e) İlan, duyuru ve reklamlar ile Kurula sunulacak bilgilerin kim tarafından yapılacağı ve sorumluluk esasları.
- f) Sözleşmenin taraflarını tanıttıcı bilgiler, imzaya yetkili kişiler ve sözleşmenin tarihi.

Kamuya açıklanacak hususlar

MADDE 10 –

(1) Aşağıdaki hususlar Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin esasları çerçevesinde, teklifte bulunan tarafından kamuya açıklanır:

- a) Pay alım teklifinde bulunulmasına karar verilmesi.
- b) Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun ortaya çıkması, muafiyet talep edilip edilmeyeceği, muafiyet talebinin bu Tebliğin hangi maddesi çerçevesinde yapılacağı.
- c) Pay alım teklifi fiyatı veya fiyatın nasıl tespit edileceği hakkında bilgi.
- ç) Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muaf tutulmak veya pay alım teklifinde bulunmak üzere fiilen Kurula başvuruda bulunulması.
- d) Kurula yapılan pay alım teklifinde bulunma veya pay alım teklifinden muafiyet başvurusunun sonuçlanması.
- e) Pay alım teklifi fiyatının tespiti amacıyla hazırlanacak değerlendirme raporlarının özet veya sonuç kısımları.
- f) Pay alım teklifi süresince her işlem günü sonunda borsadan ve borsa dışından alınan pay adedi ve tutarı ile pay alım teklifine karşılık veren pay sahibi sayısı.
- g) Pay alım teklifi süresinin bitiminde, teklif süresince alınan toplam pay adedi ve tutarı ile pay alım teklifine karşılık veren toplam pay sahibi sayısı.
- ğ) Pay alım teklifi sonrası payları teklife konu olan ortaklığın detaylı ortaklık yapısı ve yönetim durumu.
- h) Gönüllü pay alım teklifi yoluyla pay toplama girişiminden vazgeçilmesi.
- ı) Fiyat eşitliğinin sağlanmasına ilişkin olarak yapılan işlemler.

(2) Pay alım teklifi fiyatı veya fiyatın nasıl tespit edileceği hakkında bilgi, teklifte bulunulmasına karar verilmesi veya teklifte bulunma zorunluluğunun ortaya çıkmasına ilişkin hususun açıklanması ile eşanlı olarak kamuya açıklanır.

(3) Pay alım teklifinde yatırım kuruluşu kullanılmasının zorunlu olduğu durumlarda, bu madde uyarınca kamuya açıklanması gereken hususlar yatırım kuruluşu tarafından da kamuya açıklanabilir. Bu durumda da sorumluluk teklifte bulunana aittir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Zorunlu Pay Alım Teklifine İlişkin Esaslar

Zorunlu pay alım teklifi

MADDE 11 –

(1) Gönüllü olarak yapılan kısmi pay alım teklifi, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarını veya oy haklarını iktisap edenler, diğer ortaklara ait payları satın almak üzere pay alım teklifinde bulunmak zorundadır.

(2) Ortaklığın pay sahipliğinde herhangi bir değişiklik olmasa dahi, ortakların kendi aralarında yapacakları özel yazılı anlaşmalarla yönetim kontrolünü ele geçirmeleri sonucunda da pay alım teklifi zorunluluğu doğar.

(3) Kurul, faaliyet konusu kamu hizmeti vermek üzere kamu kurum ve kuruluşları tarafından süreli veya süresiz olarak imtiyaz verilen bir işi görmek olup da bu imtiyazı kaldırılan veya 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu uyarınca faaliyet izni kaldırılan ya da temettü hariç ortaklık hakları ile yönetim ve denetimi Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna devredilen halka açık ortaklıkların pay sahiplerinin korunması amacıyla, imtiyazın geri alınmasına veya 5411 sayılı Kanunun ilgili hükümlerinin uygulanmasına neden oldukları tespit edilen yönetim kontrolüne sahip gerçek ve tüzel kişilere pay alım teklifi zorunluluğu getirebilir.

(4) Zorunlu pay alım teklifi hiçbir koşula bağlanamaz.

Yönetim kontrolü

MADDE 12 –

(1) Doğrudan veya dolaylı olarak tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına sahip olunması veya söz konusu orana bağlı olmaksızın yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir. Ancak, imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği hâller bu madde kapsamında değerlendirilmez.

(2) Birinci fıkradaki haller dışında, ortaklığın sermaye yapısı veya genel kurul toplantısında oluşan fiili durum nedeniyle yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunun fiilen seçilebilir olması yönetim kontrolünün ele geçirildiği anlamına gelmez.

(3) Halka açık ortaklığın gerçek ve/veya tüzel kişi ortaklarının yönetim kontrolüne sahip olup olmadıklarının tespitinde, aşağıda belirtilen kişilerin söz konusu gerçek ve/veya tüzel kişi ortaklar ile birlikte hareket ettikleri kabul edilir;

- a) Gerçek ve/veya tüzel kişi ortakların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar,
- b) Tüzel kişi ortakların yönetim kontrolünü elinde bulunduran gerçek ve/veya tüzel kişiler ile bu kişilerin yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar.

Zorunlu pay alım teklifi süreci

MADDE 13 –

(1) Yönetim kontrolünü sağlayan payların iktisap edilmesini izleyen altı iş günü içerisinde bu Tebliğin [2 numaralı ekinde](#) yer alan bilgi ve belgelerle birlikte pay alım teklifi yapmak üzere Kurula başvurulması zorunludur.

(2) Pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu tarihten itibaren iki ay içerisinde fiili pay alım teklifi sürecine başlanması zorunludur. Söz konusu sürece başlanmaması halinde; kur ve faize ilişkin [17 nci](#) maddede belirtilen hükümler saklı kalmak kaydıyla, Kurulca ilgili kişiye/kişilere gerekirse fiili pay alım teklifi işleminin tamamlanması amacıyla ek süre verilebilir. Ek sürenin sonuna kadar fiili pay alım teklifi işleminin tamamlanmaması halinde, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunu yerine getirmeyen gerçek ve tüzel kişiler hakkında, Kanunun [103 üncü](#) maddesinin 3 üncü fıkrası çerçevesinde pay alım teklifine konu payların toplam bedeline kadar idari para cezası verilir.

(3) Fiili pay alım teklifi, bilgi formunun Kurulca onaylanmasından itibaren en çok altı iş günü içinde başlar. Fiili pay alım teklifi süresi 10 iş gününden az 20 iş gününden fazla olamaz.

(4) Bu maddede belirtilen sürelere uyulmaması halinde, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan gerçek ve tüzel kişiler ile bunlarla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu oy hakları, söz konusu ihlalin gerçekleştiği tarih itibarıyla Kurulca başka bir işlem yapılmasına gerek bulunmaksızın kendiliğinden donar. Söz konusu paylar, genel kurul toplantı nisabında dikkate alınmaz. Donmuş olan oy hakları; donmaya sebep olan bu maddede belirtilen durumlara bağlı olmaksızın, Kurulun aksi yönde vereceği kararlar saklı kalmak üzere, zorunlu pay alım teklifi işleminin tamamlanmasını takip eden ilk gün Kurulca başka bir işlem yapılmasına gerek bulunmaksızın kendiliğinden çözülür.

(1) Pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün doğmadığı haller

MADDE 14 –

(1) Aşağıdaki hallerin varlığı halinde pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün doğmadığı kabul edilir:

a) Yönetim kontrolünün, bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak tüm pay sahiplerine ellerinde bulundurdukları payların tamamı için yapılan gönüllü bir pay alım teklifini takiben elde edilmesi.

b) Pay iktisabı olmaksızın özel yazılı anlaşmalarla yönetim kontrolünün ele geçirilmesinde, bu anlaşmaların genel kurul tarafından onaylanması ve genel kurul toplantısına katılarak olumsuz oy kullanıp muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerine Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca ayrılma hakkı verilmesi.

c) Yönetim kontrolüne sahip olan ortağın, ortaklıktaki oy oranının [12 nci](#) maddede belirtilen oranın altına düşmesinden sonra yönetim kontrolü henüz üçüncü kişilere geçmeden yapacağı yeni pay alımları ile ortaklık oy haklarının %50'den fazlasına tekrar sahip olması.

ç) Yönetim kontrolünü sağlayan oy haklarının, aynı gerçek veya tüzel kişi tarafından yönetim kontrolüne sahip olunan grup içerisinde yapılan devir işlemleri sebebiyle elde edilmesi.

d) (Ek:RG-27/2/2015-29280) Ortaklığın yönetim kontrolüne sahip ortaklarından paylarının bir kısmının satın alınması sonucunda, satın alanın; ortaklığın oy haklarının yüzde ellisi veya daha azına sahip olması koşuluyla, bir yazılı sözleşme çerçevesinde pay devri öncesinde

yönetim kontrolüne sahip ortak ile ortaklığın yönetim kontrolünü eşit veya daha az bir oranla paylaşması.

Zorunlu pay alım teklifi fiyatı

MADDE 15 –

(1) (Değişik:RG-27/2/2015-29280) Zorunlu pay alım teklifi fiyatı, hedef ortaklık paylarının borsada işlem görmesi durumunda, payların satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması ile teklifte bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerce pay alım teklifini doğuran pay alımları da dahil olmak üzere tekliften önceki altı ay içinde hedef ortaklığın aynı grup paylarına ödediği en yüksek fiyattan düşük olamaz. Zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğünün doğumuna yol açan pay iktisaplarında ödenen bedelin doğrudan içinde değerlendirilebilecek olan yan edimler veya pay devir tarihinden sonra bazı şartların tahakkuku halinde ödenecek prim ve benzeri hususlar pay alım teklifi fiyatının hesaplanmasında dikkate alınır.

(2) Hedef ortaklığın yönetim kontrolünde dolaylı bir değişiklik meydana gelmesi durumunda pay alım teklifi fiyatı;

a) (Değişik:RG-27/2/2015-29280) Pay grupları arasındaki imtiyaz farklılıkları dikkate alınarak Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan değerlendirme raporunda belirtilen fiyatın,

b) Pay alım teklifinde bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerin, varsa hedef ortaklıkta yönetim kontrolünün dolaylı değişikliğine sebep olan pay devrine ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde, hedef ortaklık paylarında yaptıkları alımlarda ödedikleri en yüksek fiyatın,

c) (Değişik:RG-27/2/2015-29280) Hedef ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi durumunda, payların satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalamasının,

yüksek olanından düşük olmayacak şekilde belirlenir.

(3) Hedef ortaklığın sermayesini temsil eden birden fazla pay grubunun bulunması durumunda, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunu doğuran pay devrine konu olmayan grup veya gruplara dahil olan paylar için ödenecek pay alım teklifi fiyatı;

a) Pay grupları arasındaki imtiyaz farklılıkları dikkate alınarak Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan değerlendirme raporunda belirtilen fiyatın,

b) (Değişik:RG-27/2/2015-29280) Pay alım teklifinde bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerin, teklifte bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerce pay alım teklifini doğuran pay alımları da dahil olmak üzere, varsa hedef ortaklık paylarının satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunu doğuran pay devrine konu olmayan grup veya gruplara dahil olan paylarda yaptıkları alımlarda ödedikleri en yüksek fiyatın,

c) (Değişik:RG-27/2/2015-29280) Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunu doğuran pay devrine konu olmayan grup veya gruplara dahil olan payların borsada işlem görmesi durumunda, varsa hedef ortaklık paylarının satışına ilişkin anlaşma yapıldığının kamuya

duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan payın günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalamasının

yüksek olanından düşük olmayacak şekilde belirlenir.

(4) Pay alım teklifi fiyatının birinci fıkrada belirtilen esaslara göre belirlenememesi halinde, pay alım teklifi fiyatının tespiti için Kurulca değerlendirme raporu istenebilir. Değerleme raporunun hazırlanmasında payların devir tarihi esas alınır. Kurul tarafından gerekli görülmesi halinde değerlemeye yetkili aynı veya farklı bir kuruluş tarafından yeni bir değerlendirme raporu hazırlanması istenebilir.

(5) (Değişik:RG-27/2/2015-29280) Pay alım teklifi fiyatını ve dolayısıyla yatırımcıların pay alım teklifine katılıp katılmayacaklarına ilişkin kararlarını etkileyen günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların ait oldukları dönemlerde gerçekleştirilen işlemler ile ilgili olarak Kurulca Kanunun [101](#) ve [107 nci](#) maddeleri uyarınca işlem yapılmasına karar verilmesi durumunda, Kurulca pay alım teklifinin durdurulmasına veya pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesine karar verilebilir.

Fiyat eşitliğinin sağlanmasına ilişkin esaslar

MADDE 16 –

(1) Hedef ortaklık paylarının satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarih ile fiili pay alım teklifi süresi sona erme tarihi arasındaki dönemde, pay alım teklifinde bulunan veya birlikte hareket ettiği kişiler tarafından pay alım teklifi fiyatından daha yüksek bir fiyattan hedef ortaklık paylarının satın alınması halinde; pay alım teklifi fiyatı, satın alınan paylar için ödenen en yüksek fiyattan aşağı olmayacak şekilde yeniden belirlenir. Pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesi halinde, yeniden belirlenen fiyat dikkate alınarak pay alım teklifi sürecine devam edilir. Bu durumda, pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesinden önce teklife katılarak paylarını satmış olan ortaklara ödenen tutar ile yeniden belirlenen fiyat arasında fark bulunması halinde, bu fark pay alım teklifi süresinin sona ermesini takip eden iki iş günü içinde ilgili kişilere ödenir. Söz konusu duruma aykırı olarak pay alımı yapıldığının ve oluşan farkın fiyata yansıtılmadığının pay alım teklifi sürecinin tamamlanmasından sonraki bir yıl içerisinde ortaya çıkması halinde; [17 nci](#) maddede belirtilen oran üzerinden hesaplanacak faiz tutarı eklenmiş yeni pay alım teklifi fiyatı ile yeni bir teklif yapılır ve daha önce pay alım teklifine katılarak paylarını satmış olan ortaklara ise aradaki fark ödenir.

(2) Teklifte bulunan ya da birlikte hareket ettiği kişiler tarafından birinci fıkradaki süreler içerisinde ödenen en yüksek fiyat Kurula bildirilir ve [10 uncu](#) maddede belirtildiği şekilde gecikmeksizin kamuya açıklanır.

Pay alım teklifi fiyatının belirlenmesinde kur ve faize ilişkin esaslar

MADDE 17 –

(1) Zorunlu pay alım teklifini doğuran işlemde fiyatın Türk Lirası cinsinden belirlenmiş olması ve pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu günden itibaren iki ay içerisinde ortaklığın diğer ortaklarına ait payları satın almak üzere fiili pay alım teklifine başlanmaması halinde, iki ayı aşan her gün için yıllık TRLIBOR oranının %50 fazlası ile hesaplanacak faiz tutarı pay alım teklifi fiyatına eklenir. Faiz hesaplaması basit faiz esasına göre yapılır.

(2) Zorunlu pay alım teklifini doğuran işlemde fiyatın yabancı para birimi cinsinden belirlenmiş olması halinde pay alım teklifi fiyatı, pay alım teklifi yükümlülüğünü doğuran pay devri tarihindeki T.C. Merkez Bankasınca açıklanan döviz alış kuru ile pay alım

teklifinin fiilen başlayacağı günden önceki iş günü T.C. Merkez Bankasınca açıklanan döviz alış kurundan yüksek olanı kullanılarak hesaplanan tutarın Türk Lirası karşı lığı olarak belirlenir.

(3) Zorunlu pay alım teklifini doğuran işlemde fiyatın yabancı para birimi cinsinden belirlenmiş olması ve pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu günden itibaren iki ay içerisinde ortaklığın diğer ortaklarına ait payları satın almak üzere fiili pay alım teklifi işlemine başlanmaması halinde; iki ayı aşan her gün için yapılacak hesaplamada birinci fıkrada belirtilen faiz oranı, Euro cinsinden olan işlemler için yıllık EURIBOR, Amerikan Doları cinsinden olan işlemler için ise yıllık LIBOR oranlarının %50 fazlası olarak dikkate alınır. Pay alım teklifini doğuran devir işleminin anılan yabancı para birimlerinden farklı bir para birimi üzerinden gerçekleştirilmesi halinde, Kurulca uygun görülecek bir oran üzerinden hesaplanacak faiz tutarı pay alım teklifi fiyatına eklenir.

Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muafiyet MADDE 18 –

(1) Kurul, aşağıdaki hallerin varlığı halinde başvuru üzerine pay alım teklifinde bulunma zorunluluğuna muafiyet verebilir:

- a) Halka açık ortaklık paylarının veya oy haklarının iktisabının, finansal güçlük içinde bulunan ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi bakımından zorunlu olan bir sermaye yapısı değişikliği gereğince gerçekleştirilmesi (Bu durumda Kurul şirkete yeni bir fon girişinin bulunup bulunmadığını veya sermaye yapısı değişikliğinin zorunlu olup olmadığını inceler).
- b) Halka açık ortaklık paylarının herhangi bir genel kurul toplantısında kullanılmamış olması veya ortaklık yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapılmaması şartıyla, halka açık ortaklık sermayesinde sahip olunan paylardan pay alım teklifi yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın elden çıkarılması veya Kurulca uygun görülecek bir sürede elden çıkarılacağı yazılı olarak taahhüt edilmesi.
- c) Halka açık ortaklığın ana ortaklığındaki yönetim kontrolü değişikliğinin, halka açık ortaklıktaki yönetim kontrolünün elde edilmesi amacını taşımaması (Bu şartın varlığının tespitinde; hedef ortaklığın, ana ortaklığın son yıllık finansal tablolara göre varlık toplamına olan etkisinin %10'u aşmaması ve ana ortaklığın faaliyet hacmi içinde önemli bir yer taşımaması ve benzeri hususlar Kurulca dikkate alınır).
- ç) Özelleştirme kapsamındaki halka açık ortaklıklarda kamu paylarının satışı.
- d) Halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen esas ve usuller çerçevesinde, birleşme işleminin gerçekleşmesinden önce bu işlemin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ait payların geri alınması şartıyla, birleşme amaçlı ortaklığın devralan sıfatıyla taraf olduğu birleşme işleminden kaynaklanan yönetim kontrolü değişikliği.
- e) (Ek:RG-5/6/2018-30442) Banka kredilerinin geri ödenmemesi durumunda bankaya kredinin teminatı olarak verilmiş payların Kanununun 47 nci maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca bankanın mülkiyetine geçmesi, bu payların bankanın da kurucu olduğu özel amaçlı işletmeye devredilmesi ile bu payların mülkiyetinin bankaya veya özel amaçlı işletmeye geçmesinden sonra üçüncü kişilerce bankadan veya özel amaçlı işletmeden satın alınması.

f) (Ek:RG-5/6/2018-30442) Pay sahipliğinin niteliğini belirleyen bir mevzuat hükmünün yerine getirilmesi amacıyla payların devredilmesi,

g) (Ek: RG-2/1/2019-30643) Payları Borsada işlem gören halka açık ortaklıklar tarafından gerçekleştirilen yeni pay alma haklarının sınırlandırılmadığı sermaye artırımlarında, mevcut ortaklarca alınan paylar nedeniyle oluşan yönetim kontrolü değişikliği.

(2) Muafiyet talepleri için, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasını izleyen altı iş günü içinde teklif yapmakla yükümlü olanlar tarafından Kurula başvurulması gerekir. Kurulca yapılacak incelemeler ve talep edilecek bilgi ve belgelerin değerlendirilmesi sonucunda muafiyet koşullarının gerçekleştiği sonucuna varılırsa, ilgililer pay alım teklifi yapma yükümlülüğünden muaf tutulabilir.

Muafiyet başvurusunun uygun görülmemesi hali

MADDE 19 –

(1) Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muafiyet başvurularının Kurulca uygun görülmemesi halinde; iki ay olarak öngörülen fiili pay alım teklifine başlama süresi, Kurulun muafiyet başvurusunu uygun görmeme kararından itibaren bir ay olarak uygulanır.

(2) Kurulun muafiyet başvurusunu uygun görmeme karar tarihinden itibaren altı iş günü içerisinde pay alım teklifi yapılmak üzere bu Tebliğin [2 numaralı ekinde](#) yer alan bilgi ve belgelerle birlikte Kurula başvurulması gerekir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

Gönüllü Pay Alım Teklifine İlişkin Esaslar

Gönüllü pay alım teklifi

MADDE 20 –

(1) Halka açık ortaklık paylarının tamamı ya da bir kısmı için gönüllü pay alım teklifinde bulunulabilir. Payların bir kısmı için yapılan gönüllü pay alım teklifi işlemi pay alım teklifine katılmak için talepte bulunulan payların teklife konu pay sayısından fazla olması durumunda, gönüllü pay alım teklifi işlemi talepte bulunan pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratmayacak şekilde oransal dağıtım yöntemine göre sonuçlandırılır.

(2) Gönüllü pay alım teklifi yoluyla pay toplama girişiminde bulunan kişiler, teklifin fiili başlangıcına kadar ortaklığın paylarını satın almaktan vazgeçebilir. Bu husus, [10 uncu](#) maddede belirtilen esaslar çerçevesinde kamuya duyurulur.

(3) Kurul hedef ortaklığın başvurusu üzerine, hedef ortaklığın teklifi değerlendirmek için genel kurulu toplantıya çağırmasına olanak tanımak amacıyla gönüllü pay alım teklif süresini en fazla otuz iş günü daha uzatabilir.

(4) Gönüllü pay alım teklifinde bulunmak amacıyla bu Tebliğin [2 numaralı ekinde](#) yer alan bilgi ve belgelerle birlikte Kurula başvurulması zorunludur.

(5) Gönüllü pay alım teklifinde bulunulacağına ilişkin olarak kamuya yapılacak ilk açıklamada, teklif için ne kadarlık bir fon ayrıldığı ve fonun kaynağı ayrıca belirtilir.

(6) Gönüllü pay alım teklifi süresi on iş gününden az yirmi iş gününden fazla olamaz.

(7) Fiili pay alım teklifi, konuya ilişkin bilgi formunun Kurulca onaylanmasından itibaren en çok altı iş günü içinde başlar.

Hedef ortaklık yönetim kurulunun teklife ilişkin raporu

MADDE 21 –

(1) Hedef ortaklık yönetim kurulu; gönüllü pay alım teklifinde bulunan gerçek ya da tüzel kişinin hedef ortaklığa yönelik stratejik planları ile bu planların hedef ortaklığın faaliyet göstereceği alanlar ve yerler ile hedef ortaklıktaki istihdam seviyesi üzerinde yaratması muhtemel etkilerine ilişkin görüşleri de dahil olmak üzere, pay alım teklifine ilişkin görüşünü ve bu görüşün dayandığı gerekçeleri içeren bir rapor düzenler. Söz konusu rapor, en geç fiili pay alım teklifine başlanmasından bir iş günü önce Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanır.

Gönüllü pay alım teklifi kapsamında ve fiyatında değişiklik yapılması

MADDE 22 – (Başlığı ile birlikte değişik:RG-27/2/2015-29280)

(1) Gönüllü pay alım teklifinde bulunan, fiili pay alım teklifi süresinin sona ermesinden bir iş günü öncesine kadar pay alım teklifi fiyatını artırabilir ve/veya payların bir kısmı için gönüllü pay alım teklifinde bulunmuş ise payların daha büyük bir kısmı veya payların tamamını içerecek şekilde pay alım teklifini değiştirebilir.

(2) Gönüllü pay alım teklifi fiyatının artırılması ve/veya kapsamının genişletilmesi halinde, yeniden belirlenen fiyat ve/veya kapsam dikkate alınarak pay alım teklifi işlemine devam edilir. Yeni teklif, yapılacak değişikliğin Kurula bildirilmesi ve [10 uncu](#) maddede belirtilen usule uygun olarak kamuya açıklanması durumunda geçerli olur.

(3) Gönüllü pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesinden önce teklife katılarak paylarını satmış olan ortaklara ödenen fiyat ile yeniden belirlenen fiyat arasındaki fark, pay alım teklifi süresinin sona ermesini takip eden iki iş günü içinde ilgili ortaklara ödenir. Teklifin kapsamının değişimi öncesi kısmi gönüllü pay alım teklifine cevaben talepte bulunan pay sahipleri pay alım teklifi süresi boyunca taleplerini değiştirebilirler.

(4) Gönüllü pay alım teklifi fiyatında ve/veya kapsamında değişiklik yapılması halinde, satın alma süresi iki hafta uzatılır. Söz konusu iki haftalık ek süre içinde teklifte yeni bir değişiklik yapılamaz.

Rekabetçi teklif

MADDE 23 –

(1) Rekabetçi teklif, ilk gönüllü pay alım teklifinin satın alma süresi içerisinde üçüncü bir tarafça yapılan teklifi ifade eder.

(2) Rekabetçi teklif verildiğinde; ilk teklifin kabul süresi rekabetçi teklifin kabul süresinden önce sona eriyorsa, ilk teklifin kabul süresi talep üzerine rekabetçi teklifin satın alma süresinin sona erdiği tarihe kadar uzatılabilir. Bu hüküm, rekabetçi teklifin değiştirilmesi veya yasaklanması ya da yasal hükümlerle çelişmesi halinde de uygulanır.

(3) Hedef ortaklığın paylarını elinde bulunduran ve ilk teklifi kabul etmiş olan kişiler, ilk teklif ile ilgili kabulün rekabetçi teklife ilişkin bilgi formunun yayımlanmasından önce yapılmış olması ve ilk teklife ilişkin pay devrinin henüz gerçekleşmemiş olması şartıyla kabulü geri alabilir.

BEŞİNCİ BÖLÜM**Son Hükümler****Yürürlükten kaldırılan tebliğ****MADDE 24 –**

(1) Kurulun 2/9/2009 tarihli ve 27337 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: IV, No: 44) yürürlükten kaldırılmıştır. Kurulun diğer düzenlemelerinde Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliğine (Seri: IV, No: 44) yapılan atıflar bu Tebliğe yapılmış sayılır.

Yürürlük**MADDE 25 –**

(1) Bu Tebliğ, yürürlük tarihinden sonra ortaya çıkan zorunlu pay alım teklifi yükümlülükleri ile yürürlük tarihinden sonra yapılacak gönüllü pay alım tekliflerinde uygulanmak üzere yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

Yürütme**MADDE 26 –**

(1) Bu Tebliğ hükümlerini Kurul yürütür.

EK-C: SPK'NIN PAY GERİ ALIMLARINA İLİŞKİN GERÇEKLEŞTİRİLMİŞ OLDUĞU 21.07.2016 TARİHLİ BASIN DUYURUSU

Ülkemiz sermaye piyasalarında son günlerde yaşanan gelişmeler Kurulumuz tarafından yakından izlenmekte olup, piyasaların sağlıklı bir şekilde işlemesine yönelik olarak ikinci bir duyurumuza kadar uygulanmak üzere aşağıdaki hususların kamuoyuna duyurulması uygun görülmüştür.

1. Genel kurullarınca alınmış bir karara bağlı olarak yürürlükte bir geri alım programı olmayan halka açık şirketlerimiz, özel durum açıklaması yapmak kaydıyla herhangi bir limit söz konusu olmaksızın borsada kendi paylarının geri alımını gerçekleştirebilecektir.
2. Genel kurullarınca alınmış bir karara bağlı olarak geri alım programı yürüten halka açık şirketlerimiz, özel durum açıklaması yapmak ve yetkili organlarını bilgilendirmek suretiyle herhangi bir limit söz konusu olmaksızın borsada kendi paylarının geri alımını gerçekleştirebilecektir.

Ayrıca, yatırımcılarımızın ve yatırım kuruluşlarımızın açığa satış işlemlerinde mevzuatta öngörülen teminatlandırma ve işlem kurallarına uymaları gerekmekte olup, aksi uygulamaların tespiti halinde işlemleri gerçekleştirenler hakkında yasal işlem yapılacaktır.

Kamuoyuna saygıyla duyurulur.

EK - D: SPK’NIN GERİ ALINAN PAYLARA İLİŞKİN GERÇEKLEŞTİRMİŞ OLDUĞU 21.07.2016 TARİHLİ BASIN DUYURUSU HAKKINDA EK AÇIKLAMASI

Kurulumuzun 21.07.2016 tarihli halka açık ortaklıkların borsada işlem gören paylarının geri alımını herhangi bir limit söz konusu olmaksızın gerçekleştirebilmelerine dair duyurusuna ilişkin olarak 25 Temmuz itibariyle 35’i aşkın Şirketimiz kendi paylarında geri alım yapacaklarına ilişkin özel durum açıklaması yapmıştır.

Yatırımcılarını korumak amacıyla geri alım programı açıklayan ve bundan sonra açıklayacak tüm şirketlerimize teşekkür ediyoruz.

Hem uygulama birliği sağlamak hem de şirketlerimizi ve yatırımcılarımızı bilgilendirmek amacıyla söz konusu Karar’ın uygulanmasına yönelik aşağıdaki ek açıklamanın yapılması uygun görülmüştür:

1. 21.07.2016 tarihindeki duyuru, II-22.1 sayılı Geri alınan Paylar Tebliği’nde (Tebliğ) düzenlenen yetkilendirme ve %10’luk sınır ile günlük işlem miktarı ortalamasının %25’inin geçilemeyeceğine ilişkin işlem esasının ikinci bir duyuruya kadar uygulanmamasını içermektedir.
2. Mevcut durum itibariyle, söz konusu %10’luk sınırı aşmış olan halka açık ortaklıklar da duyuru çerçevesinde ilave geri alım gerçekleştirebilecektir. Tebliğ’in 10’uncu maddesinin ikinci fıkrasındaki sermaye artırımı sürecinde olan halka açık ortaklıklara ilişkin sınırlama yalnızca nakit sermaye artırımı sürecinde olan ortaklıklar için söz konusu olacaktır.
3. Söz konusu duyuru çerçevesinde yapılacak pay geri alımları, Tebliğ’in yakın ve ciddi kaybın tespitine ilişkin şartlarına tabi olmaksızın, halka açık ortaklıkların kendileri tarafından gerçekleştirilecek alımları kapsamaktadır. Ortak, yönetici ve içsel/sürekli bilgilere sahip diğer kişiler tarafından yapılacak alımlar ilgili düzenlemelere tabidir.
4. Kurulumuz duyurusu çerçevesinde gerçekleştirilecek pay geri alımları öncesinde, asgari olarak söz konusu geri alımın amacını, geri alıma konu edilebilecek azami pay sayısını ve bu iş için ayrılacak azami fon tutarını içeren bir yönetim kurulu kararı alınarak kamuya açıklanması gerekir.
5. Şimdiye kadar alınan yönetim kurulu kararlarının söz konusu unsurların tamamını içermemesi durumunda ilave yönetim kurulu kararı alınarak kamuya açıklanması gerekmektedir.
6. Mevcut durumda yürürlükte olan bir geri alım programı olan halka açık ortaklıklar söz konusu geri alım programını Tebliğ hükümleri çerçevesinde yürütebilecekleri

gibi bu ortaklıklarca Kurulumuzun 21.07.2016 tarihli duyurusunda yer alan imkanlardan faydalanılmak istenmesi durumunda konuya ilişkin yönetim kurulu kararı alınması gerekmektedir.

7. Kurulumuz duyurusu çerçevesinde gerçekleştirilecek pay geri alımlarında Tebliğ'in 12'nci maddesinin ilk dört fıkrası uygulanmayacaktır. Ayrıca ilgili Tebliğ'in 12'nci maddesinin sekizinci fıkrasının (a) bendindeki iki iş günlük sürenin beklenmesine de gerek bulunmamaktadır.
8. Kurulumuz duyurusu çerçevesinde halka açık ortaklıklarca yapılacak pay geri alımlarının borsanın ortaklık paylarının işlem gördüğü pazarında gerçekleştirilecektir.
9. Duyuru çerçevesinde geri alınan paylar duyuru tarihinden itibaren 30 günlük süre boyunca satılamayacaktır. 30 günlük sürenin hesaplanmasında "ilk giren ilk çıkar" yöntemi uygulanacaktır. Söz konusu süre sona erdikten sonra ilgili paylar Tebliğ'in 19'uncu maddesindeki esaslar çerçevesinde azami üç yıl içinde elden çıkarılır veya Tebliğ'deki sınırlamalara uymak kaydıyla süresiz olarak elde tutulabilir.
10. Geri alınan payların elden çıkarılması durumunda Tebliğ'in 12'nci maddesinin altıncı fıkrası kapsamında gerekli özel durum açıklamaları yapılacaktır.
11. Kurulumuz duyurusu çerçevesinde gerçekleştirilecek geri alım işleri, bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı kapsamında değerlendirilmeyecektir.

Kamuoyuna saygıyla duyurulur.

EK - E : PAY GERİ ALIM DUYURUSU ÖRNEĞİ

..... TİCARET VE SANAYİ A.Ş.

GERİ ALIM PROGRAMI**GERİ ALIMIN AMACI:**

Sermaye piyasalarında meydana gelen dalgalanmalar neticesinde, Şirket hisselerimizin Borsada oluşan değerleri faaliyetlerimizin gerçek performansını yansıtmaması ihtimali ve bu nedenle yatırımcılarımızı korumak ve gerçek değere uygun fiyat oluşmasına katkı sağlamak amacıyla, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanmış olan II.22.1 Geri Alınan Paylar tebliği kapsamında önümüzdeki dönemde borsada oluşacak fiyat hareketlerinin takip edilmesi ve koşullar gerektirdiğinde Şirketimizin kendi hisselerini satın alabilmesi amaçlanmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun yapacağı yeni düzenlemeler çerçevesinde bu politika revize edilecektir.

GERİ ALIM PROGRAMININ UYGULANACAĞI SÜRE:

Şirketin bu program çerçevesinde geri alım yaptığı payları elde tutma süresi azami üç yıl olarak belirlenmiş olup, bu süre içerisinde elden çıkarılmayan paylar sermaye azaltımı yapmak suretiyle iptal edilir.

GERİ ALIMA KONU AZAMI PAY SAYISI:

Geri alınabilecek azami pay sayısı Şirket'in paylarının yasal mevzuatın izin verdiği azami oran dikkate alınarak öngörülmüştür. Geri alınan payların nominal değeri, daha önceki alımlar dahil çıkarılmış sermayenin %10'unu aşamaz.

Buna göre, 50.000.000 adet ödenmiş sermayemizin %5'ine denk gelen 2.500.000 adet pay için üç yıl içerisinde elden çıkarılacak şekilde geri alım yapılabilir.

Geri alınan paylar bilançoda öz kaynaklar altında bir indirim kalemi olarak izlenir ve konsolide finansal tablo dipnotlarında gerekli açıklamalar yapılır. Belirlenen oran program süresi içerisinde sermaye artırımı yapılması veya Kurul kararlarında oluşabilecek değişikliklerle farklılaşabilir. Bu durumda yasal mevzuat uyarınca işlem yapılabilir.

Geri alınan payların toplam bedeli, kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşamaz.

Geri alım programında belirtilen azami pay sayısına ulaşılması durumunda program sonlandırılır.

GERİ ALIMI İÇİN ALT VE ÜST FİYAT LİMİTLERİ:

Payların geri alımında uygulanacak alt fiyat limiti 1,00 TL, üst fiyat limiti ise 4,00 TL olarak

belirlenmiştir. Paylarımızın borsa fiyatının düzeltilmesini gerektirecek işlemlerin gerçekleşmesi durumunda, aynı düzeltme payların geri alınması için belirlenen alt ve üst fiyat limitlerine de uygulanacaktır. Bu şekilde düzeltmeye tabi tutulmuş alt ve üst fiyat limitleri özel durum açıklaması ile KAP 'ta duyurulacaktır.

GERİ ALINAN PAYLARIN SATIŞ ESASLARI:

Geri alınan payların satışı Yönetim Kurulu'nun program süresi içerisinde alacağı karar ile belirleyeceği tarihlerde satılabilir. Yönetim Kurulumuz geri alınan payların tamamını elden çıkarmaksızın satışları sonlandırmakta yetkilidir.

GERİ ALIM İÇİN AYRILAN FONUN TOPLAM TUTARI VE KAYNAĞI:

Geri alım için şirket kaynakları ve faaliyetlerinde elde edilecek kazançlardan yaratılacak azami 10.000.000 TL fon tutarı belirlenmiştir.

GERİ ALIM İÇİN YETKİLENDİRME :

Yönetim Kurulu'na 36 ay süre ile yetki verilmiştir. Bu çerçevede, Şirketimiz alımlar için şirketimiz Yönetim Kurulu Başkanı Sn. yetkilendirilmiştir.

Genel Kurulumuz tarafından kendisine yetki verildiği tarihi takip eden 36 ay boyunca pay geri alımı ve alınan payların elden çıkartılması ile mevzuat uyarınca gereken işlemlerin yapılması konusunda yetkilidir. Bu yetki süresi içerisinde kalmak üzere, Yönetim Kurulumuz daha kısa süreli bir veya daha fazla geri alım programı gerçekleştirebilir.

PAY FİYAT BİLGİLERİ:

Yıllık En Yüksek Fiyat : 3,47

Yıllık En Düşük Fiyat : 1,27

Yıllık Ağırlıklı Ortalama Fiyat : 2,35

Son Üç Aylık En Yüksek Fiyat : 3,47

Son Üç Aylık En Düşük Fiyat : 2,76

Son Üç Aylık Ağırlıklı Ortalama Fiyat : 3,04

GERİ ALIM PROGRAMININ ONAYA SUNULACAĞI GENEL KURUL TARİHİ:

Hazırlanan Geri Alım Programı yapılacak olan ilk Olağan Genel Kurul Toplantısında Genel Kurul'un onayına sunulacaktır.

EK-F : PAY GERİ ALIM DUYURUSU GERÇEKLEŞTİREN ŞİRKETLERİN LİSTESİ

DUYURU TARİHİ	KOD	ŞİRKET ADI
12.08.2011	ERSU	ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.
12.08.2011	KÂRKM	KÂRKİM SONDAJ AKIŞKANLARI ENERJİ MÜHENDİSLİK HİZMETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
29.11.2012	SANFM	SANİFOAM SÜNGER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
10.01.2013	DAGI	DAGI GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
21.03.2013	OYLUM	OYLUM SİNAİ YATIRIMLAR A.Ş.
27.12.2013	KATMR	KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
26.02.2014	POLTK	POLİTEKNİK METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
8.03.2014	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
21.05.2014	SILVR	SİLVERLINE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
26.05.2014	KRATL	KARAKAŞ ATLANTİS KIYMETLİ MADENLER KUYUMCULUK TELEKOMÜNİKASYON SANAYİ VE TİCARER A.Ş.
1.08.2014	BAKAB	BAK AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
1.09.2015	YATAS	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
12.11.2015	BNTAS	BANTAŞ BANDIRMA AMBALAJ SANAYİ TİCARET A.Ş.
1.06.2016	GEREL	GERSAN ELEKTRİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
21.06.2016	YATAS	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
1.07.2016	SAYAS	SAY REKLAMCILIK YAPI DEKORASYON PROJE TAAHHÜT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
21.07.2016	VANGD	VANET GIDA SANAYİ İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.
22.07.2016	ACSEL	ACISELSAN ACIPAYAM SELÜLOZ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
22.07.2016	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
22.07.2016	ARSAN	ARSAN TEKSTİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
22.07.2016	AVOD	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.
22.07.2016	KATMR	KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
22.07.2016	PRZMA	PRİZMA PRES MATBAACILIK YAYINCILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
22.07.2016	RTALB	RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER İLAÇ VE MAKİNA SANAYİ TİCARET A.Ş.
25.07.2016	BNTAŞ	BANTAŞ BANDIRMA AMBALAJ SANAYİ TİCARET A.Ş.
25.07.2016	DAGI	DAGI GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
25.07.2016	KRSTL	KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.
25.07.2016	OYLUM	OYLUM SİNAİ YATIRIMLAR A.Ş.
25.07.2016	ULUUN	ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
26.07.2016	IZFAS	İZMİR FIRÇA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
28.07.2016	BAKAB	BAK AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

DUYURU TARİHİ	KOD	ŞİRKET ADI
29.07.2016	SAMAT	SARAY MATBAACILIK KAĞITÇILIK KIRTASIYECİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
1.08.2016	BLCYT	BİLİCİ YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
1.08.2016	BSOKE	BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.
1.08.2016	BTCİM	BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
1.08.2016	GEDZA	GEDİZ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
3.08.2016	PRKAP	TÜRK PRYSMİAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
19.08.2016	SEKUR	SEKURO PLASTİK AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
6.09.2016	EMKEL	EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ A.Ş.
29.11.2016	JANTS	JANTSA JANT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
15.12.2016	KRDMA	KÂRDEMİR KÂRABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
22.11.2017	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ AS
13.04.2018	BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.
ELEKTRİK GAZ VE SU		
25.03.2016	ODAS	ODAS ELEKTRİK ÜRETİM SANAYİ TİCARET A.Ş.
22.07.2016	AKSUE	AKSU ENERJİ VE TİCARET A.Ş.
İNŞAAT VE BAYINDIRLIK		
8.01.2014	SANEL	SAN-EL MÜHENDİSLİK ELEKTRİK TAAHHÜT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
2.03.2015	KUYAS	KUYUMCUKENT GAYRİMENKUL YATIRIMLARI A.Ş.
25.07.2016	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
16.01.2018	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
15.02.2018	ORGE	ORGE ENERJİ ELEKTRİK TAAHHÜT A.Ş.
TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, OTEL VE LOKANTALAR		
12.08.2011	MARTI	MARTI OTEL İŞLETMELERİ A.Ş.
29.02.2012	BİMEKS	BİMEKS BİLGİ İŞLEM DIŞ TİCARET A.Ş.
3.08.2012	ETILR	ETİLER GIDA VE TİCARİ YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
5.03.2013	ULAS	ULAŞLAR TURİZM YATIRIMLARI VE DAYANIKLI TÜKETİM MALLARI TİCARET PAZARLAMA A.Ş.
4.04.2013	UTPYA	UTOPYA TURİZM İNŞAAT İŞLETMECİLİK TİCARET A.Ş.
13.12.2013	TGSAS	TGS DIŞ TİCARET A.Ş.
27.12.2013	BİMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.
18.06.2014	MARTI	MARTI OTEL İŞLETMELERİ A.Ş.
5.03.2015	BİMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.
2.09.2015	BİMEKS	BİMEKS BİLGİ İŞLEM VE DIŞ TİCARET A.Ş.
31.12.2015	CFRSA	CARREFOURSA CARREFOUR SABANCI TİCARET MERKEZİ A.Ş.
21.07.2016	MEPET	MEPET METRO PETROL VE TESİSLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.

DUYURU TARİHİ	KOD	ŞİRKET ADI
21.07.2016	AVTUR	AVRASYA PETROL VE TURİSTİK TESİSLER YATIRIMLAR A.Ş.
22.07.2016	BIMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.
25.07.2016	PSDTC	PERGAMON STATUS DIŞ TİCARET A.Ş.
27.07.2016	DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.
9.03.2017	BIZIM	BİZİM TOPTAN SATIŞ MAĞAZALARI A.Ş.
16.03.2018	TEKTU	TEK-ART İNŞAAT TİCARET TURİZM SANAYİ VE YATIRIMLAR A.Ş.
ULAŞTIRMA, HABERLEŞME VE DEPOLAMA		
12.11.2012	RYSAS	REYSAŞ TAŞIMACILIK VE LOJİSTİK TİCARET A.Ş.
15.01.2014	RYSAS	REYSAŞ TAŞIMACILIK VE LOJİSTİK TİCARET A.Ş.
25.08.2015	TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.
11.03.2016	THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.
22.07.2016	GSDD	GSD DENİZCİLİK GAYRİMENKUL İNŞAAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
22.07.2016	TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.
25.07.2016	RYSAS	REYSAŞ TAŞIMACILIK VE LOJİSTİK TİCARET A.Ş.
MALİ KURULUŞLAR		
10.05.2010	SNGYO	SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
18.03.2011	DZGYO	DENİZ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
18.04.2011	GRNYO	GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
11.08.2011	DAGHL	DAGI YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
12.08.2011	MARGYO	MARTI GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
16.08.2011	AKFEN	AKFEN HOLDİNG A.Ş.
12.09.2011	TRGYO	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI
28.11.2011	METRO	METRO TİCARİ VE MALİ YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.
9.01.2012	IEYHO	İŞIKLAR ENERJİ VE YAPI HOLDİNG A.Ş.
2.04.2012	GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
24.04.2012	INFO	İFO YATIRIM A.Ş.
2.05.2012	EGCYO	EGELİ&CO TARIM GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
7.06.2012	RHEAG	RHEA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
1.11.2012	EUHOL	EURO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
27.11.2012	RYGYO	REYSAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
17.10.2012	TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.
15.01.2014	RYGYO	REYSAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
6.05.2014	BERA	KOMBASSAN HOLDİNG A.Ş.
18.06.2014	MARGYO	MARTI GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
23.06.2014	CLKHO	KÂRKİM SONDAJ AKIŞKANLARI

DUYURU TARİHİ	KOD	ŞİRKET ADI
30.01.2015	AKFEN	AKFEN HOLDİNG A.Ş.
25.02.2015	ALBRK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.
16.03.2015	EKGYO	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
27.04.2015	RYGYO	REYSAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
29.05.2015	GSDHO	GSD HOLDİNG A.Ş.
26.08.2015	OZKGY	ÖZAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
29.12.2015	SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.
13.01.2016	ALBRK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.
16.02.2016	AKSGY	AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI
3.03.2016	TKFEN	TEKFEN HOLDİNG A.Ş.
27.05.2016	AKFGY	AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
21.07.2016	METRO	METRO TİCARİ VE MALİ YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.
21.07.2016	AVGYO	AVRASYA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
21.07.2016	ATLAS	ATLAS MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
22.07.2016	DENGE	DENGE YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
22.07.2016	BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.
22.07.2016	OSTIM	OSTİM ENDÜSTRİYEL YATIRIMLAR VE İŞLETME A.Ş.
22.07.2016	NTHOL	NET HOLDİNG A.Ş.
22.07.2016	GLRYH	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
25.07.2016	HDFGS	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
25.07.2016	DAGHL	DAGI YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
26.07.2016	OZGYO	ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
26.07.2016	GSDHO	GSD HOLDİNG A.Ş.
1.08.2016	IDGYO	İDEALİST GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
31.08.2016	VERUS	VERUSA HOLDİNG A.Ş.
21.10.2016	SEKFK	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
25.11.2016	OZKGY	ÖZAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
1.12.2016	DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.
15.02.2017	ETYAT	EURO TREND YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

DUYURU TARİHİ	KOD	ŞİRKET ADI
15.02.2017	EUYO	EURO MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
15.02.2017	EUKYO	EURO KAPİTAL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
26.05.2017	SNGYO	SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
27.02.2018	EKGYO	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
1.03.2018	GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
5.03.2018	YESİL	YEŞİL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
7.03.2018	YGGYO	YENİ GİMAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
EĞİTİM, SAĞLIK, SPOR VE DİĞER SOSYAL HİZMETLER		
4.03.2015	LKMNH	LOKMAN HEKİM ENGÜRÜSAĞ SAĞLIK, TURİZM, EĞİTİM HİZMETLERİ VE İNŞAAT TAAHHÜT A.Ş.
6.02.2018	LKMNH	LOKMAN HEKİM ENGÜRÜSAĞ SAĞLIK, TURİZM, EĞİTİM HİZMETLERİ VE İNŞAAT TAAHHÜT A.Ş.
TEKNOLOJİ		
26.06.2012	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
28.03.2013	INDES	İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ MÜHENDİSLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
22.04.2013	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
26.06.2013	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
3.10.2013	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
21.09.2015	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
29.09.2016	DGATE	DATAGATE BİLGİSAYAR MALZEMELERİ TİCARET A.Ş.
16.05.2018	DGATE	DATAGATE BİLGİSAYAR MALZEMELERİ TİCARET A.Ş.
MESLEKİ, BİLİMSEL VE TEKNİK FAALİYETLER		
6.08.2012	MCTAS	MCT DANIŞMANLIK A.Ş.
10.03.2014	MCTAS	MCT DANIŞMANLIK A.Ş.
İDARİ VE DESTEK HİZMET FAALİYETLERİ		
9.05.2014	AKGUV	AKDENİZ GÜVENLİK HİZMETLERİ A.Ş.
16.02.2016	AKGUV	AKDENİZ GÜVENLİK HİZMETLERİ A.Ş.
25.07.2016	SNKRN	SENKRON GÜVENLİK VE İLETİŞİM SİSTEMLERİ A.Ş.

ÖZGEÇMİŞ

Ahmet Taşdemir 1982 yılında Gaziantep'te doğdu. Bülent Ecevit Üniversitesi İktisadi idari bilimler fakültesi İşletme Bölümü'nden 2006 yılında mezun oldu. Yüksek lisans derecesini 2015 yılında "Üniversite Öğrencilerinin Satın Alma Davranışlarında Marka Bağımlılığı: Gaziantep Örneği" konulu tezi ile Hasan Kalyoncu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı'ndan aldı. Ahmet Taşdemir'in ulusal ve uluslararası dergilerde birçok makalesi yayımlanmıştır. Ayrıca ulusal ve uluslararası konferanslarda sunduğu bildirimleri bulunmaktadır. Ahmet Taşdemir iyi derecede İngilizce bilmektedir. 2010 yılından beri Gaziantep'te faaliyet gösteren özel bir şirkette yönetici olarak çalışmaktadır.

VITAE

Ahmet Taşdemir was born in Gaziantep in 1982. He graduated from the Department of Business Administration, Faculty of Economics and Administrative Sciences at Bulent Ecevit University in 2006. He holds his Master's of Business Administration degree on "Brand Dependence on Purchasing Behavior of University Students: The Case of Gaziantep" in the Department of Business Administration at Hasan Kalyoncu University Social Sciences in 2015. He has many articles published in national and international journals. He also has papers presented at national and international conferences. He knows English in good degree. He has been working as a manager since 2010 in a private company in Gaziantep.